



Елена Ненаикова

ассистентка кафедры «Банки и банковский менеджмент»
Финансовой академии при Правительстве РФ

ПЕРВИЧНОЕ БРОКЕРСТВО (PRIME BROKERAGE): МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

ВВЕДЕНИЕ

Первичное брокерство (*prime brokerage*) — это общее название комплекса услуг, предлагаемых инвестиционными банками и другими финансовыми институтами хедж-фондам и иным инвесторам. Менеджеры хедж-фондов обычно неохотно занимаются административными функциями, предпочитая сосредотачиваться на инвестиционной стратегии. Поэтому ряд профессиональных услуг, связанных с клирингом и расчетами по сделкам, депозитарными услугами, операционной поддержкой, управлением рисками и т. д., фондам оказывают первичные брокеры (*prime brokers*)¹, в качестве которых чаще всего выступают банки или инвестиционные компании.

Таким образом, первичный брокер (*prime broker*) — это крупный банк или инвестиционная компания, которая предоставляет различные административные, бэк-офисные и финансовые услуги для хедж-фондов и других профессиональных инвесторов.

Так как в структуре первичного брокера обычно находятся торговое и операци-

онное подразделения, депозитарий, управляющая компания, первичный брокер может предоставлять своим клиентам целый комплекс услуг². Необходимо отметить, что активы клиента первичного брокера могут быть размещены как у самого первичного брокера (если он является депозитарием), так и у другого кастодиана.

Первичный брокер, как правило, предоставляет инвестору возможность держать на централизованном главном счете (*a centralized master account*) принадлежащие ему денежные средства и ценные бумаги.

В качестве стандартного набора услуг, предоставляемых в «пакете первичного брокера» (*the Prime Brokerage package*), можно выделить:

- заключение и расчет сделок;
- клиринговые услуги (централизованный клиринг по ценным бумагам (*a centralized securities clearing facility*));
- депозитарные услуги;
- предоставление заемных денежных средств;
- кредитование ценными бумагами для целей осуществления продаж без покрытия (*short sales*);

- ведение бухгалтерского учета;
- предоставление отчетности.

Также некоторые первичные брокеры предоставляют ряд дополнительных услуг таких как:

- Помощь в привлечении новых инвесторов (*Capital Introduction*): процесс, по которому первичный брокер «представляет» своих клиентов (как правило, хедж-фонды) потенциальным инвесторам, например, организует круглые столы, конференции и т. д.
- Услуги в организации риск-менеджмента (*Risk Management Advisory Services*): предоставление различных технологических решений, консультирование клиента или полный аутсорсинг его риск-менеджмента.
- Консультационные услуги (*Consulting Services*): набор услуг по консультированию, обычно предоставляется вновь создаваемым хедж-фондам (*«start-up» hedge funds*) и как правило связан с юридическими вопросами деятельности хедж-фонда.

¹ Иногда можно встретить перевод этого термина как прайм-брокер.

² Первичный брокер должен поддерживать «китайскую стену» (а *«Chinese Wall»*) между операциями первичного брокера (*the prime brokerage operation*) и торговыми подразделениями (*the trading desk*). Это разделение также включает технологический, исследовательский и торговый департамент (*technology, research and operations departments*). Первичный брокер должен предоставлять одинаковый уровень обработки и исполнения клиентских операций, вне зависимости от того, исполняются ли они через собственное трейдинговое подразделение или через других брокеров.



ОРГАНИЗАЦИЯ РАБОТЫ ПЕРВИЧНОГО БРОКЕРА С КЛИЕНТОМ И ИХ ЮРИДИЧЕСКИЕ ВЗАИМООТНОШЕНИЯ

Сегодня первичные брокеры обслуживают операции своих клиентов (в основном хедж-фондов) практически на всех сегментах финансового рынка: на рынке акций и облигаций, на валютном рынке и на рынке производных финансовых инструментов. Принципы организации работы первичного брокера на всех этих сегментах схожи. Поэтому рассмотрим схему организации работы первичного брокера на валютном рынке (*foreign exchange prime brokerage*) и на рынке производных финансовых инструментов (*derivatives prime brokerage*).

Сначала клиент первичного брокера договаривается о заключении сделки с исполняющим дилером (*executing dealer*³) от имени своего первичного брокера (операция № 1). Когда первичный брокер информирован о сделке от своего клиента и от исполняющего дилера и акцептовал ее, то сделка считается заключенной между первичным брокером и исполняющим дилером (операция № 2). При этом одновременно первичный брокер заключает зеркальную сделку с теми же самыми параметрами со своим клиентом (операция № 3). После этого первичный брокер и исполняющий дилер производят расчеты по сделке, и в свою очередь первичный брокер также рассчитывается со своим клиентом по всем заключенным сделкам на нетто-основе (*on a net basis*).

Выше была описана традиционная модель организации первичного брокерства, когда операции инициируются клиентом первичного брокера. Поскольку договаривается о заключении сделки от имени первичного брокера и в рамках лимита кредитной линии первичного брокера, открытого на определенного исполняющего дилера, клиент, то это влечет за собой необходимость установления прямой коммуникации между клиентом и исполняющим дилером.

Не так давно первичные брокеры начали предоставлять услуги заключения сделки (*trade execution*) через электронные торговые системы (*electronic communication network*) и электронные брокерские платформы (*electronic broking platform*). Важно отметить, что сделки через такие системы заключаются в анонимном режиме — то есть исполняющий дилер ви-

дит в качестве контрагента первичного брокера — а личность клиента, инициировавшего сделку, не известна исполняющему дилеру.

ЮРИДИЧЕСКАЯ ДОКУМЕНТАЦИЯ

Клиент заключает со своим первичным брокером Соглашение о первичном брокерстве (*Prime Brokerage Agreement*). В соответствии с данным соглашением первичный брокер соглашается, что клиент может договариваться о заключении сделок с дилерами, которые заранее одобрены первичным брокером, и что первичный брокер станет стороной по таким договорам, если будут соблюдены все специфические условия, установленные соглашением. Обычно это условия двух видов. Во-первых, каждая операция должна быть с допустимыми продуктами (*allowable products*), такими как кассовые сделки (*spot transaction*), форвардные или опционные операции (*forward or option transaction*), срочность (*tenor*) которых не превышает установленный максимум. Во-вторых, операция не должна превышать определенные лимиты, которые могут включать расчетный лимит (*settlement limit*) и лимит открытых позиций (*open position limit*). Эти лимиты обычно применяются ко всем операциям, проводимым с исполняющим дилером, и обычно либо установлены в самом соглашении, либо направляются первичным брокером клиенту.

Соглашение о первичном брокерстве также обычно содержит обязательство клиента заключить с первичным брокером офсетную сделку при заключении сделки между первичным брокером и исполняющим дилером. Данная офсетная сделка между первичным брокером и клиентом, как правило, заключается в соответствии с рамочным соглашением между двумя этими сторонами. Среди данных рамочных соглашений могут быть: Рамочное соглашение, опубликованное Международной ассоциацией свопов и деривативов (*Master Agreement published by the International Swaps and Derivatives Association, Inc., ISDA Master Agreement*), Международное валютное рамочное соглашение (*International Foreign Exchange Master Agreement, IFEMA*), Рамочное валютное и опционное соглашение (*Foreign Exchange and Options Master Agreement, FEOMA*), Международное валютное соглашение по свопам (*International Currency Options Agreement, ICOM*).

Также соглашение описывает процедуру, согласно которой клиент уведомляет своего первичного брокера о планируемых к заключению с исполняющими дилерами сделках.

Отношения между первичным брокером и исполняющим дилером регулируются заключенным между ними «Передаточным» соглашением (*Give-Up Agreement*⁴). Согласно данному соглашению первичный брокер соглашается стать стороной по сделке с исполняющим дилером, заключение которой с исполняющим дилером инициировал клиент, и сделка при этом соответствует установленным условиям. Часто «Передаточное» соглашение составляется как Рамочное соглашение (*a master agreement*) и дополняется сообщением по «передаточному» соглашению (*a give-up agreement notice*) по каждому клиенту первичного брокера, с которым исполняющий дилер может договариваться о заключении сделки. Указанное сообщение, во-первых, идентифицирует клиента первичного брокера, а, во-вторых, содержит перечень допустимых видов сделок, ограничения и лимиты, при соблюдении которых первичный брокер вместо клиента станет контрагентом исполняющего дилера по сделке. Условия, указанные в данном сообщении обычно полностью совпадают с ограничениями, установленными первичным брокером для своего клиента в Соглашении о первичном брокерстве.

Благодаря ограничениям, установленным в сообщении по «передаточному» соглашению, исполняющий дилер в состоянии определить соответствует ли сделка, которую клиент первичного брокера хочет заключить, указанным ограничениям.

Также Рамочное «передаточное» соглашение (*Master FX Give-Up Agreement*) может быть дополнено заключением, так называемого, Компенсационного соглашения (*a Compensation Agreement*⁵) между клиентом первичного брокера и исполняющим дилером. Данное соглашение определяет порядок возмещения расходов и убытков исполняющему дилеру клиентом в случае, если первичный брокер клиента не акцептовал сделку и не стал стороной по ней.

Хочется отметить, что часто первичный брокер и исполняющий дилер заключают стандартные «Передаточные» соглашения. Например, такие как Рамочное «передаточное» соглашение на валютном рынке (*Master Foreign Exchange Give-Up*

³ Исполняющего дилера (*executing dealer*) иногда называют «*spoke bank*» или «*give-up bank*» (на валютном рынке). Также можно встретить термин «исполняющий брокер» (*executing broker*).

⁴ Иногда его также называют *a Master Give-Up Agreement*.

⁵ Иногда его также называют *a Reimbursement Agreement*.



Agreement), или Рамочное «передаточное» соглашение (*Master Give-Up Agreement*), разработанное *ISDA*.

Сделки между первичным брокером и исполняющим дилером, как правило, регулируются стандарными рамочными соглашениями: *ISDA Master Agreement*, *IFEMA*, *FEOMA*, *ICOM* и т. д.

Работа первичного брокера с клиентом при организации клиентом покупки/продажи ценных бумаг может быть представлена также следующим образом⁶. Хедж-фонд (посредством своего менеджера) определяет ценные бумаги/активы, которые он хочет купить. Для того чтобы осуществить покупку первичный брокер одалживает хедж-фонду необходимую сумму денежных средств. Первичный брокер покупает активы от имени хедж-фонда, выступая как его брокер. Как кастодиан хедж-фонда, первичный брокер организует расчеты по сделке, уплачивая сумму покупки продавцу актива и получая актив, который он держит и администрирует в качестве глобального кастодиана для своего хедж-фонда.

Хедж-фонд уплачивает первичному брокеру платежи за предоставленную сумму кредита на покупку активов. Для того чтобы увеличить эффект финансового рычага у хедж-фондов путем предоставления хедж-фонду максимального объема долга, первичный брокер соглашается взимать процентную ставку ниже коммерческих ставок (*commercial rates*).

В качестве компенсации за низкие процентные ставки хедж-фонд соглашается, что первичный брокер может передавать ценные бумаги фонда третьей стороне по договорам РЕПО, кредитования ценными бумагами и иным подобным инструментам, сохраняя весь полученный от этих операций доход за собой.

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ

Услуга первичного брокерства появилась в начале 1990-х гг. при развитии полужформализованных «передаточных» соглашений (*«give-up» agreement*). Активное развитие первичного брокерства началось в конце 1990-ых гг., когда несколько крупных банков начали предлагать услуги первичного брокерства на определенных сегментах финансового рынка.

Термин «первичное брокерство» (*«prime brokerage»*) был применен к американскому брокеру-дилеру *Furman Selz* в конце 1970-х гг. В период до активного развития услуг первичного брокерства,

портфельный менеджмент был значительным вызовом для хедж-фондов. Денежным менеджерам (*money managers*) нужно было вести запись всех своих торговых операций, рассчитывать единую консолидированную позицию по всем брокерам, через которых проводились или проводятся сделки. Поэтому однажды предложенная финансовому рынку концепция первичного брокерства сразу начала рассматриваться как удачная, и была быстро скопирована такими крупными брокерскими домами как *Morgan Stanley*, *Bear Stearns*, *Merrill Lynch*, *Lehman Brothers* и *Goldman Sachs*. На этой ранней стадии, хедж-фонды были гораздо меньше, чем они есть сейчас и существовали в основном в форме *U.S. domestic long-short equities funds*. Первый не американский бизнес по первичному брокерству был создан лондонским офисом *Merrill Lynch* (*Merrill Lynch's London office*) в конце 1980-х гг.

На протяжении 1980-х гг. и 1990-х гг. первичное брокерство было в основном ориентировано на рынки акций (*an equities-based product*), хотя некоторые первичные брокеры в дополнение к основным возможностям по акциям начали предлагать услуги хранения и клиринга по облигациям (*bond clearing and custody*). Также первичные брокеры дополняли свои операционные услуги предоставлением отчетов по портфелю (*portfolio reporting*), первоначально через посылного, затем через факс и впоследствии сегодня через интернет. На протяжении ряда лет первичные брокеры постоянно расширяли продуктовую линейку финансовых инструментов, с которыми они работали, включая в перечень внебиржевые и биржевые деривативы, инструменты с фиксированной доходностью (*fixed income*) и иностранную валюту (*foreign exchange*).

По мере роста отрасли хедж-фондов в мире на протяжении 1990-х гг. первичное брокерство становилось все более конкурентным видом деятельности и стало важным источником дохода для крупных инвестиционных банков. Так, в 2006 г. наиболее удачливые инвестиционные банки отчитались о доходах в размере 2 млрд долл. за год каждый, полученных только от их подразделений первичного брокерства⁷.

Так как клиентами первичных брокеров являются в основном хедж-фонды, то значительный рост индустрии хедж-фондов способствовал и росту индустрии услуг первичного брокерства. Так, если

в 1997 г. менее 10 организаций на международном финансовом рынке пользовались услугами первичного брокера на валютном рынке, а банков, предоставляющих подобные услуги, было всего 4, то к 2005 г. число клиентов первичных брокеров оценивалось на уровне 450–600 и не менее 20 различных банков предоставляли подобные услуги. Однако рынок услуг первичного брокерства очень концентрирован. Согласно десятому ежегодному исследованию *the Hennessee Group's* (*The Hennessee Group's tenth annual survey*) рыночная доля шести крупнейших первичных брокеров в 2003 г. составляла 83% по сравнению с 70% в 1997 г.

КЛИЕНТЫ ПЕРВИЧНЫХ БРОКЕРОВ

Услугами первичных брокеров пользуются, прежде всего, хедж-фонды (*hedge funds*) и советники по торговле товарами (*commodity trading advisors, CTAs*). Первичное брокерство позволяет данным финансовым институтам, как правило, с высоким уровнем рисков и, несмотря на отсутствие у них кредитной истории, использовать высокие кредитные рейтинги первичных брокеров и получать доступ к работе с различными контрагентами. Также указанные институты имеют, как правило, небольшое количество сотрудников и стремятся передавать многие функции на аутсорсинг.

Однако не все хедж-фонды нуждаются в услугах первичного брокера. Например, если фонду требуется кредитование ценными бумагами, то услуги первичного брокера являются незаменимыми. А, например, если хедж-фонд специализируется на покупке и продаже биржевых производных инструментов (*exchange traded derivative instruments*), то ему не обязательно пользоваться услугами первичного брокера.

Хедж-фонды часто выбирают первичного брокера для обработки их операций с ценными бумагами и предоставления технической поддержки.

Помимо хедж-фондов и *CTA* клиентами первичных брокеров также являются мелкие банки (*small banks*), другие управляющие активами (*other asset managers*), эндаумент-фонды (*endowment foundations*), компании по доверительному управлению семейным капиталом (*private family officers*) и пенсионные фонды (*pension funds*). Очень редко услугами первичных брокеров пользуются корпорации и крупные банки. ■

Продолжение следует.

⁶ Автором использована статья *Joseph M. Gavin. The interaction between hedge fund strategies, the role and function of prime brokers and the Central bank of Ireland. // Finance Dublin, March 2001, 6(3).*

⁷ Источник: ежегодные отчеты 2006 г. *Morgan Stanley* и *Goldman Sachs*.