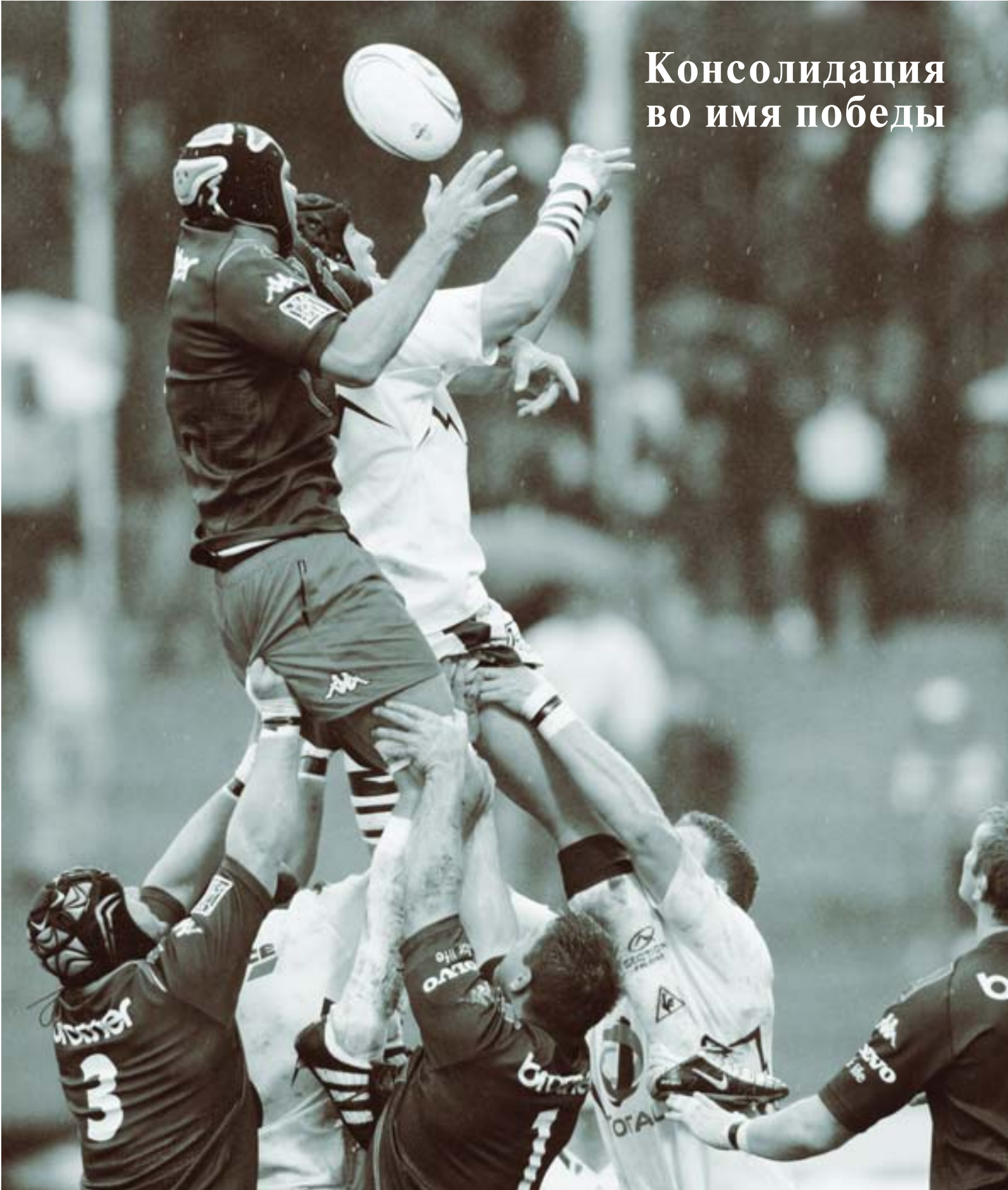


Консолидация  
во имя победы



**НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР**  
*The National Depository Center*



## Проблемы и перспективы биржевого рынка инвестиционных паев ПИФов

**Александр Абрамов**  
заместитель директора НДЦ

На фоне показателей объемов торгов ликвидности рынка акций и облигаций биржевой сегмент рынка инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов (ПИФов) выглядит весьма скромно, однако вряд ли стоит делать поспешные выводы. Речь идет об одном из наиболее перспективных направлений развития российского фондового рынка.

### ПРЕДПОСЫЛКИ

Паевые инвестиционные фонды — наиболее динамично растущий сектор финансового рынка (рис. 1).

В 1997—2003 гг. стоимость чистых активов (СЧА) ПИФов увеличилась в 240 раз, в то время как пенсионные резервы негосударственных пенсионных фондов возросли в 22 раза, активы коммерческих банков — в 8 раз. На конец 2003 г. СЧА ПИФов составляла 60 млрд руб., на начало февраля 2004 г. — более 80 млрд руб. С одной стороны, это немногим более 1% от суммарных активов банковской системы. С другой стороны, СЧА ПИФов практически сравнялись с пенсионными резервами НПФ, составляющими, по нашим оценкам около 75 млрд руб., а также с объемом рынка субфедеральных облигаций, достигавшим на конец 2003 г. около 65 млрд руб.

Ускоренный рост ПИФов — явление вполне закономерное. Наблюдаемый в течение нескольких лет опережающий рост денежной

массы вследствие высоких цен на экспортируемые ресурсы и низких процентных ставок заимствования средств на внешних рынках заметно ограничил перечень альтернативных объектов сбережений на внутреннем финансовом рынке, приносящих инвесторам позитивную реальную доходность. В результате, даже в условиях ускоренного роста денежных доходов населения, его склонность к сбережениям в финансовых активах падает.

В этих условиях привлекательность вложений в ПИФы для инвесторов обусловлена их положительной реальной доходностью при ограниченных рисках за счет диверсификации инвестиционных портфелей.

### СЛОЖЕНИЕ ДВУХ ПОТЕНЦИАЛОВ

Рынок ценных бумаг инвестиционных фондов развивается относительно независимо от фондовых бирж. По данным Всемирной федерации бирж, по состоянию на декабрь 2003 г. в США, где наиболее развита индустрия инвестиционных фондов, капитализация рынка акций на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) составляла 11 трлн долл., совокупная СЧА инвестиционных фондов — около 7,5 трлн долл.; объем сделок с акциями на NYSE за 11 месяцев 2003 г. составил 9,7 трлн долл., а оборот сделок по выдаче/погашению акций взаимных фондов акций и смешанных инвестиций — около 1,7 трлн долл.

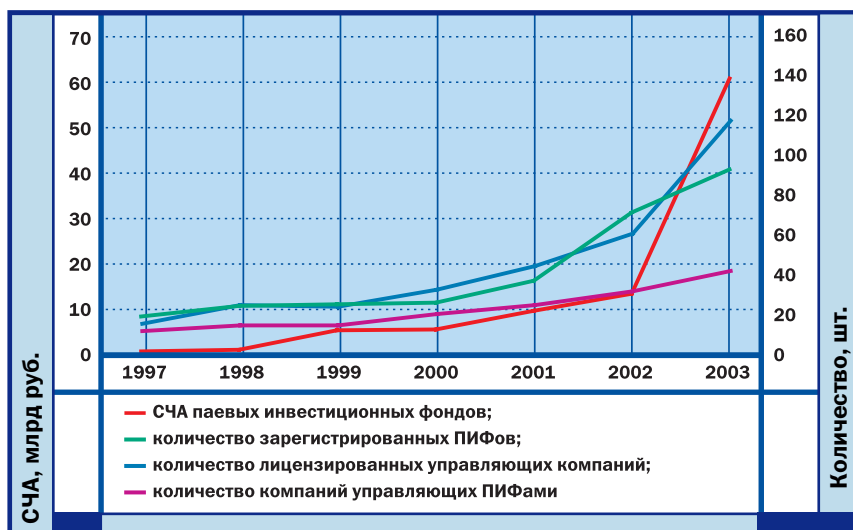


Рис. 1. Показатели паевых инвестиционных фондов и количества управляющих компаний в 1997—2003 гг.

Источник: по данным Национальной Лиги Управляющих.

В то же время биржевой сегмент американского рынка представлен лишь акциями инвестиционных фондов закрытого типа (*Closed-End Investment Funds*) и ценными бумагами биржевых индексных фондов (*ETFs*), доля сделок с которыми в объеме торгов акциями составляет: на NYSE — 1,9%, в NASDAQ — 0,1%. Рынок ценных бумаг взаимных фондов, концентрирующих 99% активов инвестиционных фондов в США, остается внебиржевым.

По данным Национальной Лиги Управляющих, в России баланс продаж (сальдо объема сделок выдачи и погашения) инвестиционных паев за 9 месяцев 2003 г. составил немногим более 4 млрд руб. В то же время объем рыночных сделок с акциями на ММББ за этот же период составил 1284,4 млрд руб.

Анализ деятельности инвестиционных фондов в России и за рубежом позволяет сделать вывод о целесообразности соединения потенциала бирж и инвестиционных фондов.

Основные «плюсы» биржевого сегмента рынка ценных бумаг инвестиционных паев сводятся к следующему перечню.

ПИФы развиваются весьма успешно, рост стоимости их чистых активов сочетается с устойчивой тенденцией сокращения уровня издержек инвесторов на оплату расходов по управлению ПИФами (рис. 2).

Удельный вес расходов на управление ПИФами в их СЧА снизился с 6,6% в 2000 г. до 4,3% в 2002 г. В 2003 г. указанные расходы составили около 2,5%.

Недостаточная эффективность рыночных механизмов проявляется в отсутствии взаимосвязи между размерами СЧА ПИФов и уровнем расходов на их управление. Рассчитанные по 47 управляющим компаниям ПИФами коэффициенты корреляции между указанными показателями составили: в 2001 г. — 0,0916, в 2002 г. — 0,0775 и в первом полугодии 2003 г. — 0,0913, что свидетельствует об отсутствии линейной зависимости между ними (рис. 3).

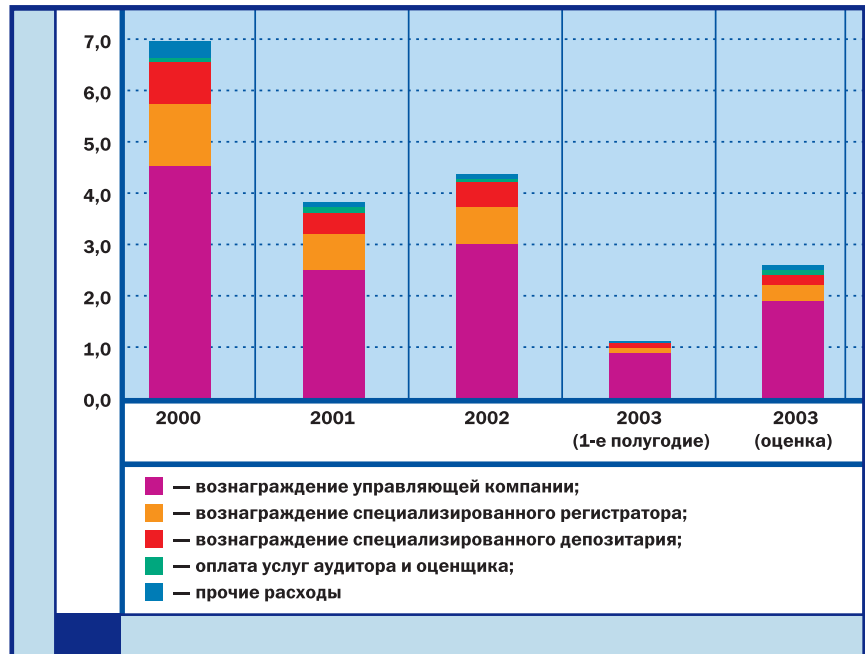


Рис. 2. Расходы, связанные с управлением ПИФами (в % от СЧА ПИФов)

Источник: расчеты по данным отчетности паевых инвестиционных фондов, опубликованной в «Приложении к Вестнику ФКЦБ России» за 2001—2003 гг.

Расходы на управление ПИФами у двух компаний, управляющих наиболее капитализированными ПИФами, не являются минимальными. Если из рассматриваемых данных исключить показатели по ЗАО «УК Менеджмент Центр» и ЗАО «УК НИКойл», то обнаружится, что при СЧА ПИФов под управлением одной компании в размере до 1 млрд руб., разброс уровня расходов на управление по различным управляющим компаниям составит от 0 до 4,5% СЧА ПИФов.

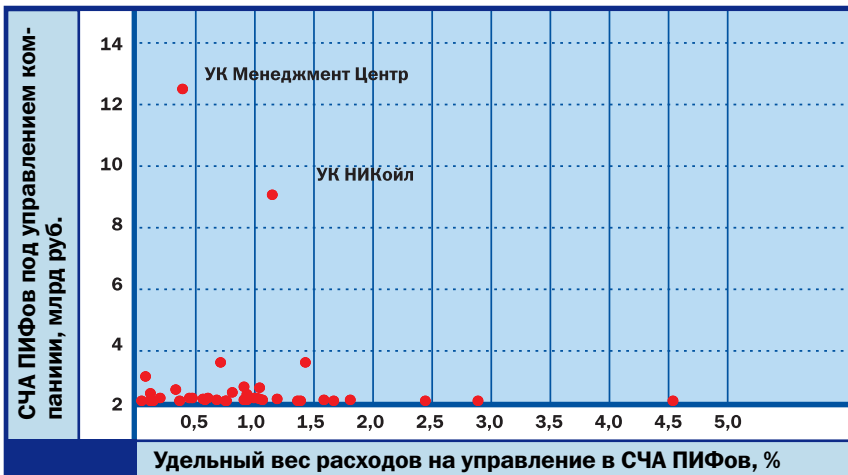
Биржа позволяет заключать сделки с ценными бумагами «через одно окно», обеспечивать концентрацию в одном месте всей существенной информации о ценных бумагах разных эмитентов, а также заключать сделки с разными инструментами через единое рабочее место по единым правилам. В этом случае повышается уровень информированности инвесторов о паевых инвестиционных фондах, а также упрощается перемещение капитала инвесторов между ПИФами и иными альтернативными финансовыми инструментами в зависимости от их экономической эффективности.

В интервальных ПИФами, несмотря на состав и структуру их инвести-

ционного портфеля, близкую к открытым ПИФами, большую часть времени в течение года инвестиционные паи остаются неликвидными. В закрытых ПИФами инвестиционные паи неликвидны в течение всего срока паевого инвестиционного фонда. Рынок инвестиционных паев открытых ПИФов также трудно считать ликвидным. Количество пунктов приобретения и погашения инвестиционных паев ПИФов, как правило, ограничено несколькими пунктами, организованными управляющей компанией или ее агентами. Применяемые технологии выдачи и погашения паев требуют личного присутствия инвестора или его представителя в пунктах продаж.

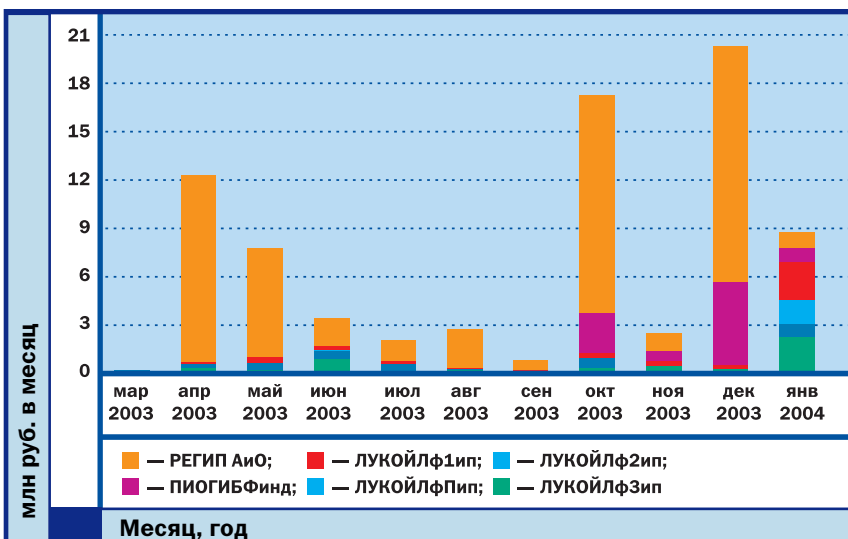
Организация вторичного биржевого обращения инвестиционных паев интервальных и закрытых ПИФов позволяет поддерживать их ликвидность на протяжении всего срока функционирования инвестиционных фондов, снизить транзакционные издержки инвесторов и расширить их круг.

Надбавка к расчетной стоимости инвестиционных паев не может превышать 1,5%, а скидки — 3,0% указанной стоимости, т.е. спрэд при вы-



**Рис. 3. Зависимость расходов на управление от СЧА ПИФов под управлением в первом полугодии 2003 г.**

Источник: расчеты по данным отчетности паевых инвестиционных фондов, опубликованной в «Приложении к Вестнику ФКЦБ России» за 2001—2003 гг.



**Рис. 4. Объем торгов инвестиционными паями ПИФов на ММВБ**

даче и погашении инвестиционных паев не может быть больше 4,5%.

Среднедневной размер спреда по наиболее ликвидным на биржевом рынке акциям колеблется в диапазоне от 0,04% до 1,16%, а по корпоративным облигациям — от 0,23% до 1,65%, что значительно меньше спредов при совершении сделок выдачи/погашения инвестиционных паев ПИФов.

Размер транзакционных издержек инвесторов на ММВБ, включая комиссии брокера, торговой системы, клиринговой организации при купле/продаже акций при инвестициях свыше 100 тыс. руб. составят от 0,04 до 0,5% в зависимости от суммы инвестиций, а по

корпоративным облигациям — соответственно от 0,07 до 0,49%, что в несколько раз меньше размеров агентского вознаграждения при выдаче и погашении инвестиционных паев ПИФов.

Расчеты по сделкам, заключаемым на биржах, осуществляются на условиях «поставка против платежа» (ППП). Биржа гарантирует покупателю и продавцу ценных бумаг поставку ценных бумаг и поступление денежных средств в заранее установленные и стандартные сроки. Рынок инвестиционных паев ПИФов не предусматривает применение механизмов обеспечения расчетов на фондовом рынке и расчеты на условиях PPP.

Для российского фондового рынка характерен весьма узкий круг конечных инвесторов, совершающих сделки через биржи. По данным НДЦ, примерное число инвесторов, хранящих акции РАО «ЕЭС России» (наиболее ликвидных «голубых фишек») при посредничестве расчетного депозитария не превышает 10 тысяч. Примерный круг владельцев наиболее ликвидных облигаций ОАО «Газпром» второго выпуска не превышал нескольких сотен лиц. На рынке ГКО-ОФЗ число инвесторов сократилось с 48 тысяч до кризиса 1998 г. до менее 7 тысяч в январе 2004 г.

Существенным риском инвесторов является высокий уровень зависимости ликвидности биржевого рынка от объема денежной массы и ликвидности банковской системы, являющихся по своей природе волатильными показателями.

В этих условиях перспективы развития фондовых бирж на отечественном рынке зависят от того, насколько в ближайшем будущем им удастся решить проблему привлечения на фондовый рынок широких масс внутренних инвесторов.

По данным ФКЦБ России, количество «рыночных пайщиков» паевых инвестиционных фондов (без учета ПИФов, созданных на базе ЧИФов) на 30.06.2003 г. составляло 17,5 тысяч, что отчасти превосходит круг инвесторов, обращающихся к услугам бирж через брокеров-дилеров. При этом число пайщиков за год удвоилось.

Таким образом, развитие биржевого сегмента рынка инвестиционных паев ПИФов нужно не только инфраструктуре паевых инвестиционных фондов и их инвесторам, но и биржам как одно из средств расширения сферы их деятельности и сокращения рисков зависимости от состояния банковской ликвидности.

## ПЕРВЫЙ ОПЫТ БИРЖЕВОГО РЫНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ

На ММВБ реально совершаются сделки с инвестиционными паями 6 ПИФов (рис. 4).

Рынок пока остается низколиквидным. В декабре 2003 г., лучше с точки зрения объемов торгов инвестиционными паями на ММВБ месяце, указанный показатель составил всего 20 млн руб.

По состоянию на 19 ноября 2003 г. спрэды по инвестиционным паям ПИФа «Регион Фонд акций и облигаций» в среднем за день составили 0,84%, ИИПИФа «Индекс ММВБ» — 7,75%, ИПИФа акций «ЛУКОЙЛ Фонд Перспективных Инвестиций» — 8,87%, что значительно выше спрэдов, действующих на рынке акций (рис. 5).

Через ММВБ и расчетный депозитарий НДЦ не проводилось биржевых размещений инвестиционных паев.

Медленное формирование биржевого рынка инвестиционных паев ПИФов можно объяснить следующими основными причинами:

- ограниченность круга внутренних инвесторов с долгосрочными инвестиционными ориентирами, совершающих сделки с ценными бумагами через биржу, при слабом уровне информированности участников рынка о преимуществах паевых инвестиционных фондов и биржевого рынка их инвестиционных паев;
- несовершенство отдельных положений законодательства об ин-

вестиционных фондах, в частности затрудняющих размещение инвестиционных паев через номинальных держателей, препятствующих осуществлению расчетов по сделкам с инвестиционными паями при их выдаче и погашении на условиях «поставка против платежа»;

- недостаточный пока размер ПИФов, выходящих на биржи, для поддержания ликвидного вторичного рынка их инвестиционных паев по сравнению с выпусками ликвидных облигаций и акций;

- недостаточная проработанность моделей биржевых паевых инвестиционных фондов с точки зрения особенностей раскрытия информации об инвестиционных паях, механизмов минимизации отклонений биржевых цен и котировок от расчетной стоимости инвестиционных паев;

- дефицит финансовых инструментов на биржевом рынке, не позволяющий в полной мере использовать преимущества диверсификации вложений и ограничения системных рисков инвесторам инвестиционных фондов;

- недостаточный уровень адаптации биржевых и депозитарных технологий к особенностям совершения сделок и расчетов с инвестиционными паями.

Большинство из отмеченных проблем носят временный характер и могут быть решены при объединении усилий представителей заинтересованных участников фондового рынка и регуляторов.

В целях развития рынка инвестиционных паев ПИФов необходимо совершенствовать взаимодействие инфраструктуры фондового рынка с управляющими компаниями ПИФаами по следующим направлениям.

1. Выработка эффективного механизма выдачи и погашения инвестиционных паев ПИФов через биржу, предусматривающего возможность совершения расчетов на условиях «поставка против платежа». При этом данный механизм должен учитывать особенности рынка ценных бумаг инвестиционных фондов, в частности необходимость предотвращения разбавления СЧА ПИФов в результате спекулятивных краткосрочных сделок.

2. Формирование информационного портала, позволяющего информировать инвесторов о ходе биржевых торгов, корпоративных событиях в паевых инвестиционных фондах, текущей расчетной стоимости инвестиционных паев и СЧА ПИФов.

3. Развитие биржевых индексных ПИФов, в том числе с пассивно-управляемыми инвестиционными портфелями облигаций и ценными бумагами иностранных эмитентов.

4. Формирование электронного документооборота при взаимодействии между расчетными депозитариями и регистраторами при совершении операций с инвестиционными паями ПИФов.

5. Проведение совместных информационных и пропагандистских компаний инфраструктурных организаций и управляющих компаний ПИФаами, направленных на более полное информирование потенциальных инвесторов о преимуществах и возможностях паевых инвестиционных фондов. ■

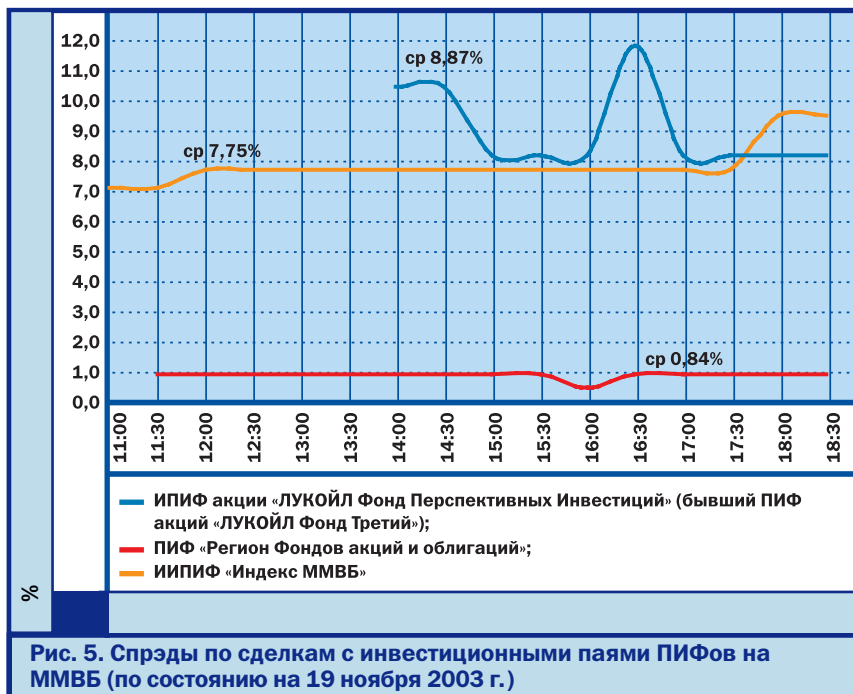


Рис. 5. Спрэды по сделкам с инвестиционными паями ПИФов на ММВБ (по состоянию на 19 ноября 2003 г.)

## Возможности торгово-расчетной системы ММВБ-НДЦ на рынке облигационных займов

30 января 2004 г. Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» провели рабочий семинар, посвященный возможностям торгово-расчетной системы ММВБ и депозитарной системы НДЦ для размещения и обслуживания облигационных выпусков. В семинаре приняли участие представители более 50 организаций — андеррайтеров и финансовых консультантов, эмитентов.

Специалисты НДЦ и ММВБ рассказали о сложившейся практике взаимодействия с эмитентами облигаций, организаторами выпусков и финансовыми консультантами, а также о требованиях НДЦ и ММВБ к документам при подготовке к проведению эмиссии, при проведении биржевого и внебиржевого размещения, обращении выпусков облигаций, в том числе при выплате купонного дохода, выкупе и погашении облигаций.

По завершении семинара состоялся «круглый стол», в ходе которого организаторы и участники семинара обменялись мнениями по обсуждавшимся на семинаре вопросам, в частности, по развитию услуг НДЦ на рынке облигаций в качестве уполномоченного депозитария и платежного агента.

Состоявшийся семинар был первым из планируемых на этот год. Цель таких семинаров — поделиться опытом, накопленным сотрудниками НДЦ и ММВБ в процессе ежедневных обсуждений с эмитентами, финансовыми консультантами и андеррайтерами, особенностей реализации конкретных схем размещения и обслуживания выпусков облигаций с использованием торгово-расчетной инфраструктуры ММВБ-НДЦ. Проведение таких семинаров направлено на совершенствование практики взаимодействия всех участников процесса подготовки эмиссии облигаций, их размещения и обращения, а также на установление контактов между эмитентами облигаций и профессиональными участниками рынка.

В 2003 г. биржевой оборот на ММВБ корпоративных и субфедеральных и муниципальных (региональных) облигаций составил 18,66 млрд долл., а объем внебиржевых сделок, проведенных через НДЦ, — 11,3 млрд долл. На 1 января 2004 г. на хранении в НДЦ находилось 227 выпусков корпоративных и региональных облигаций 167 эмитентов на сумму 247 млрд руб. по номинальной стоимости.

Более подробную информацию об услугах НДЦ, а также о предстоящих семинарах можно получить на сайте [www.ndc.ru](http://www.ndc.ru).

