



# Непрозрачные сделки

Рандалл Додд

**Не все  
финансовые  
инновации  
приводят  
к повышению  
эффективности.  
Здесь  
рассматриваются  
три инновации  
с сомнительными  
результатами**

**Т**РИ инновации в сфере электронных торгов акциями и опционами в последнее время упоминаются в заголовках прессы: высокочастотные торги, моментальные торги и черные пулы. Обычно предполагается, что такие технические усовершенствования повышают эффективность, но эти инновации ставят под сомнение эти предположения и могут вызывать у общественности некоторые опасения в силу их воздействия на стабильность.

Изучение рыночных микроструктур иллюстрирует процессы, с помощью которых устанавливаются цены. Рынки часто выглядят как магические черные ящики. Спрос и предложение поступают в ящик, и невидимая рука вытаскивает цену, что весьма похоже с тем, как фокусник вытаскивает кролика из шляпы. Но в этих ящиках происходят важные процессы. В случае электронных торгов ценными бумагами и производными инструментами микроструктура внутри ящика включает механизмы для передачи приказов о купле-продаже (то есть, котировок покупателей и продавцов) участникам рынка, рассмотрения котировок этими участниками и проведения сделок путем подбора заявок на куплю и продажу. Если это делается оперативным и прозрачным образом, позволяющим всем участникам рынка видеть те же самые цены и торговать по ним, то действительность приближается к идеалу гипотезы об эффективном рынке. Когда рынки становятся сегментированными и информационные преимущества включаются в рыночные механизмы, от этого страдает эффективность и нарушается справедливость.

В этой статье анализируются эти проблемы финансовой политики, с тем чтобы объяснить их воздействие на эффективность ценообразования и рассмотреть возможные методы повышения эффективности благодаря регулированию, направленному на преодоление негативных последствий.

Истоки высокочастотных торгов, моментальных торгов и черных пулов восходят к двум важнейшим инновациям на рынке — электронным торгам и тесно связан-

ным с ним *альтернативным системам торгов* (АСТ). Электронные торги быстро стали доминировать в обычных торгах, как на биржах, так и на внебиржевых рынках. Компьютерные системы автоматически подбирают приказы о купле-продаже, которые сами были представлены через компьютеры. Торги в зале на биржах фондовых и производных инструментов были ликвидированы на всех рынках, кроме самых видных и крупных, таких как Нью-Йоркская фондовая биржа, и даже на этих рынках торги в зале проводятся параллельно с электронными торгами. АСТ представляют собой автоматизированные системы подбора приказов, которые предлагают возможности торгов с низкими издержками, аналогичные бирже, но на которые распространяются меньшие требования по раскрытию информации и другие торговые правила.

## Высокочастотные торги

Высокочастотные торги (ВТ), часто именуемые торгами в черном ящике, предусматривают высокоскоростные компьютеры, использующие алгоритмы (или инструкции) для анализа данных, выявления инвестиционных возможностей и управления потоками приказов, поступающими на рынок. Фирма ВТ может направить на биржу тысячу приказов в минуту и также быстро их аннулировать или направить другие приказы. По оценкам, 90 процентов приказов, представленных высокочастотными трейдерами, аннулируется. Например, если курс покупки акции равен 9,90 долл., а курс продажи — 10 долл., то фирма ВТ может устремиться за небольшой, но малорискованной прибылью, повысив курс покупки до 9,91 долл. и снизив курс предложения до 9,99 долл. (спред в 8 центов), если алгоритм сочтет, что эти изменения с достаточно высокой вероятностью немедленно приведут к сделкам. Если эти улучшенные котировки действительно немедленно приведут к сделкам, то фирма ВТ выиграет спред в 8 центов на каждой такой операции. Риск заключается в том, что только одна часть сделки будет осуществлена немедленно, при этом



задержка с выполнением другой части после изменения рыночных цен приведет к убытку. Если фирма ВТ покупает по 9,91 долл., но не находит желающих купить по 9,99 долл., и цена на рынке падает ниже 9,91 долл., фирма несет краткосрочный убыток.

ВТ составляют большие суммы. По оценкам TABB Group, фирмы по исследованию финансовых рынков, прибыль от ВТ в 2008 году, который был сложным годом для финансовых рынков, составила 21 млрд долларов. Крупнейшие брокеры-дилеры, такие как Goldman Sachs, ведущие хеджевые фонды, такие как Citadel, и независимые фирмы, такие как GETGO, инвестируют большие суммы в суперкомпьютеры и программы, предназначенные для этих операций. Значительные затраты объясняют громкие процессы, начавшиеся прошлым летом после того, как Goldman Sachs обвинила бывшего сотрудника в краже компьютерного кода для своего торгового алгоритма. Конкуренция за выгодные операции ВТ настолько остра, что фирмы платят за размещение своих компьютеров как можно ближе к этим биржам и АСТ для сведения к минимуму задержек в связи. Некоторые платят за размещение в тех же местах, что и системы подбора приказов. Задержка с направлением приказа на микросекунду может означать различие между местом в начале очереди и реализацией сделки и местом в хвосте очереди с невыполненным приказом. Прибыль от каждой операции может быть маленькой, по оценкам Rosenblatt Securities средний доход от ВТ акциями составляет от 0,001 до 0,002 долл. за акцию, но объем огромен, и АСТ выплачивают фирмам ВТ скидки за большой объем. Фирмы ВТ в 2008 году получили таких скидок на 3,7 млрд долларов. Сегодня на ВТ приходится, по оценкам, 73 процента объема на фондовых рынках США и примерно 20 процентов на биржах опционов.

Имеются определенные опасения среди общественности в отношении ВТ. Некоторые критики утверждают, что исключительно быстрые темпы торгов приводят к более крупным и внезапным изменениям рыночных цен в ответ на существенные события и новости. Эти опасения схожи с теми, которые высказывались после краха фондового рынка 1987 года, когда внимание сконцентрировалось на программных торгах, которые автоматически создавали приказы на продажу на торгах фьючерсами на фондовые индексы на Чикагской товарной бирже, когда падали курсы соответствующих акций на Нью-Йоркской бирже.

Другое опасение заключается в том, что ВТ делает условия менее конкурентными, ставя дилеров (известных как «маркет-мейкеры» или специалисты) в неблагоприятное положение по сравнению с другими участниками рынка (известными как клиенты). Приказы клиентов имеют приоритет по

сравнению с приказами дилеров. Этот приоритет основан на положении о том, что рынки существуют в основном для клиентов; роль дилеров состоит в участии только в тех ситуациях, когда необходимо предоставить ликвидность для торгов или поддержать двухсторонний рынок котировок покупателей и продавцов. Проблема заключается в том, что иногда ВТ функционируют как «маркет-мейкеры», обеспечивая ликвидность и узкий спред между курсами покупателей и продавцов, но высокочастотные трейдеры могут покидать рынок, когда он слишком волатилен или его объемы слишком малы. Таким образом, они могут забирать часть операций у дилеров в обычное время, когда риски являются обычными, и оставлять дилеров с их обязательством поддерживать рынок, когда это связано с большим риском и меньшей рентабельностью, особенно во время дезорганизации рынка.

### Моментальные торги

Стандартная фондовая сделка заключается в приказе купить (или продать) по действующей (рыночной) цене или по некоей заранее установленной (лимитированной) цене. Приказ направляется на биржу (или АСТ), где для него автоматически подбирается постоянный приказ или новый приказ на продажу. Приказ на продажу, который подбирается для первоначального приказа, может поступать от другой биржи или АСТ, которая является частью национальной рыночной системы. В любом случае все приказы, и любые сделки в результате этих приказов, являются публичными и могут наблюдаться в равной мере всеми участниками рынка.

Иная ситуация возникает при моментальных торгах, когда поступающий приказ на одной из АСТ или бирже открывается (моментально показывается) на долю секунды до отправки в национальную рыночную систему. Если трейдер на месте получения моментального сообщения может предложить ту же цену покупателя или продавца в системе, то этот трейдер может взять этот приказ, прежде чем остальные участники рынка могут его увидеть. В результате происходят моментальные торги. Нью-Йоркская биржа раньше разрешала своим уполномоченным дилерам, именуемым специалистами, пользоваться ранней информацией о поступающих приказах, но биржа прекратила эту практику в пользу предоставления всем участникам рынка равного доступа ко всем котировкам.

Моментальные торги являются важной частью бизнес-модели некоторых бирж. Нью-Йоркская биржа запретила практику, поскольку она несовместима с ее правилом о равных условиях. Однако некоторые АТС конкурируют с биржами, пытаясь привлечь объем торгов, и используют моментальные торги для отвлечения операций от бирж.

С моментальными торгами связано несколько опасений для общественности. Они позволяют привилегированному сегменту рынка заключать сделки раньше других участников рынка или вести торги, получая раньше рынка в целом информацию о потоках приказов. Это нарушает принцип рыночной справедливости, который воплощен, например, в нормативных актах США, и подрывает создаваемую им эффективность. Это также удерживает «маркет-мейкеров» от указания котировок, которые подвергают их риску, не гарантируя им приоритет в заключении сделок. Хотя доля секунды может показаться незначительной, это — длительный период времени с учетом того, что принятие решений и направление приказов на электронных биржах и в системах торгов занимает микросекунды.

### Черные пулы

Черные пулы представляют собой системы электронных торгов, которые используются брокерами-дилерами, институциональными инвесторами и хеджевыми фондами для заключения крупных сделок с ценными бумагами за пределами правил торговли официальных бирж, в том числе правил, требующих раскрытия котировок продавцов/покупателей всем участникам рынка. Вместо этого, участники, используя черные пулы, могут сообщать ограниченной аудитории о «заинтересованности» в купле-продаже конкретного количества ценных бумаг по фиксированной цене или цене, которая будет установлена. Например, участник черного пула может сообщить о заинтересованности в покупке 40 000 акций IBM в 14 часов или по цене окончания торгов в тот день. Таким образом, участник черного пула может организовать крупную покупку с меньшим риском вызвать тем самым повышение цен.

Существуют другие пути проведения крупных покупок или продаж. Одна заключается в том, чтобы разбить операцию на много небольших и провести их на открытом рынке, так чтобы не раскрыть полного масштаба инвестиционного решения. Этот метод связан с риском относительно того, что крупная покупка или продажа приведет к изменению цены. Другой вариант заключается в проведении «блоковой сделки», которая заключается на двустороннем уровне вне биржи, но немедленно сообщается бирже для предотвращения снижения степени прозрачности. Стандартный процесс для заключения «блоковой сделки» является более трудоемким и менее ликвидным.

Черные пулы, которые принадлежат биржам, брокерам-дилерам или действуют независимо, применяют более эффективную платформу электронных торгов для заключения крупных сделок и не требуют от фирмы указывать свое имя или цены, по которым она согласна вести торги. Операции через черные пулы регистрируются как внебиржевые, и объем, цена и время заключения сделки публично не разглашаются.

Торги через черные пулы позволяют фирмам проводить крупные сделки без риска того, что крупный приказ приведет к отклонению рыночной цены от предпочтительной. На открытых торгах фирмы сообщают о своих приказах, то есть они раскрывают их общественности, когда о них становится известно на биржах. Когда становится известно о крупных заявках, участники рынка могут отреагировать, повысив свои котировки продавцов или снизив котировки покупателей. ВТ ускорили темпы, которыми рыночная цена реагирует на новые приказы.

Существует несколько опасений для общественности, связанных с черными пулами. Одно из них заключается в том, что объем торгов, а также раскрытие котировок продавцов и покупателей скрыты от процесса выявления цены, который происходит на биржах и в связанных с ними АСТ. Эта деятельность также приводит к фрагментации рынка и позво-

ляет участникам черных пулов наблюдать «намерения», которые не указываются в качестве котировок на публичных рынках. Это создает дифференцированный доступ к соответствующей рыночной информации и лишает систему публичного рынка полной глубины готовности его участников покупать или продавать. Кроме того, торги в черных пулах позволяют обойти надзорные органы, которые контролируют торговлю.

### Смещение равновесия

Технические инновации, особенно в области электронных торгов (то есть обработки данных), могут предлагать мощные средства для повышения производительности. Однако изменения, вызванные такими инновациями, могут также привести к устареванию прежних институциональных правил и рыночных механизмов. Новые способы ведения операций могут радикально изменить соотношение рыночных сил и исказить условия конкуренции. ВТ также представляет собой соревнование человека и машины. Хотя сами по себе они не создают асимметрии или неравных условий и по-

## Технические инновации, особенно в области электронных торгов (то есть обработки данных), могут предлагать мощные средства для повышения производительности.

вышают ликвидность рынка, ВТ, по-видимому, превращают темпы принятия решений человеком в недостаток. ВТ могут уменьшить выгоды стоп-приказов для обычных инвесторов, которые применяют их для управления своими рисками. ВТ могут превратить ошибку, например ошибочный крупный приказ на продажу, в разрушительное для системы событие путем практически моментального провоцирования автоматических ответных мер на первоначальную ошибку. Взаимодействие конкурирующих программ ВТ может иметь непредвиденные последствия.

Моментальные торги создают привилегированный доступ к некоторой информации для сегмента рынка и препятствуют активной деятельности дилеров по указанию котировок. Моментальные торги создают лишь частные выгоды для АСТ, которые стремятся переключить оборот торговли с других систем на себя. Торги в черных пулах вытекают из целенаправленных усилий избежать раскрытия котировок продавцов и покупателей на публичном рынке.

Органы регулирования, некоторые из которых приветствовали эти инновации несколько лет назад, теперь подвергают их внимательному изучению. Комиссия США по ценным бумагам и биржам предлагает правила, запрещающие моментальные торги и подвергающие торги в черных пулах более строгим требованиям о раскрытии информации. Комиссия США по торговле товарными фьючерсами сообщила, что она продолжает изучение этих изменений в торговле и рассматривает вопрос о надлежащих мерах регулирования для обеспечения всем инвесторам справедливого доступа к рынкам и защите от угрозы стабильности. ■

*Рэндалл Додд — старший эксперт по финансовому сектору Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*