



ЕЛЕНА НЕНАЕВА

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

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

Первичное брокерство (*prime brokerage*) – 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 фондам оказывают первичные брокеры (*prime brokers*), в качестве которых чаще всего выступают банки или инвестиционные компании<sup>1</sup>.

### ОПЛАТА УСЛУГ ПЕРВИЧНОГО БРОКЕРА

Первичное брокерство является по разным оценкам отраслью с ежегодным оборотом 6–8 трлн долл. Обычно первичные брокеры зарабатывают, одалживая хедж-фондам деньги и ценные бумаги. Как правило, брокеры требуют от заемщика уплаты от 75 до 100 базисных пунктов выше собственных издержек на заимствование. Включая торговую комиссию, инвестиционные банки, которые вовлечены в первичное брокерство, могут зарабатывать 26 млрд долл. ежегодно от хедж-фондов.

Доходы от первичного брокерства обычно возникают из трех источников:

- спрэды по финансированию (включая заем акциями);
- торговые комиссии (*trading commissions*);
- комиссии за обработку расчетов (*fees for the settlement of transactions*).

Также первичный брокер зарабатывает деньги на «перезакладывании» портфеля активов обслуживаемых им хедж-фондов (*hypothecating the portfolios of the hedge funds*).

Если клиент получает возможность договариваться о заключении сделки от имени первичного брокера, то, как правило, первичный брокер взимает определенную комиссию с общего объе-

ма операций клиента, проводимых через соглашение о первичном брокерстве.

### ОСНОВНЫЕ МЕЖДУНАРОДНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ *PRIME BROKERAGE*

В качестве основных факторов, значительно повлиявших на развитие услуги «первичного брокерства» в мире, можно выделить следующие:

- Произошло понижение кредитных рейтингов многих первичных брокеров, что существенно затруднило для хедж-фондов получение ценного преимущества (в виде ис-

<sup>1</sup> Окончание. Начало см. «Депозитариум» № 12 (82), декабрь 2009.



пользования «хорошего» кредитного рейтинга первичного брокера) при проведении операций от имени первичного брокера. Поэтому многие клиенты начали переходить к первичным брокерам с лучшим кредитным рейтингом.

- Банкротство *Lehman Brothers* в сентябре 2008 г. и других финансовых институтов. Хедж-фонды, которые получали маржевое финансирование (*margin financing*) от *Lehman Brothers*, не смогли «вытащить» свои активы, переданные *Lehman Brothers* в качестве обеспечения, после объявления банкротства данным финансовым институтом.
- Ухудшение для первичных брокеров ситуации с ликвидностью и сложность с финансированием позиций своих клиентов в прошлых масштабах.
- Отрасль первичного брокерства уменьшилась вслед за уменьшением количества хедж-фондов и активов под их управлением.

Также возросли требования со стороны первичных брокеров к обеспечению, получаемому ими при предоставлении займов хедж-фондам: «в конце октября 2008 г. от хедж-фондов уже требовалось закладывать в обеспечение 25–40% капитала при торговле высокодоходными облигациями», несмотря на то, что «в апреле 2007 г. Этот показатель не превышал 10–15%»<sup>2</sup>.

Многие хедж-фонды переводили свои активы и уменьшали свое сотрудничество с инвестиционными банками *Morgan Stanley* и *Goldman Sachs*. Так, по данным «*Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009*» 43,6 и 70,2% респондентов сказали, что они сократили свой объем операций через *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley* соответственно. Также исследование показало, что главными бенефициарами данного движения стали первичные брокеры, являющиеся банками либо имеющие мощную поддержку со стороны материнского банка: среди них *Barclays Capital*, *BNP Paribas*, *BNY Mellon-owned Pershing*, и особенно *Credit Suisse*, *Deutsche Bank* и *J.P. Morgan*.

Еще одной важной тенденцией, отмеченной в «*Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009*», является активное использование небольших брокерских фирм в качестве первичных брокеров, или, как их называют, мини-первичных брокеров (*mini-primers*). Они предоставляют различный набор услуг, и, как прави-

ло, возможность отдавать на аутсорсинг некоторые виды услуг ключевым провайдерам. *Shoreline Trading*, например, предоставляет своим клиентам возможность осуществления клиринга и предоставления кастодиальных услуг в *Credit Suisse*, *Fortis*, *J.P. Morgan* или *Goldman Sachs*.

Также исследование «*Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009*» показало, что если раньше ключевым фактором при выборе первичного брокера была возможность обеспечения финансирования и кредитования ценными бумагами, то теперь на первый план вышла оценка кредитного риска контрагента и сохранность активов. Как справедливо заметил Дугал Бреч (*Dougal Brech*), глава европейского клиентского подразделения в *Credit Suisse*: «Несколько лет назад банки волновались о том, что хедж-фонды могут обанкротиться, сейчас менеджеры хедж-фондов беспокоятся о том, что банки могут обанкротиться»<sup>3</sup>.

Далее приведены несколько тенденций развития услуг первичного брокерства, на которых хотелось бы остановиться подробнее.

### Изменение традиционной модели первичного брокерства

Как известно, очень весомую долю в финансировании хедж-фондов составляло финансирование со стороны первичных брокеров. Однако при получении займов от первичных брокеров хедж-фонды, как известно, предоставляли последним в обеспечение ценные бумаги. Первичные брокеры имели право использовать полученные ценные бумаги в качестве обеспечения по другим операциям («перезакладывание»). Аналогичную схему использовал и *Lehman Brothers*. После банкротства *Lehman Brothers* инвесторы осознали, что ни один, даже самый большой первичный брокер, не защищен от банкротства, и начали активно размещать свои средства у разных первичных брокеров, снижая риск контрагента.

Можно выделить несколько причин, обусловивших активное использование нескольких первичных брокеров:

- Во-первых, финансовый кризис и банкротство *Lehman Brothers* поставили перед хедж-фондами задачу по диверсификации риска контрагента: понятно, что если у вас несколько первичных брокеров, то вы можете быстро распределять и переводить между ними свои активы.
- Во-вторых, для тех хедж-фондов, которым необходимо кредитование ценными бумагами со сторо-

ны своих первичных брокеров, наличие нескольких первичных брокеров означает доступ к различным источникам заимствования, покрывающим необходимый спектр ценных бумаг с возможностью выбора «лучшей» цены.

- В-третьих, дополнительные первичные брокеры позволяют использовать дополнительные источники финансирования, тем самым снижая риск финансирования.
- В-четвертых, «новые» первичные брокеры могут предоставлять услуги, которых не было у «старого» брокера или которые предоставлялись на менее выгодных условиях.

На сегодняшний момент крупные хедж-фонды имеют от 5 до 10 первичных брокеров. Поэтому первоначальный термин «первичный брокер» (*prime broker*), в смысле основной, главный, единственный (*meaning primary broker*), больше не отражает своей первоначальной сущности, так как хедж-фонды работают с несколькими первичными брокерами.

Когда фонд использует более одного первичного брокера, он также должен иметь необходимое программное обеспечение, позволяющее ему инкорпорировать данные от разных первичных брокеров в одну платформу.

Многие крупнейшие первичные брокеры предлагают платформы, которые могут инкорпорировать данные от других первичных брокеров. В то же время многие фонды предпочитают использовать независимых поставщиков программного обеспечения, среди которых *Paladyne Systems*, *Linedata*, *Investment Technology Group (ITG)* и *Portware*.

Процесс перехода от использования одного первичного брокера к нескольким требует изменений в работе клиента первичного брокера. Когда хедж-фонд использует только одного первичного брокера, то этот первичный брокер имеет информацию обо всех активах и торговых операциях своего клиента, что позволяет ему предоставлять своему клиенту отчеты по всему портфелю активов и позиций. При работе с несколькими первичными брокерами необходимо консолидировать данные, поступающие от разных первичных брокеров, для того чтобы осуществлять управление по всему портфелю.

Также при нескольких первичных брокерах клиенту необходима методология распределения торговых операций между первичными брокерами (*methodologies for allocating trades to multiple prime brokers*).

<sup>2</sup> Суэтин А. Нужно ли финансовому миру дерегулирование? // журнал «Бизнес и банки», № 7, март 2009.

<sup>3</sup> [www.itg.com/news\\_events/news/Alpha\\_MultiPrimeReprimJun08.pdf](http://www.itg.com/news_events/news/Alpha_MultiPrimeReprimJun08.pdf) (Technical platform for multi-prime brokers, June 2008).



Здесь хотелось бы отметить, что помимо тенденции использования клиентами нескольких первичных брокеров одновременно на рынке также появилась тенденция передачи активов хедж-фондов от первичных брокеров традиционным кастодианам, которая по оценкам экспертов свидетельствует о формировании новой гибридной модели первичного брокерства. Эта новая модель предполагает разделение услуг между первичным брокером и кастодианом, в которой кастодиан держит активы хедж-фондов, а первичный брокер предоставляет клиенту финансирование и кредитование в случае коротких продаж.

### Использование Центрального контрагента на рынке *prime brokerage*

Компания *Omgeo*<sup>4</sup> и компания *European Central Counterparty (EuroCCP)*<sup>5</sup> объявили летом 2009 г. о планах по предоставлению услуг панъевропейского Центрального контрагента (ЦК) для операций хедж-фондов. Данная услуга должна уменьшить риски контрагента и снизить неэффективность в торговой и расчетной цепочке хедж-фонд/первичный брокер/исполняющий брокер.

Некоторые первичные брокеры Лондона в 2008 г. подумали о путях улучшения торговой цепочки хедж-фондов после банкротства *Lehman Brothers* и его влияния на отрасль первичного брокерства. Будущие пользователи нового сервиса через *Brokerage Industry User Group (IUG)* помогают *Omgeo* и *EuroCCP* в развитии нового сервиса.

Технологически реализация этого проекта будет основана на платформе *Omgeo Central Trade Manager (Omgeo CTM)*, которая обслуживает торговлю с момента заключения сделки до осуществления расчетов. *Omgeo CTM* активно используется хедж-фондами, первичными и исполняющими брокерами для обмена посттрейдинговой информацией и соответствующими подтверждениями. *Omgeo* и *EuroCCP* планируют начать тестовые испытания уже в 2009 г., а в 2010 г. предложить услугу рынку.

Хедж-фонды будут иметь доступ к услугам данного ЦК через *Omgeo CTM* и через своих исполняющих и первичных брокеров (*executing and prime brokers*), которые являются членами *EuroCCP (EuroCCP Participants)*.

Также внедрение сервиса ЦК не потребует никаких дополнительных издержек со стороны на дополнительные технологические решения для клиентов *Omgeo CTM*, которые являются членами *EuroCCP (EuroCCP Participants)*. Члены *EuroCCP* смогут получить доступ к новому сервису, используя существующие средства работы с *EuroCCP* и существующие отчеты.

Технологическое решение *The Omgeo/EuroCCP* первоначально покрывает акции на 15 европейских рынках в семи валютах. Неттингуя гросс позиции своих членов, *EuroCCP* будет в состоянии уменьшить число расчетных транзакций.

Внедряемая модель позволит первичному брокеру проводить сделки и отправлять их в *EuroCCP*, где сделки будут гарантироваться, неттинговаться и нетто-позиции для проведения расчетов будут направляться в соответствующий европейский центральный депозитарий (*European central securities depository*).

### Синтетическое брокерство

Как известно, многие хедж-фонды осуществляют короткие продажи, используя первичных брокеров, в частности их возможности по кредитованию ценными бумагами. Однако в последнее время наблюдается тенденция использования хедж-фондами так называемого синтетического первичного брокерства (*synthetic prime brokerage*)<sup>6</sup>, когда фонды создают короткие позиции при помощи производных финансовых инструментов и *ETF*, а не путем физического осуществления продажи без покрытия и заимствования ценных бумаг у брокера.

### Пересмотр *margin lending agreement*

Клиенты часто заключают со своим первичным брокером маргинальное соглашение (*margin lending agreement*), по условиям которого первичный брокер одалживает клиенту деньги под достаточное и приемлемое обеспечение, предоставленное заранее.

*Lehman Brothers Inc. (LBI)* был одним из четырех крупнейших мировых первичных брокеров. Из-за различий в регулятивном режиме между США и Европой услуги маргинального кредитования (*margin lending services*) предоставлялись *Lehman Brothers International (Europe) (LBIE)*, базирующимся в Лондоне, и ценные бума-

ги, предоставленные клиентами *LBI*, переводились *LBIE* в качестве обеспечения по такому маргинальному кредитованию.

Договорная база по первичному брокерству *Lehman Brothers* (как и большинства других первичных брокеров) со своими клиентами включала следующие положения, которые после банкротства *Lehman Brothers* подверглись пересмотру клиентами большинства первичных брокеров<sup>7</sup>:

1. *Lehman* имел право отдавать в заем себе или третьей стороне ценные бумаги, находившиеся у него в качестве обеспечения, и у него не было обязательства сохранять у себя какую-либо величину обеспечения;
2. *Lehman* мог время от времени в одностороннем порядке и по своему усмотрению требовать доведения дополнительного обеспечения;
3. Обеспечение должно было превышать сумму займа и маржин-требований, которые определялись *Lehman* в одностороннем порядке;
4. Клиенты соглашались отказываться от прав, связанных с голосованием по ценным бумагам, и *Lehman* мог голосовать по данным ценным бумагам;
5. Денежные средства клиентов, находящиеся у *Lehman*, не были разделены (*segregated*);
6. Содержались несколько случаев невыполнения обязательств (*events of default*), но не рассматривалась ситуация невыполнения обязательств или банкротства (*insolvency*) самого *Lehman*.

После банкротства *Lehman Brothers* многие клиенты первичных брокеров начали пересматривать свои договоры. В частности, многие посчитали, что необходимо установить лимит «перезакладывания» активов (*limit the amount of rehypothecation*), который может осуществлять первичный брокер, а также необходимо formalизовать процедуру требования маржин-коллов и разделять денежные средства клиентов.

### ВОПРОСЫ НАДЗОРА

Существует мнение, что органы надзора должны требовать, чтобы первичные брокеры запрашивали у хедж-фондов информацию, необходимую для оценки их чувствительности к различным рискам<sup>8</sup>.

<sup>4</sup> Компания *Omgeo LLC* — это основанная в 2001 г. компания, принадлежащая *The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)* и *Thomson Reuters*, которая занимается созданием электронного взаимодействия между своими клиентами для того, чтобы автоматизировать процессы, связанные с заключением сделок и последующими расчетами.

<sup>5</sup> Компания *European Central Counterparty (EuroCCP)* — дочерняя компания *DTCC*, созданная в 2001 г. в Великобритании для осуществления клиринга и расчетов по трансграничным сделкам с ценными бумагами в Европе, заключенным на фондовой бирже *NASDAQ Europe*. В Великобритании имеет статус «Признанной клиринговой палаты» (*Recognised Clearing House*) в соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках 2000 г. *EuroCCP* осуществляет клиринг на 15 европейских рынках по более чем 5000 акциям и 120 депозитарным распискам. Таким образом, *EuroCCP* осуществляет клиринг и расчеты по сделкам, проводимым на торговых платформах *Turquoise*, *NYSE Arca Europe* и *SmartPool*.

<sup>6</sup> *Margie Lindsay. Shorting is here to stay but execution techniques may be changing // Hedge Funds Review, 01 Sep 2009.*

<sup>7</sup> *Patrick Elliot. Prime broking concerns post-Lehmans//Insolvency and Restructuring International, Vol 3 No 1, May 2009.- p.10–11.*



**Таблица 1. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНКИ КАЧЕСТВА УСЛУГ ПЕРВИЧНЫХ БРОКЕРОВ**

Показатель	Клиентский сервис (Client Service)	Операции (Operations)	Финансирование (Financing)	Маржирование (Margining)	Кредитование ценными бумагами (Sec Lending)	Отчетность (Reporting)	Технология (Technology)	Консультирование (Consulting)	Поиск источников финансирования (Capital Introduction)	Оценка (Value)	Итого (Total)
Размер активов под управлением, долл. США											
Менее 100 млн	6,09	6,04	5,71	5,65	5,78	5,88	5,64	5,21	5,32	5,96	5,73
100 млн – 1 млрд	5,76	5,73	5,48	5,42	5,68	5,64	5,5	5,32	5,39	5,74	5,57
1 млрд – 5 млрд	5,69	5,74	5,52	5,44	5,81	5,65	5,44	5,59	5,62	5,64	5,61
5 млрд – 10 млрд	5,62	5,59	5,53	5,46	5,82	5,59	5,24	5,94	5,49	5,67	5,59
более 10 млрд	5,77	5,9	5,8	5,78	6,15	5,81	5,71	6,35	6,14	5,89	5,93
Стратегия фонда											
Единственная стратегия (Single Strategy)	5,98	6,02	5,78	5,79	5,77	5,62	5,43	5,42	5,54	5,68	5,58
Мульти-стратегия (Multi-Strategy)	5,69	5,7	5,51	5,43	5,93	5,81	5,6	5,75	5,63	5,87	5,77
Кол-во первичных брокеров											
Один первичный брокер (Single-PB)	6,1	6,08	5,93	5,58	6,06	6,05	5,8	5,58	5,73	6,12	5,96
Несколько первичных брокеров (Multi-PB)	5,66	5,7	5,47	5,41	5,75	5,59	5,41	5,4	5,49	5,64	5,55

Источник: *The Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009*.

Это позволит надзорному органу лучше оценить риски для финансовой системы, связанные с деятельностью данных институтов.

Как известно, в коммюнике финансовых саммитов Группы 20 в качестве одной из мер борьбы с финансовым кризисом указывалось создание глобального финансового регулирования. Одним из институтов, который по мнению международных экспертов, необходимо регулировать, являются хедж-фонды. Однако представители США, к примеру, считают, что косвенный надзор за хедж-фондами со стороны уполномоченных банков (первичных брокеров) достаточно эффективно проявил себя в ходе кризиса<sup>9</sup>.

При этом все осознают, что хедж-фонды и подобные им институты несут прямую угрозу для финансовой системы из-за их воздействия на первичных брокеров, являющихся, как правило, крупнейшими коммерческими и инвестиционными банками. Рынок первичного брокерства является крайне концентрированным рынком: «две фирмы – *Morgan Stanley* и *Goldman Sachs* – контролируют более 40%, а *Bear Stearns* – 10% капитала, находящегося в управлении всех европейских и глобальных хедж-фондов»<sup>10</sup>. Поэтому многие первичные брокеры попадают в сильную зависимость от своих доходов от первичного брокерства и тем самым в зависимость от состояния и политики своих клиентов.

## ОБЗОР РЫНКА PRIME BROKERAGE

В 2009 г. журнал *Global Custodian* в 16-й раз провел исследование отрасли первичного брокерства. Основные результаты исследования «*The Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009*» представлены в таблице 1. В опросе участвовали 37 респондентов, которых, как и в предыдущие годы, попросили оценить качество услуг, предоставляемых им со стороны первичных брокеров, оценивая их от 1 (худшая оценка) до 7 (лучшая оценка).

В таблице 2 представлен список лучших первичных брокеров в мире с точки зрения качества и уровня обслуживания своих клиентов.

Если говорить о торговых стратегиях, используемых клиентами первичных бро-

керов, то подавляющее большинство использует несколько стратегий (рис. 1).

Как показали данные исследования «*The Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009*» чаще всего под управлением клиентов первичных брокеров находится сумма от 100 млн долл. до 1 млрд долл. (рис. 2).

По мере роста использования хедж-фондами все большего количества первичных брокеров растет и потребность в управлении риском контрагента (*counterparty risk management*), так как хедж-фонды должны бороться с растущими рисковыми позициями между различными первичными брокерами.

Таким образом, на сегодняшний момент система управления риском на контрагента является главным фактором при выборе первичного брокера (рис. 3).

**Таблица 2. ЛУЧШИЕ ПЕРВИЧНЫЕ БРОКЕРЫ В МИРЕ**

№	Первичный брокер	Средняя оценка
1	<i>Credit Suisse</i>	5,82
2	<i>Deutsche Bank</i>	5,80
3	<i>Citi Prime Finance</i>	5,72
4	<i>J.P. Morgan</i>	5,70
5	<i>Barclays Capital Prime Services</i>	5,61
6	<i>Bank of America Merrill Lynch</i>	5,59
7	<i>Goldman Sachs</i>	5,52
8	<i>Morgan Stanley Prime Brokerage</i>	5,51
9	<i>UBS</i>	5,46
10	<i>Newedge</i>	5,45
11	<i>RBC Capital Markets</i>	4,90

Источник: *The Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009*.

<sup>8</sup> Нуайе К. Финансовые инновации, денежно-кредитная политика и финансовая стабильность // Банки: мировой опыт. ИНИОН РАН, № 3, июнь 2007.

<sup>9</sup> К. Гуа. Лидеры Группы 20 открывают путь к реформам // *Financial Times*, November 17, 2008.

<sup>10</sup> Garbaravicius T., Dierick F. Hedge funds and their implications for financial stability // *Occasional paper series / European central bank*. – Frankfurt-a.-Main, 2005. № 34. – 72 p. (перевод Г. В. Семенко, к. э. н., ИНИОН РАН).

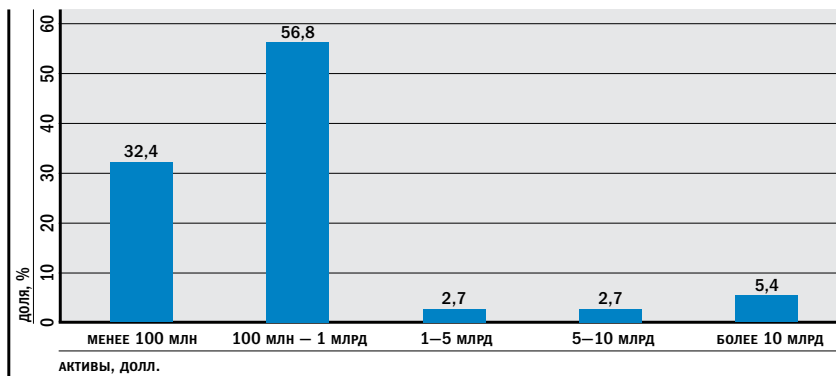


**Рисунок 1. СТРАТЕГИЯ, ИСПОЛЬЗУЕМАЯ КЛИЕНТАМИ ПЕРВИЧНЫХ БРОКЕРОВ**



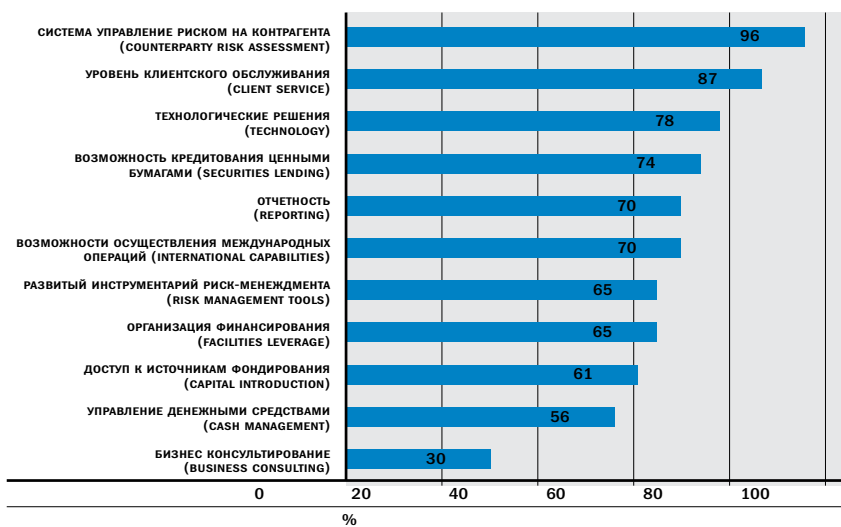
Источник: The Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009.

**Рисунок 2. РАЗМЕР АКТИВОВ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ КЛИЕНТОВ ПЕРВИЧНЫХ БРОКЕРОВ**



Источник: The Global Custodian Prime Brokerage Survey 2009.

**Рисунок 3. ДАННЫЕ ОПРОСА РЕСПОНДЕНТОВ: КЛЮЧЕВЫЕ КРИТЕРИИ ПРИ ВЫБОРЕ ПЕРВИЧНОГО БРОКЕРА**



Источник: Aite Group Hedge Fund Survey, June 2008.

Среди других критериев выбора первичного брокера на сегодняшний момент выступают: уровень клиентского обслуживания, технологические решения, возможность кредитования ценными бумагами, возможности осуществления международных операций, отчетность, организация финансирования, развитый инструментальный риск-менеджмента, доступ к источникам фондирования, управление денежными средствами, бизнес консультирование.

Большинство хедж-фондов на сегодняшний момент по данным исследования Aite Group Hedge Fund Survey (июнь 2008 г.) используют более чем одного первичного брокера (рис. 4).

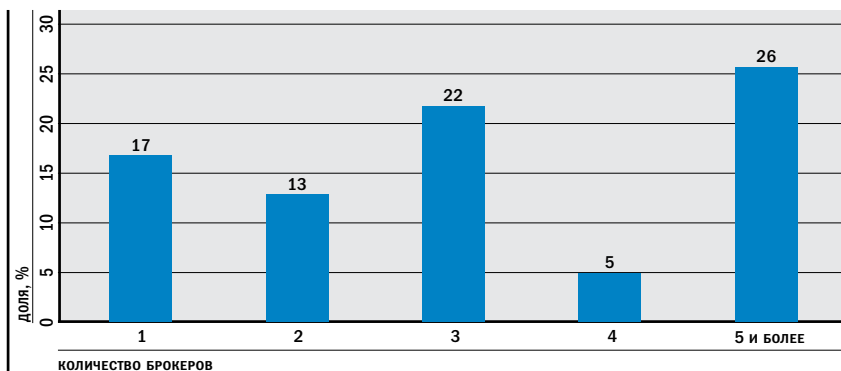
При рассмотрении взаимоотношений первичных брокеров и их клиентов – хедж-фондов в условиях сегодняшнего финансового кризиса важным является вопрос о том, ужесточили ли первичные брокеры кредитные требования к своим

клиентам. По данным исследования Aite Group Hedge Fund Survey (Июнь 2008 г.) 65% хедж-фондов не ощутили каких-либо изменений со стороны своих первичных брокеров (рис. 5).

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ: О РОССИИ

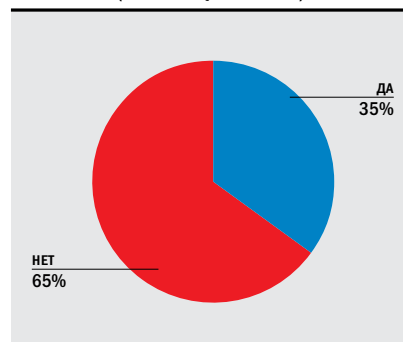
Российские инвестиционные компании и коммерческие банки услуги *prime brokerage* пока не предоставляют. Объясняется это прежде всего отсутствием в России индустрии хедж-фондов и им подобных институтов, а значит, и наличием спроса на услуги первичного брокера внутри России. Понятно, что российский финансовый рынок по сравнению со своими западными коллегами еще очень молод, на нем отсутствуют некоторые рыночные институты и финансовые услуги, являющиеся классическими за рубежом. Но несмотря на это, участники российского финансового рынка должны быть не только детально осведомлены обо всех стандартных услугах и новациях на международных финансовых рынках, но и стараться, учитывая опыт и ошибки зарубежных коллег, внедрять передовую практику в свою текущую деятельность на российском финансовом рынке. ■

**Рисунок 4. КОЛИЧЕСТВО ПЕРВИЧНЫХ БРОКЕРОВ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ХЕДЖ-ФОНДАМИ**



Источник: Aite Group Hedge Fund Survey, June 2008.

**Рисунок 5. ИЗМЕНЕНИЯ (В СТОРОНУ УЖЕСТОЧЕНИЯ) ПЕРВИЧНЫМИ БРОКЕРАМИ КРЕДИТНЫХ ТРЕБОВАНИЙ (CREDIT REQUIREMENTS)**



Источник: Aite Group Hedge Fund Survey, June 2008.