

Е.Е. ХОРОШИЛОВ*

ФОНДОВЫЕ БИРЖИ И АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ТОРГОВЫЕ СИСТЕМЫ КАНАДЫ

С конца 90-х годов прошлого века инфраструктура рынков ценных бумаг повсеместно переживает драматические изменения. Всё большая интеграция национальных рынков в мировой финансовый рынок, постоянно повышающаяся мобильность капитала и увеличивающаяся скорость его трансграничного перемещения, быстро растущие требования инвесторов и операторов рынка ценных бумаг к ликвидности, скорости и удобству проведения сделок и доступу к ценовой и иной информации, либерализация рынков ценных бумаг, появление многочисленных новых видов финансовых инструментов привели к формированию сразу нескольких тенденций, существенно влияющих на деятельность фондовых бирж и их «суррогатов».

Среди таких тенденций, во-первых, следует отметить возникновение многочисленных альтернативных торговых систем, которые, с одной стороны, конкурируют с традиционными биржами, а, с другой – дополняют их и тесно с ними взаимодействуют. Такие системы могут оперировать как в национальном, так и в международном масштабе. Характерно, что, в отличие от подавляющего большинства других секторов финансового рынка, в сфере организации торговли ценными бумагами «новички» зачастую за несколько лет вплотную догоняют традиционных игроков с их, порой, многовековой историей. Интересно, что экономический кризис, похоже, играет на руку именно альтернативным торговым системам. Например, в Канаде их доля рынка в «кризисном» втором квартале 2009 г. увеличилась на четыре процентных пункта – с 7% до 11%¹.

Во-вторых, обращает на себя внимание рост многовекторной конкуренции между торговыми площадками за привлечение эмитентов и за ликвидность (иначе говоря, за инвесторов и операторов фондового рынка). Причём соперничество ведётся не только в рамках национальных рынков, но и между торговыми площадками, базирующимися в разных финансовых центрах.

В-третьих, имеет место превращение большинства ведущих фондовых бирж в публичные корпорации, ставящие целью получение прибыли, что стало катализатором следующей тенденции.

В-четвёртых, ярко выражен процесс активной консолидации. Только в 1990–1999 гг. в Европейском Союзе и Соединённых Штатах состоялось около

* **ХОРОШИЛОВ Евгений Евгеньевич** – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник ИСКРАН. Copyright © 2009.

¹ «The Toronto Star», 23.07.2009.

100 слияний фондовых бирж². Причём в последние годы эта консолидация принимает всё более международный характер. Меньше чем за 10 лет с десятков ведущих стран лишились собственных фондовых бирж, бывших на протяжении XIX–XX веков столпами капитализма и национальных финансовых рынков. Так, в 2000 г. объединились в биржу «Юронекст» (*Euronext*) Амстердамская, Брюссельская и Парижская фондовые биржи. В последующие два года «Юронекст» поглотила Лондонскую международную биржу финансовых фьючерсов и опционов (*London International Financial Futures and Option Exchange*) и Португальскую фондовую биржу. А в 2007 г. уже сама «Юронекст» объединилась с Нью-Йоркской фондовой биржей и вместе с ней поглотила Американскую фондовую биржу. В свою очередь, в 1998–2006 гг. шведская биржа «О-эм» (*OM*), специализирующаяся на производных финансовых инструментах, поглотила фондовые биржи Стокгольма, Хельсинки, Копенгагена, Исландии и Осло. Однако и сама была в 2007 г. продана американской бирже НАСДАК (*NASDAQ*). В том же году Лондонская фондовая биржа поглотила Миланскую. Тем временем, в США образовался гигант в области торговли производными финансовыми инструментами и товарами – «Си-эм-и групп» (*CME Group*), объединивший две чикагские (*Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade*) и одну нью-йоркскую биржу (*New York Mercantile Exchange*) соответствующего профиля.

И, наконец, в-пятых, нельзя не отметить тот факт, что всё большая взаимосвязь операций с различными классами активов (акциями, облигациями, товарами, фьючерсами, опционами и т.д.) приводит к конвергенции фондовых бирж, товарных бирж и бирж, где проводятся торги производными финансовыми инструментами, а также к появлению новых типов торговых площадок – например, климатических бирж. Многие фондовые биржи движутся в направлении всё большей универсализации своей деятельности.

Практически все из обозначенных выше тенденций самым серьёзным образом сказались на развитии инфраструктуры рынка ценных бумаг Канады. С конца 1990-х годов она претерпела коренную трансформацию, основные моменты которой и прослеживаются в данной работе.

Фондовые биржи

До середины XIX века капитал, необходимый для финансирования канадских предприятий, привлекался, в основном, из Великобритании. Там же в большинстве своём обращались и ценные бумаги первых акционерных компаний, осуществлявших свою деятельность в Канаде. Как следствие, фондовые биржи в самой Канаде появились достаточно поздно. Регулярная торговля ценными бумагами в Монреале началась в 1832 г., в Торонто – в 1852 г. К 1849 г. в Монреале и к 1861 г. в Торонто эта торговля приняла организованный характер. Однако хартия о Монреальской фондовой бирже увидела свет

² Carpentier C., L'Her J.-F. Competition and Survival of Stock Exchanges: Lessons from Canada. Montreal, November 2007, p. 2 (www.cirano.gc.ca).

лишь в 1874 г.³ Четырьмя годами позже законом парламента Онтарио была признана Торонтская фондовая биржа⁴.

В 1887 г. была основана Виннипегская зерновая и сельскохозяйственная биржа (*Winnipeg Grain & Produce Exchange*), позднее переименованная в Виннипегскую товарную биржу (*Winnipeg Commodity Exchange*). В 1904 г. биржа начала торги товарными фьючерсами.

Бум в горнодобывающей промышленности и необходимость привлечения капиталов в эту сферу привели в 1899 г. к созданию Торонтской фондовой и горнопромышленной биржи (*Toronto Stock and Mining Exchange*), реорганизованной в 1908 г. в Основную фондовую и горнопромышленную биржу (*Standard Stock and Mining Exchange*)⁵.

При этом биржа в Монреале – финансовом центре страны – удерживала прочное лидерство. Так, к 1920 г. оборот на ней перевалил за 3 млн. акций в год, в то время как в Торонто он даже в 1924 г. составлял менее миллиона, а точнее – 908 тыс. акций.

В 1907 г. была основана Ванкуверская фондовая биржа (*Vancouver Stock Exchange*), специализировавшаяся на акциях, в первую очередь, горнодобывающих компаний. С 1950-х годов эта биржа известна как одна из наименее регулируемых в мире и «прославилась» многочисленными финансовыми скандалами, связанными с котировавшимися на ней компаниями.

Шестью годами позже в Калгари была основана Фондовая биржа Альберты (*Alberta Stock Exchange*), связанная, прежде всего, с нефтегазовой промышленностью. Биржа не работала в 1917–1925 гг., а в 1926–1975 гг. называлась Фондовая биржа Калгари (*Calgary Stock Exchange*).

Очередная торговая площадка для ценных бумаг появилась в 1926 г., когда был основан Монреальский внебиржевой рынок (*The Montreal Curb Market*), на котором обращались акции менее крупных компаний, многие из которых в дальнейшем «мигрировали» на Монреальскую фондовую биржу. В 1953 г. этот внебиржевой рынок преобразовался в Канадскую фондовую биржу.

Первая консолидация бирж в Канаде состоялась в 1934 г., когда слились Торонтская фондовая и Основная фондовая и горнопромышленная биржи. Две монреальские биржи, Монреальская фондовая и Канадская фондовая, объединились четырьмя десятилетиями позже – в 1974 году.

Следует отметить, что к началу 1970-х годов финансовый центр Канады переместился из Монреаля в Торонто, что дало Торонтской фондовой бирже в сфере оборота корпоративных ценных бумаг серьезные преимущества в соперничестве с Монреальской. Это, по-видимому, и заставило последнюю искать себе новую нишу на национальном рынке. И такая ниша нашлась. В 1975 г. Монреальская фондовая биржа первой в Канаде начала торги опционами на акции, дав старт развитию рынка производных финансовых инструментов. Через семь лет она сменила название, став просто Монреальской

³ http://www.m-x.ca/qui_histo_en.php

⁴ <http://www.tsx.com/en/pdf/TSXHistory.pdf>

⁵ <http://www.pdac.ca/pdac/industry/financing-tsx.html>

биржей, что должно было отразить растущую роль нового направления её бизнеса.

В свою очередь, в 1977 г. Торонтская фондовая биржа ввела в действие первую не только в Канаде, но и в мире систему электронной биржевой торговли, закрепив своё лидерство в сфере торгов акциями канадских корпораций, а в 1997 г. вообще закрыла биржевой зал. К 1980 г. её доля рынка превысила 80%. Кстати, на Монреальской бирже электронная система биржевой торговли корпоративными акциями появилась лишь в 1990 году.

Несмотря на все вышеупомянутые новации, к концу 1990-х годов перспективы канадских бирж выглядели весьма неопределённо. Связано это было с тем, что всё большее количество канадских корпораций, особенно из числа крупнейших, осуществляли листинг своих ценных бумаг не только в Канаде, но и в США. В 1990–2000 гг. число таких компаний увеличилось со 143 до 237⁶ (табл. 1). При этом на долю Канады в отдельные годы приходилось менее половины оборота их акций⁷. Немалую роль в этом играет то обстоятельство, что канадские корпорации имеют возможность пройти листинг в США на основе менее жёстких критериев, чем существующие для корпораций из третьих стран.

Принимая во внимание сложившуюся ситуацию, сообщество канадских фондовых бирж приняло в 1999 г. историческое решение – прекратить прямую конкуренцию и попытаться выжить за счёт специализации. За Торонтской фондовой биржей остались торги акциями крупных и средних компаний. Монреальская биржа стала специализироваться на торгах производными финансовыми инструментами. Фондовые биржи Альберты и Ванкувера объединились в Канадскую венчурную биржу, создав единый национальный рынок для новых и развивающихся компаний. В следующие два года в последнюю влились Фондовая биржа Виннипега, фондовая секция Монреальской биржи и внебиржевая телефонная Канадская торговая сеть (*Canadian Dealing Network*).

Практически одновременно – в 1999–2000 гг. – Торонтская фондовая и Монреальская биржи реорганизовались в корпорации, преследующие целью получение прибыли. А уже в 2001 г. Торонтская фондовая биржа поглотила Канадскую венчурную биржу, став, фактически, единственной торговой площадкой в Канаде для корпоративных акций. Рынок акций «младших» компаний получил название Венчурная биржа «Ти-эс-экс» (*TSX Venture Exchange*).

Монополия Торонтской фондовой биржи, длилась, правда, совсем не долго. Уже в марте 2003 г. Комиссия ценных бумаг Онтарио признала Канадскую торговую и котировальную систему (*Canadian Trading and Quotation System*), предоставив ей, таким образом, возможность начать работу в качестве торговой площадки для корпоративных акций. В мае 2004 г. новая система, которая ставила своей целью организовать торговлю акциями небольших компаний, была официально признана фондовой биржей. Годом позже, Канадская торговая и котировальная система приняла решение создать и

⁶ Carpentier C., L'Her J.-F. Op. cit., p. 25.

⁷ Ibid., p. 27.

Таблица 1

Количество канадских компаний, прошедших листинг в США

Год	Численность канадских компаний, чьи акции котируются и в Канаде, и в США	Доля оборота по акциям этих компаний, приходящаяся на Канаду, %
1990	143	54,7
1991	139	60,4
1992	137	59,8
1993	157	45,9
1994	172	49,3
1995	200	54,7
1996	222	57,8
1997	243	64,6
1998	244	65,2
1999	222	57,9
2000	237	45,9
2001	213	53,3
2002	194	61,2
2003	184	59,9
2004	230	46,9
2005	252	49,2
2006	223	51,6

Carpentier C., L'Her J.-F. Op. cit., p. 27.

альтернативную торговую систему, на которой могли бы обращаться акции компаний, уже имеющих листинг на Торонтской фондовой бирже. Однако об этом речь пойдёт позже.

Следует признать, что новая биржа развивается весьма успешно. На ней прошли листинг более 100 эмитентов ценных бумаг и работают около 80 инвестиционных дилеров, в числе которых практически все крупнейшие канадские и американские игроки⁸. В ноябре 2008 г. Канадская торговая и котировальная система была переименована в Канадскую национальную фондовую биржу (*Canadian National Stock Exchange*), что отразило её растущие амбиции. Можно также отметить, что управляющим директором стал В. Вудс, ранее консультировавший индийскую Национальную фондовую биржу, которая за пять лет с момента своего основания сумела обогнать когда-то доминировавшую Бомбейскую фондовую биржу за счёт комбинации новейших технологий и инновационных правил торговли⁹.

⁸ http://www.cnsx.ca/Page.asp?PageID=122&ContentID=1688&SiteNodeID=175&BL_ExpandID=1393

⁹ «The National Post», 06.10.2008.

Тем временем Торонтская фондовая биржа, а точнее её «материнская» корпорация «Ти-эс-экс групп» (*TSX Group*), получившая это название в 2002 г., начала экспансию в смежные сектора. В 2002 г. она купила 40% акций системы внебиржевой электронной торговли долговыми инструментами «Кэн-Дил» (*CanDeal*). Двумя годами позже заплатила 38 млн. долл. за «Эн-джи-экс Кэнада» (*NGX Canada*) – электронную систему торговли природным газом и электроэнергией, а в 2006 г. созданная на её основе Биржа природного газа (*Natural Gas Exchange*) приобрела Биржу электроэнергии Альберты (*Alberta Watt Exchange*). В том же году «Ти-эс-экс» купила «Шоркэн брокерс» (*Shorcan Brokers*), брокерскую фирму, специализирующуюся на обслуживании дилеров, работающих с долговыми инструментами.

В свою очередь, Монреальская биржа попыталась выйти на рынок производных финансовых инструментов США. В 2004 г. она стала техническим оператором и совладельцем Бостонской опционной биржи (*Boston Options Exchange*)¹⁰. А в декабре 2007 г. увеличила свою долю в последней с 31,4 до 53,3% в ходе сделки стоимостью 52,5 млн. долл.¹¹ Кроме того, в 2006 г. Монреальская биржа совместно с Чикагской климатической биржей (*Chicago Climate Exchange*) создала Монреальскую климатическую биржу (*Montreal Climate Exchange*), пытаясь выйти ещё на один новый для себя рынок.

Следует отметить, что, с одной стороны, в 2000–2006 гг. канадским фондовым биржам удалось переломить тенденцию к увеличению количества канадских корпораций, прошедших листинг в США. Их число за этот период не только не выросло, но и сократилось с 216 до 193¹². С другой стороны, на Канаду по-прежнему приходится лишь чуть больше половины оборота по акциям тех компаний, которые котируются и на канадском, и на американском рынке (табл. 1). По совокупной капитализации котирующихся компаний Торонтская фондовая биржа переместилась с 6-го места в 1990 г. на 8-е место в 2007 г. (табл. 2).

Вероятно, всё это привело руководство основных канадских бирж к осознанию того факта, что к 2007 г. эффект от реорганизации восьмилетней давности был исчерпан и выживание канадских бирж в качестве самостоятельных игроков отнюдь не гарантировано. Также важно, что к этому моменту выручка Монреальской биржи перестала демонстрировать заметный рост, а её капитализация (около 1 млрд. долл.) крайне мала по сравнению с американскими конкурентами, такими как «Наймекс» (*NYMEX*) и Интерконтинентальная биржа (*Intercontinental Exchange*), которые уже начинают описывать вокруг Монреаля круги, ища возможности для поглощения. «Наймекс», кстати, уже принадлежит 10% акций Монреальской биржи.

¹⁰ «The Globe and Mail», 03.10.2007.

¹¹ Здесь и далее, если не указано иное, имеются в виду доллары США. «The Globe and Mail», 22.12.2007.

¹² Carpentier C., L'Her J.-F. Op. cit., p. 25.

Таблица 2

**Крупнейшие биржи мира по совокупной капитализации
котирующихся компаний* (млрд. долл.)**

	Биржа	1990 г.		Биржа	2007 г.
1	Токийская	2 929	1	Нью-Йоркская**	15 651
2	Нью-Йоркская	2 692	2	Токийская	4 332
3	Лондонская	850	3	«Юронекст»**	4 223
4	Немецкая	355	4	НАСДАК	4 014
5	НАСДАК	311	5	Лондонская	3 852
6	Торонтская	242	6	Шанхайская	3 694
7	Швейцарская	158	7	Гонконгская	2 654
8	Итальянская	149	8	Торонтская	2 187
9	Йоханнесбургская	137	9	Немецкая	2 105
10	Испанская	111	10	Бомбейская	1 819

* Только национальные компании. Включая все торговые площадки той или иной биржи.

** В 2007 г. Нью-Йоркская фондовая биржа и оператор европейских бирж «Юронекст» объединились. В таблице данные приведены раздельно.

Рассчитано по: *The World Federation of Exchanges*
(<http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series>).

В этих условиях Торонтская фондовая биржа, с одной стороны, сама заинтересована поглотить Монреальскую биржу. С другой стороны, имея капитализацию примерно в 3 раза выше, сделка может оказаться не очень выгодной для её акционеров, так как акции Монреальской биржи торгуются с более высоким соотношением цены акции к прибыли на одну акцию. Как бы там ни было, переговоры о слиянии двух бирж начались летом 2007 года.

Одновременно Торонтская фондовая биржа пытается снизить стоимости своей цели, воспользовавшись тем, что в апреле 2009 г. истекло действие обязательства, по которому в Торонто не могли организовываться торги производными финансовыми инструментами. Во второй половине 2007 г. Торонтская фондовая биржа широко рекламировала свои планы выйти на этот рынок, чтобы конкурировать с Монреалем, и даже заплатила 9,8 млн. долл. за опцион на покупку за 40–95 млн. долл. базирующейся в Калгари системы торгов энергоносителями «НетТруПут» (*NetThruPut*), что дало бы возможность быстро запустить торговлю фьючерсами на энергоресурсы.

В течение всего 2007 г. переговоры между двумя биржами то прекращались, то начинались вновь, однако к концу 2007 г. вероятность поглощения Монреальской биржи американскими конкурентами стала столь велика¹³, что «Ти-эс-экс групп» была вынуждена пойти на решительные шаги. В декабре 2007 г. было объявлено о том, что Торонтская фондовая биржа готова заплатить за Монреальскую биржу 1,3 млрд. долл. собственными акциями и налич-

¹³ «The Globe and Mail», 14.11.2007, 13.09.2007, 31.08.2007, 27.11.2007, 27.09.2007, 30.11.2007.

ными средствами, причём 81% капитала объединённой компании будет принадлежать акционерам «Ти-эс-экс». Корпорация будет базироваться в Торонто, однако Монреаль останется центром торговли производными финансовыми инструментами. Несмотря на то, что сделка первоначально вызвала резкую критику со стороны Инвестиционного фонда Квебека (*Caisse de dépôt et placement du Québec*), которому принадлежало 8% акций Монреальской биржи, и Квебекской партии, в феврале 2008 г. стороны нашли компромисс и за сделку проголосовали 99,6% акционеров Монреальской биржи. Объединённая компания получила название «Ти-эм-экс групп» (*TMX Group*).

Интересно также отметить, что в ходе слияния со своего поста ушёл глава Торонтской фондовой биржи Р. Несбитт, получивший должность руководителя банка «Си-ай-би-си». Однако его заменил не глава Монреальской биржи Л. Бертран, а приглашённый из Чикаго Т. Клоет, который до этого отвечал за торговлю производными финансовыми инструментами в американском подразделении брокерской фирмы «Ньюэдж групп» (*Newedge Group*), а ещё раньше возглавлял Сингапурскую биржу¹⁴.

Отметим также, что в 2007 г. американская Интерконтинентальная биржа всё-таки вышла на канадский рынок, приобретя Виннипегскую товарную биржу, специализировавшуюся, в том числе, на производных финансовых инструментах. Стоимость сделки составила 50 млн. долларов¹⁵.

Можно также упомянуть, что в начале 2007 г. появились планы создания в Канаде торговой площадки, получившей название «и-джи-экс» (*egX*) для различных финансовых инструментов, связанных с недвижимостью¹⁶. Однако пока перспективы работы такой площадки, по меньшей мере, не ясны.

Альтернативные торговые системы

Одной из характерных особенностей развития торговой инфраструктуры фондового рынка с конца 1990-х годов стало появление большого количества альтернативных торговых систем во всём их многообразии с точки зрения структуры собственности, принципов организации торгов и технологических платформ. По-существу, они выполняют те же функции, что и фондовые биржи, являясь площадками, где, как правило, торгуются ценные бумаги, прошедшие листинг на одной из традиционных фондовых бирж. Однако в отличие от традиционных фондовых бирж эти системы не устанавливают для своих участников правил, кроме как касающихся непосредственной организации торгов, и не могут предпринимать в их отношении дисциплинарные меры, за исключением отстранения от торгов. Помимо этого, сам процесс организации торгов в рамках альтернативных торговых систем зачастую осуществляется на совсем иных принципах, чем на традиционных фондовых биржах.

Создание альтернативных торговых систем, в первую очередь, связано с желанием крупных институциональных инвесторов снизить транзакционные

¹⁴ «The Globe and Mail», 11.12.2007, 12.12.2007, 14.02.2008, 10.06.2008.

¹⁵ <http://www.reuters.com/article/rbssFinancialServicesAndRealEstateNews/idUSN1031318420071210>

¹⁶ <http://www.egxcanada.com/home/home.aspx>

издержки по сравнению с теми, которые они вынуждены нести на фондовых биржах, долгие годы пользовавшихся своим положением *de facto* монополистов в сфере организации торгов ценными бумагами. Немалую роль в их возникновении сыграла возможность применения новейших технологий для создания принципиально новых торговых платформ, позволяющих ускорить и упростить процесс осуществления сделок, и вести торги, зачастую, в круглосуточном режиме. Кроме того, для крупных операторов рынка ценных бумаг привлекательна сама идея организации торгов на принципах «тёмного пула ликвидности» (*dark pools of liquidity*), что позволяет им сохранять анонимность при выставлении заявок¹⁷.

По-существу, эти системы появились задолго до того, как сам этот термин вошёл в оборот. Например, ещё в 1969 г. в США была основана система электронной торговли крупными блоками акций «Инститьюшнл нетворкс» (*Institutional Networks*). Кстати, именно на её базе появилась первая альтернативная торговая система в форме «электронной коммуникационной сети» (*electronic communication networks*). Хотя, первой собственно электронной коммуникационной сетью следует, наверное, признать созданную в 1971 г. американской Национальной ассоциацией дилеров ценных бумаг (*National Association of Securities Dealers*) систему внебиржевой электронной торговли ценными бумагами НАСДАК, ставшую к настоящему времени одной из крупнейших фондовых бирж мира.

Бурное развитие альтернативных торговых систем началось в Соединённых Штатах после того, как в 1997–1998 гг. Комиссия по ценным бумагам и биржам США начала официально признавать такие системы и выпустила нормативный акт, регламентирующий их регистрацию и деятельность¹⁸. Их создание как в США, так и в ряде других основных финансовых центров сопровождалось экспоненциальным ростом оборотов и ликвидности, в связи с чем эти системы стали составлять серьёзную конкуренцию фондовым биржам.

Интересно, что в конечном счёте последние нашли выход из сложившейся ситуации не в жёсткой конкуренции с альтернативными торговыми системами, а в интеграции с крупнейшими из них. Так, Нью-Йоркская фондовая биржа поглотила электронную коммуникационную сеть «Архипелага эксчейндж» (*Archipelago Exchange*), а НАСДАК – «ИНЕТ» (*INET*) и «Брут» (*Brut*). При этом независимые альтернативные торговые системы всё чаще сами трансформируются в фондовые биржи. Например, сейчас такую реорганизацию осуществляет крупнейшая независимая американская система «БЭТС трейдинг» (*BATS Trading*), являющаяся третьим по обороту фондовым рынком в стране, на который приходится около 10% совокупного оборота по акциям¹⁹.

Характерно, что в Канаде, которая известна своими инновационными решениями в сфере организации торговли ценными бумагами, первая альтерна-

¹⁷ В России на принципах «тёмного пула ликвидности» построена система торгов ценными бумагами на ММВБ, в отличие, например, от классического рынка РТС.

¹⁸ Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems. Securities and Exchange Commission (<http://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>)

¹⁹ «The Globe and Mail», 28.08.2008.

тивная торговая система появилась по сравнению с США с десятилетним опозданием, хотя соответствующая нормативная база была разработана ещё в 2000 году²⁰.

Решение начать торговлю акциями уже котирующихся на Торонтской фондовой бирже компаний приняла в 2005 г. Канадская торговая и котировальная система, которая и создала для этих целей электронную коммуникационную сеть «Пьюэр трейдинг» (*Pure Trading*). Лицензия на технологическую платформу была приобретена у шведской биржи «О-эм-экс» (OMX). Интересно, что в июле 2007 г. запуск первой в Канаде альтернативной торговой системы попыталась остановить Торонтская фондовая биржа, обратившаяся в суд с иском о незаконном использовании её интеллектуальной собственности и торговых марок²¹. Тем не менее, в сентябре 2007 г. «Пьюэр трейдинг» начала работу, причём её участниками стали 65 дилеров, на которых приходилось 95% ежедневного оборота канадских акций²². В апреле 2008 г. Торонтская фондовая биржа была вынуждена признать бесперспективность противодействия появлению альтернативных торговых систем в Канаде, в частности, предоставив «Пьюэр трейдинг» лицензию на интеллектуальную собственность и торговые марки, ставшие предметом судебных разбирательств²³. А к концу 2008 г. на «Пьюэр трейдинг» уже зачастую приходилось 5–10% ежедневного оборота по акциям некоторых крупных канадских эмитентов²⁴.

В декабре 2006 г. о планах создания канадской альтернативной торговой системы объявил «Инстайнет» (*Instinet*), один из ведущих мировых операторов в этой сфере²⁵. Через год было объявлено, что она будет называться «Чай-экс Кэнада» (*Chi-X Canada*), по аналогии с европейской платформой этого оператора. К этому моменту «Инстайнет» принадлежал одному из крупнейших японских инвестиционных банков «Номура холдингз» (*Nomura Holdings*)²⁶. «Чай-экс» приступила к работе в феврале 2008 г., а к сентябрю 2008 г. через неё торговали 37 участников, включая 27 из 30 крупнейших канадских брокерских компаний²⁷.

В августе 2007 г. стало известно о планах создания альтернативной торговой системы «Омега» (*Omega*). Её учредителями стали не фондовая биржа и не крупные финансовые институты, а канадская венчурная фирма, специализирующаяся на секторе финансовых услуг, «Периметр фاینэншл» (*Perimeter Financial*), «МэрЛэр групп» (*MarLar Group*), разрабатывающая торговые системы, и «Свифт трейд» (*Swift Trade*), предоставляющая услуги по доступу к финансовым рынкам. Эта система начала работу в декабре 2007 г. Интересно, что её создатели нацелились на привлечение, в первую очередь, иностранных финансовых институтов, оперирующих канадскими ценными бумагами на

²⁰ http://www.canadianbusiness.com/markets/stocks/article.jsp?content=20060410_7_6098_76098

²¹ <http://www.puretrading.ca/Page.asp?PageID=122&ContentID=5511&SiteNodeID=128>

²² <http://www.puretrading.ca/Page.asp?PageID=122&ContentID=5691&SiteNodeID=128>

²³ <http://www.puretrading.ca/Page.asp?PageID=122&ContentID=6138&SiteNodeID=128>

²⁴ http://www.cnsx.ca/Page.asp?PageID=122&ContentID=1688&SiteNodeID=175&BL_ExpandID=1393

²⁵ http://www.chi-xcanada.com/pdf/news/ICX_.pdf

²⁶ http://www.chi-xcanada.com/pdf/news/Chi-X_Canada_Launch_Date_.pdf

²⁷ http://www.chi-xcanada.com/pdf/news/Chi-X_Canada_Volume_Record_.pdf

Таблица 3

Основные канадские площадки по торговле акциями корпораций

Площадка	Оборот за 02.10.2009	
	количество акций	долл.
Торонтская фондовая биржа ¹	436 млн.	5,51 млрд.
«Альфа» ²	9,7 млн.	292 млн.
«Чай-экс» ³	9,1 млн.	222 млн.
«Ти-эс-экс венчер иксчейндж» ⁴	193 млн.	76,2 млн.
«Пьюэр трейдинг» ⁵	9,7 млн.	53,2 млн.
«Омега» ⁶	119,2 тыс.	745 тыс.

¹ <http://www.tmxmoney.com/HttpController?GetPage=ClosingSummary&DetailedView=DetailedPrices&Market=T&MarketView=MostActive&Language=en>

² <http://www.alphatradingsystems.ca>

³ <http://www.chi-xcanada.com/includes/indexShowSymbol.jsp?thePage=/symbol/index.html>

⁴ <http://www.tmxmoney.com/HttpController?GetPage=ClosingSummary&MarketView=MostActive&DetailedView=DetailedPrices&Market=V&Language=en>

⁵ http://www.puretrading.ca/Storage/29/2470_PureDailyMarketSummary.2009-10-02.txt

⁶ <http://omegaats.com/market-overview>

Нью-Йоркской фондовой бирже и НАСДАК, что, по их расчётам, впоследствии должно привлечь и канадских участников²⁸. Пока активными участниками «Омеги» являются около 20 финансовых институтов, причём среди них замечен только один канадский банк из числа крупнейших²⁹.

Зато не испытывает недостатка в именитых учредителях ещё одна канадская альтернативная торговая система – «Альфа трейдинг системз» (*Alpha Trading Systems*). В их числе шесть крупнейших банков страны: «Ройал бэнк оф Кэнада» (*Royal Bank of Canada*), «Торонто-Доминион бэнк» (*Toronto-Dominion Bank*), «Бэнк оф Нова Скошиа» (*Bank of Nova Scotia*), «Си-ай-би-си» (*CIBC*), «Бэнк оф Монреаль» (*Bank of Montreal*) и «Нэшнл бэнк оф Кэнада» (*National Bank of Canada*); ведущий канадский независимый инвестиционный банк «Кэнэкорд кэпитал» (*Cannacord Capital*); огромный квебекский кооперативный банк «Дежардэн» (*Desjardins*); и Канадский пенсионный план (*Canada Pension Plan*)³⁰. О создании «Альфы» было объявлено ещё в мае 2007 г.³¹, причём планы были весьма амбициозными – завоевать в первый год 20%-ную долю рынка³². Вполне возможно, что «Альфе» это удастся – 11 ноября 2008 г., в первый рабочий день, около 30 подключённых к ней дилеров провели сделки с

²⁸ «The Globe and Mail», 16.08.2007.

²⁹ <http://omegaats.com/dealers-that-trade-on-omega>

³⁰ http://www.alphatradingsystems.ca/index.php?option=com_content&task=view&id=13&Itemid=27

³¹ http://www.alphatradingsystems.ca/index.php?option=com_content&task=view&id=26&Itemid=36

³² «The Globe and Mail», 15.05.2008.

акциями 10 компаний, причём на «Альфу» пришлось более 24% всего оборота по акциям данных эмитентов³³.

Основное преимущество торговли через альтернативные торговые системы – ценовое. Так, по собственным расчётам транзакционные издержки по сделкам через «Альфу», по сравнению с Торонтской фондовой биржей, на 55% меньше для небольших фирм и на 25% для крупных операторов³⁴.

На настоящий момент нельзя сказать, что канадские альтернативные торговые системы завоевали существенную долю рынка ценных бумаг страны (табл. 3). Впрочем, это неудивительно, так как они работают, в среднем, всего около двух лет.

Возможно, это связано с тем, что крупные канадские институциональные инвесторы достаточно осторожно подходят к использованию альтернативных торговых систем, занимая выжидательную позицию. Проблема в том, что подключение к каждой из них требует затрат временных и технологических ресурсов. В то же время, на достаточно небольшом канадском рынке вряд ли есть место для полдюжины таких систем и, вероятно, в конечном счёте выживут лишь те из них, которые смогут в ближайшее время выиграть битву за ликвидность и обороты, сохраняя ценовое преимущество.

Тем не менее, есть основания полагать, что альтернативные торговые системы будут составлять всё более серьёзную конкуренцию Торонтской фондовой бирже. Именно об этом говорит американский опыт: в 2007 г. в этой стране на такие системы пришлось уже 37% оборота ценных бумаг. Всего за один год этот показатель вырос на четыре процентных пункта. Многие канадские институциональные инвесторы ожидают, что в этой сфере Канада имеет все шансы догнать США в ближайшие два-три года³⁵. Впрочем, вполне возможен вариант, когда Торонтская фондовая биржа поглотит крупнейшие альтернативные торговые системы, как это опять-таки случилось в США, решив таким образом проблему агрессивных конкурентов.

Пока же Торонтская фондовая биржа ищет возможности для ценовой конкуренции с альтернативными торговыми площадками. Уже в течение нескольких лет она снижает свою комиссию, компенсируя эти потери ростом оборотов. А в начале 2008 г. биржа предложила крупным участникам торгов трёхлетние контракты, по которым они в обмен на существенное сокращение комиссии обязуются осуществлять основные объёмы своей торговли (80% сделок) через биржу и размещать на ней заявки на покупку/продажу акций до их направления в альтернативные торговые системы. Предложение действительно для фирм с оборотом не менее 1,2 млрд. акций в месяц³⁶. Кстати, последнему критерию соответствуют всего 10 участников канадского фондового рынка, причём большинство из них входят в число учредителей «Альфы». Впрочем, есть сведения, что некоторые из них уже согласились на предложенный Торонтской фондовой биржей план.

³³ http://www.alphatradingsystems.ca/index.php?option=com_content&task=view&id=96&Itemid=2

³⁴ «The Globe and Mail», 28.08.2008.

³⁵ «The Globe and Mail», 12.10.2007.

³⁶ «The Globe and Mail», 11.01.2008.

* * *

Современное развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг характеризуется усилением конкуренции между торговыми площадками и формированием в этом секторе ярко выраженной двухуровневой системы. Первый уровень – глобальные игроки, объединяющие крупнейшие торговые площадки и в своём большинстве проводящие торги в ряде финансовых центров и по широкому кругу ценных бумаг и финансовых инструментов (например, американско-европейские «Эн-уай-эс-и Юронекст» и «НАСДАК О-эм-экс»), а также пока только формирующиеся торговые площадки регионального значения.

Второй уровень – локальные игроки, занимающие ту или иную национальную или продуктовую нишу. При этом в условиях сильной конкуренции для таких локальных игроков постоянно существует высокий риск постепенной или даже быстрой маргинализации рыночной доли и потери бизнеса вследствие изменения рыночной конъюнктуры. Одновременно, они находятся в поле зрения своих более крупных конкурентов и могут в любой момент стать объектами поглощения.

На сегодняшний день «Ти-эм-экс групп», объединяющая основные канадские биржи и торговые площадки, с одной стороны, представляет собой национального игрока с хорошей продуктовой диверсификацией бизнеса и современными технологическими платформами. С другой стороны, на данный момент маловероятно, чтобы эта корпорация смогла трансформироваться в одного из глобальных игроков, так как она фактически полностью замкнута на национальный, причём весьма небольшой, рынок и не может претендовать на ведущие позиции даже на региональном уровне.

Таким образом, на среднесрочную перспективу для инфраструктуры рынка ценных бумаг Канады представляются вероятными два сценария.

Первый – сохранение статус-кво – иначе говоря, независимости «Ти-эм-экс групп» и, возможно, некоторого расширения её бизнеса за счёт поглощения национальных альтернативных торговых систем и выхода или упрочения позиций в смежных секторах, таких как организация торгов энергоресурсами, включая «климатические активы», и их финансовыми производными. В силу структуры экономики у канадской торговой площадки здесь могут быть определённые перспективы. При этом ликвидность с канадского рынка, скорее всего, будет постепенно перетекать на американские торговые площадки, в то время как в отдельные сегменты канадского рынка ценных бумаг будут проникать новые игроки.

Второй сценарий – поглощение «Ти-эм-экс групп» одним из зарубежных конкурентов. Наиболее логичной такая сделка была бы только для упоминавшихся «Эн-уай-эс-и Юронекст» и «НАСДАК О-эм-экс».

Несмотря на то, что такое развитие событий в краткосрочной перспективе выглядит маловероятным из-за ожидаемого сопротивления широких канадских деловых и политических кругов, в среднесрочной перспективе его шансы крайне высоки. А в долгосрочной перспективе, исходя из сегодняшних тенденций, этот сценарий выглядит просто неизбежным.

Подводя итоги, хотелось бы отметить, что определённые выводы из канадского опыта можно сделать и для развития инфраструктуры рынка ценных

бумаг в России. Перед канадскими фондовыми биржами, точнее биржей, и российскими торговыми площадками стоит сходная проблема, поскольку значительная часть оборота ценных бумаг отечественных эмитентов и соответствующей ликвидности сосредоточена за пределами страны – в финансовых центрах, располагающих существенно более крупными рынками капитала. В канадском случае – это Нью-Йорк. В российском – Лондон. По вполне рациональным соображениям, эти финансовые центры зачастую более привлекательны для эмитентов. Однако очевидно, и события на финансовых рынках конца 2008 г. это полностью подтверждают, что такая ситуация несёт в себе и плохо контролируемые риски для национальной экономики.

В связи с этим, большое значение приобретают усилия по «репатриации» ликвидности на национальный финансовый рынок. Причём использование директивных мер будет мало-, а скорее всего даже контрпродуктивным. Решение задачи невозможно без консолидации как торговой инфраструктуры, так и прочей инфраструктуры рынка ценных бумаг, без перехода к организации торгов на основе наиболее технологически передовых и удобных для инвесторов платформ, без прозрачной и эффективной системы надзора за рынком ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Если не считать последнего звена, то в Канаде этот путь уже фактически пройден, и канадский опыт достоин, по крайней мере, внимательного изучения. Хотя бы потому, что у России, в отличие от Канады, значительно выше шансы не только сохранить независимую национальную торговую инфраструктуру фондового рынка, но и «взрастить» регионального «чемпиона».