



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР  
*The National Depository Center*

## **НДЦ И ММВБ НА РЫНКЕ ПАЕВ**

**Преимущества депозитарных и биржевых технологий НДЦ и ММВБ при размещении и обращении паев паевых инвестиционных фондов**

**Снижение транзакционных издержек инвесторов**  
Биржевая и брокерская комиссии ниже надбавок (скидок), применяемых фондами при выдаче (погашении) паев

**Сокращение сроков совершения сделок**  
Биржевые сделки купли-продажи паев осуществляются в режиме реального времени

**Расширение круга участников рынка паев**  
Использование технологий интернет-торговли и систем электронного документооборота позволяет привлечь дополнительных участников на рынок паев

**Повышение ликвидности**  
Инвесторы могут совершать сделки с ценными бумагами в течение всего торгового дня по текущей рыночной цене, а не только в период открытия интервалов для интервальных фондов

**Снижение операционных рисков**  
Расчеты по сделкам купли-продажи паев осуществляются в режиме «поставки против платежа»

**Расширение спектра услуг, получаемых инвесторами**  
Паи могут быть предметом разнообразных сделок, таких как сделки залога, заклада, репо и пр.

Адрес: 125009, Москва, Средний Кисловский пер., дом 1/13, стр. 4  
Телефон: (095) 956-2-659

[www.ndc.ru](http://www.ndc.ru)



АЛЕКСАНДР АБРАМОВ  
заместитель директора НДЦ

## СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ ОТКРЫТЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ\*

### ОПЫТ США

Как показано на рис.1 операции с акциями взаимных фондов занимают заметное место на американском фондовом рынке.

Без учета сделок с акциями фондов денежного рынка доля сделок выдачи/погашения акций долгосрочных взаимных фондов составляет 15–20% от общего объема сделок на организованных рынках акций в США. В 2003 г. суммарный объем сделок с акциями на трех ведущих фондовых биржах США составил 17,7 трлн долл., сделки выдачи-погашения акций долгосрочных взаимных фондов оценивались в 2,5 трлн долл. При этом общий оборот акций взаимных фондов, включая акции взаимных фондов денежного рынка, по данным *Investment Company Institute (ICI)* в 2003 г. превысил 25 трлн долл., что почти в 1,5 раза больше стоимости биржевых сделок с акциями.

Все это предьявляет повышенные требования к эффективности каналов дистрибуции акций взаимных фондов. Согласно данным *ICI*, приводимым на рис. 2, в конце 2002 г. размещение ак-

ций взаимных фондов осуществлялось через 5 основных каналов.

Как видно на диаграмме, 55% активов взаимных фондов продавалось через финансовых посредников, 16% — через пенсионные планы, 5% — супермаркеты и дисконтных брокеров, институциональные инвесторы приобрели 13% активов. Напрямую у взаимных фондов или их агентов приобретается только 12% активов данных инвестиционных фондов. При этом, по другим данным *ICI*, в течение последнего десятилетия действует устойчивая тенденция уменьшения доли продаж акций взаимных фондов, продаваемых напрямую инвесторам по различным каналам связи (телефону, Интернету, офисы по обслуживанию клиентов).

Взаимные фонды в США — это наглядный пример ориентации фондового рынка на интересы граждан государства. Около 91 млн физических лиц, или 33% от населения страны, являются акционерами взаимных фондов. Такие показатели являются не только результатами действия экономических факторов, но и серьезных вложений инфраструктурных организаций в развитие технологий обслуживания населения.

Наглядным примером активной роли инфраструктурных организаций в развитии индустрии взаимных фондов в США является проект обслуживания операций с акциями взаимных фондов, реализованный Национальной клиринговой организацией на рынке ценных бумаг (*NSCC*). Многие новации данного проекта в последние годы стали прообразом современной реформы рынка ценных бумаг США, одними из основных элементов которой являются создание Системы прямой регистрации прав на ценные бумаги (*Direct Registration System*) и переход к массовому применению методов сквозной обработки данных. В отличие от обычных акционерных обществ акции взаимных фондов в США выпускаются в бездокументарной форме, что позволило на данном сегменте фондового рынка более оперативно осуществлять новации в области удостоверения прав на ценные бумаги, клиринга и расчетов.

В настоящее время *NCSS* предлагает комплексный продукт по обслуживанию операций с акциями взаимных фондов, который состоит из нескольких подсистем.

\* Окончание. Начало см.: «Биржевого обозрения». 2004. № 9 (11).



В 1986 г. NSCC совместно с Национальной ассоциацией дилеров на рынке ценных бумаг (*NASD*) и *Investment Company Institute* была разработана и введена в действие система *Fund/SERV*, обеспечивающая централизованный процесс обработки заявок на приобретение, погашение и обмен акций взаимных фондов, а также денежные расчеты между взаимными фондами и участниками NSCC<sup>1</sup> при выдаче и погашении акций взаимных фондов. Данная система выполняет функции электронного

режиме T+0, T+1 или T+3, обработка заявок на приобретение, погашение и обмен акций взаимных фондов осуществляется в пакетном режиме или по мере поступления. При осуществлении денежных расчетов по указанным сделкам NSCC выступает стороной по сделкам.

Другой интересной системой, разработанной NSCC в 1988 г., является *Networking*, обеспечивающая ведение субсчетов инвесторов-клиентов брокеров, дилеров и других участников NSCC.

счетах владельцев ценных бумаг инвестиционных фондов и номинальных держателей, имеющих у инвестиционных фондов и у финансовых посредников, осуществляющих операции по поручению инвесторов.

С указанными системами тесно взаимодействуют ряд других подсистем. В частности, *Asset Transfer Services (ACATS)*, обеспечивающая электронное взаимодействие между NSCC, взаимными фондами, регистраторами и брокерами-дилерами; *Defined Contribution Clearance and Settlement*, обслуживающая операции между взаимными фондами, трастами, депозитариями взаимных фондов и администраторами, управляющими активами пенсионных фондов; *Mutual Fund Profile Service (MFPS)*, позволяющая на ежедневной основе рассчитывать информацию о рыночной стоимости ценных бумаг и стоимости чистых активов взаимных фондов.

В 2003 г. через систему *Fund/Serv* прошло 87 млн операций, общая стоимость сделок по выдаче, обмену и погашению акций взаимных фондов составила 1,54 трлн долл., или более 60% от общего объема указанных операций у долгосрочных взаимных фондов.

Рисунок 1. ОБОРОТЫ СДЕЛОК С АКЦИЯМИ НА РАЗЛИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ ФОНДОВОГО РЫНКА США

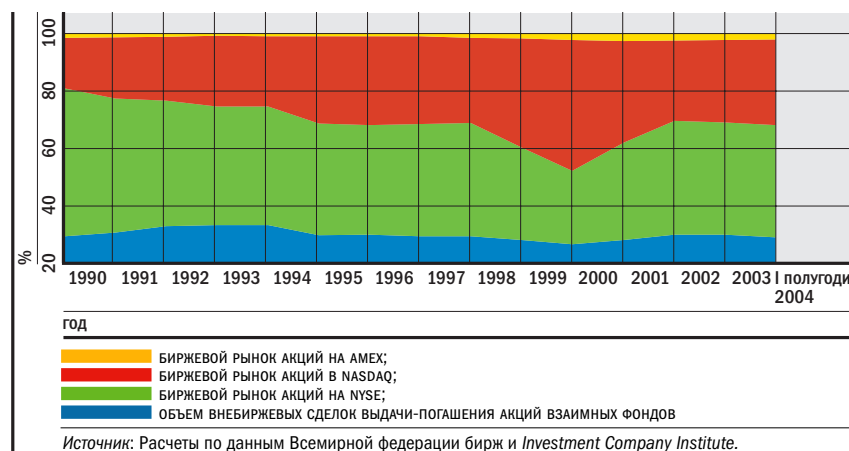
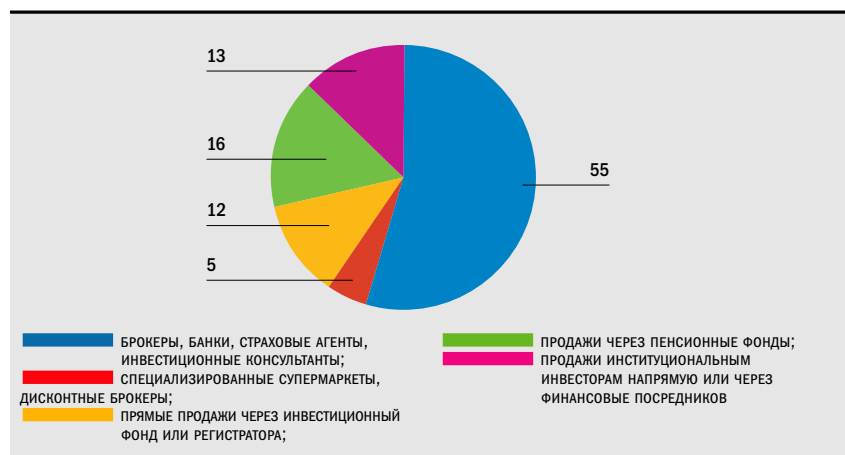


Рисунок 2. ДОЛЯ РАЗЛИЧНЫХ КАНАЛОВ ДИСТРИБУЦИИ АКЦИЙ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ, (% ОТ СТОИМОСТИ АКТИВНЫХ ФОНДОВ)



трансферт-агента, получающего и передающего инструкции об операциях выдачи и погашения акций взаимных фондов и информационные запросы между регистраторами взаимных фондов и участниками NSCC. В *Fund/Serv* учитываются чистые денежные позиции участников NSCC в разрезе по каждому инвестиционному фонду. В зависимости от желания участников расчеты по приобретаемым и погашаемым акциям взаимных фондов могут осуществляться в

В настоящее время в данной системе открыто около 60 млн. счетов инвесторов. С помощью системы *Networking* была создана единая техническая среда для ведения счетов инвесторов взаимных фондов, данные в которые вносятся исходя из поручений инвестиционных фондов, регистраторов и финансовых посредников, обслуживающих данных инвесторов. Это позволяет не только унифицировать стандарты осуществления операций, но и устранить риски расхождений данных о

## О ПЕРСПЕКТИВАХ РАЗВИТИЯ ОТКРЫТЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ

На американском фондовом рынке еще в середине XX в. размеры активов закрытых и открытых инвестиционных фондов были примерно одинаковыми. Однако в 1980–90-х гг. открытые взаимные фонды ушли далеко вперед; в начале 2004 г. активы взаимных фондов составляли 7,6 трлн долл., в активы инвестиционных фондов закрытого типа — всего 0,2 трлн долл. Одним из ключевых факторов успеха взаимных фондов является высокая ликвидность их акций.

На российском фондовом рынке в последние годы наблюдается обратная картина: открытые паевые инвестиционные фонды (ПИФы) растут умеренно, при этом их доля в суммарных активах отрасли составляет лишь около 13%, что меньше уровня 2002 г., когда доля открытых ПИФов составляла 16,8% (рис. 3).

Вторичный рынок инвестиционных паев ПИФов пока остается низколиквидным и высоковолатильным, о чем свидетельствуют данные рис. 4.

Из различных факторов, препятствующих развитию открытых ПИФов, выде-

<sup>1</sup> Под участниками NSCC в данном случае понимаются брокеры, дилеры, банки, трасты, инвестиционные компании (фонды), клиринговые организации, страховщики, администраторы пенсионных фондов.



лим два, по нашему мнению, наиболее серьезные.

Первая группа факторов связана с ограниченными возможностями рынка российских «голубых фишек», из которых сформированы портфели большинства открытых ПИФов. Это не дает обеспечить реальную диверсификацию вложений и на этой основе — привлекательность открытых ПИФов для широких масс инвесторов. Изменения цен большинства выпусков акций, составляющих индекс ММВБ, имеют коэффициенты корреляции

фондов, ценные бумаги которых приняты к обслуживанию в международной расчетно-клиринговой организации *Clearstream*, нет ни одного фонда, ориентированного исключительно на ценные бумаги российских эмитентов, что является практическим подтверждением того обстоятельства, что наш внутренний рынок не способен обеспечивать соответствующую потребностям инвесторов диверсификацию вложений.

Второе обстоятельство, препятствующее развитию открытых ПИФов, обус-

Прежде всего необходимо предоставить паевым инвестиционным фондам реальные возможности по диверсификации вложений за счет ценных бумаг иностранных эмитентов. Без такой дифференциации вложений российские инвестиционные фонды будут обречены на то, что их услугами будет пользоваться ограниченный круг инвесторов по сравнению с США и европейскими странами. В данном случае необходима не только дальнейшая либерализация валютного регулирования деятельности управляющих компаний паевыми инвестиционными фондами, но и ориентация инфраструктурных организаций на предоставление своим клиентам услуг по купле/продаже ценных бумаг иностранных эмитентов.

Другим направлением развития инфраструктурных организаций на российском фондовом рынке могло бы стать создание централизованной системы выдачи и погашения ценных бумаг инвестиционных фондов как отдельного сегмента российского фондового рынка.

Ускоренное развитие индустрии инвестиционных фондов в России, повышение эффективности их деятельности за счет более тесного взаимодействия с инфраструктурными организациями может компенсировать нынешние потери российского фондового рынка, вызванные перемещением центров ликвидности «голубых фишек» на международные фондовые рынки. ■

Рисунок 3. УДЕЛЬНЫЙ ВЕС СЧА РАЗЛИЧНЫХ ТИПОВ, %

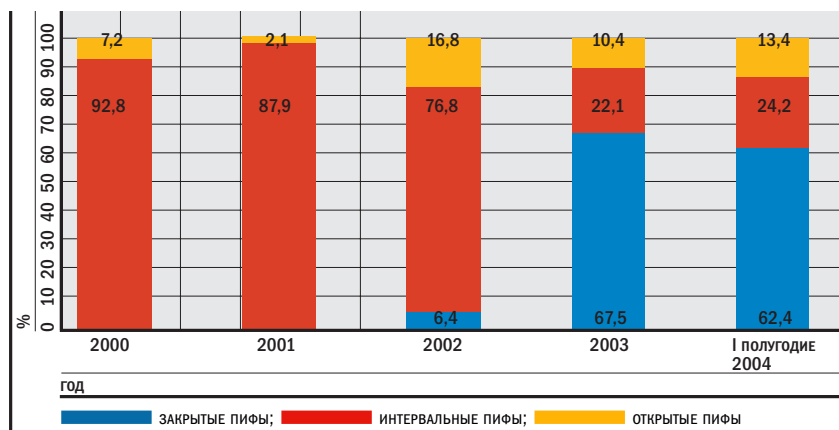
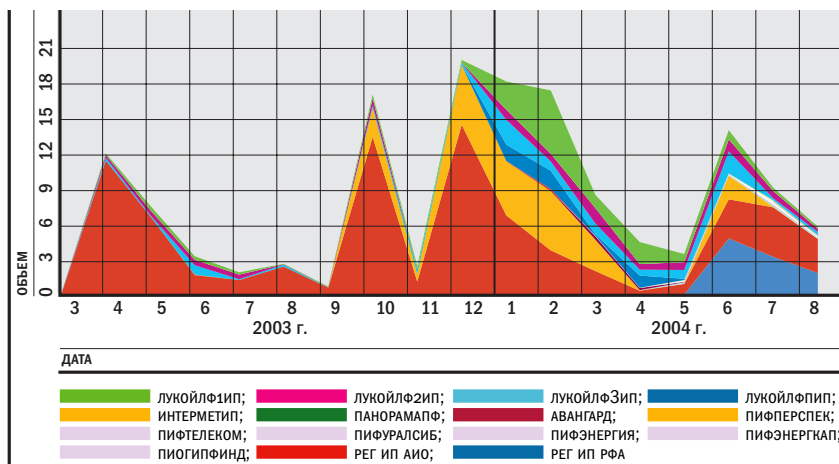


Рисунок 4. ОБЪЕМ ВТОРИЧНЫХ ТОРГОВ С ИНВЕСТИЦИОННЫМИ ПАЯМИ ПИФОВ НА ММВБ В 2003—2004 гг. (МЛН РУБ.)



с изменением данного индекса в размере от 0,7 до 0,9<sup>2</sup>, свидетельствуя о том, что изменения цен «голубых фишек» происходят в одинаковых направлениях и определяются в большей мере политико-экономической ситуацией в стране, чем показателями деятельности компаний-эмитентов. В данных условиях невозможно составление диверсифицированных портфелей ликвидных ценных бумаг<sup>3</sup>, существенно снижающих риски инвесторов. Из почти 12 тыс. инвестиционных

ловлено отсутствием унифицированной системы выдачи и погашения инвестиционных паев ПИФов, обеспечивающей применение унифицированного электронного документооборота между участниками данного сегмента рынка, а также оперативность и надежность расчетов.

Преодоление указанных препятствий требует принятия качественно новых решений со стороны участников фондового рынка и регулирующих органов.

<sup>2</sup> Более подробно см.: *Абрамова А. Е. Население предпочитает тратить // Российская бизнес-газета. 2004 г. 20 января.*

<sup>3</sup> Данное обстоятельство отмечается в различных авторитетных исследованиях российского фондового рынка. Например, в опубликованном в Интернет-представительстве РТС докладе *Boston Consulting Group* констатируется, что «инвесторы на российском рынке не имеют достаточных возможностей диверсификации, что повышает их риски».