



**Елена Семкина**  
директор филиала НДЦ-СПб, канд физ.—мат. наук



**Михаил Ванюшов**  
главный специалист филиала НДЦ-СПб

## К ВОПРОСУ ОБ ОБЕСПЕЧЕНИИ ВОЗМОЖНОСТИ ПРИБРЕТЕНИЯ/ПОГАШЕНИЯ ПАЕВ ПИФОВ ЧЕРЕЗ ИНТЕРНЕТ

### НЕОБХОДИМЫЕ ПОЯСНЕНИЯ

Тема настоящей статьи может на первый взгляд показаться неожиданной для сотрудников расчетного депозитария, скорее можно было бы ожидать увидеть в числе авторов представителей управляющих компаний или спецдепозитариев ПИФов, наконец, квалифицированных инвесторов. При более глубоком анализе становится, однако, очевидно, что депозитарий не меньше (а возможно, и больше) других участников финансового рынка заинтересован во внедрении современных технологий во всех его сегментах. Действительно, являясь частью инфраструктуры рынка, депозитарий заинтересован в увеличении активности операторов рынка, одним из условий которого является снижение издержек и повышение удобства работы, что достигается за счет использования всего спектра современных инфор-

мационных технологий. При этом важно понимать, что расчетный депозитарий заинтересован в повышении технологичности даже тех сегментов рынка, на которых он прямо не присутствует, например внебиржевого рынка паев ПИФов. Несмотря на то что операции купли/продажи паев вне биржи происходят без участия расчетного депозитария, средства пайщиков в конечном итоге обращаются в основном на биржевом рынке. Кроме того, за счет наличия связей в системе «финансовый рынок», повышение удобства и снижение стоимости работы в любом ее сегменте влекут за собой возрастание активности во всей системе в целом.

С другой стороны, одной из основных долгосрочных целей расчетного депозитария как основы учетной инфраструктуры является построение максимально эффективного и технологичного рынка с минимальными издержками.

Таким образом, внедрение современных технологий на рынке паев ПИФов отвечает интересам расчетного депозитария (и всего сообщества профессионалов фондового рынка) и способствует реализации одной из его основных целей.

Основной идеей, которую авторы настоящей статьи хотели бы донести до читателя, является то, что использование интернет-технологий для совершения операций приобретения и погашения паев ПИФов не просто выгодно определенным группам участников рынка (или даже всем участникам), но является системным улучшением, существенно повышающим качество функционирования финансового рынка страны.

### ВВЕДЕНИЕ

В последние несколько лет в России наблюдается бурное развитие рынка кол-



лективных инвестиций, основной и, пожалуй, единственной формой которых являются паевые инвестиционные фонды (ПИФ). Преимущества данной формы для инвестора достаточно очевидны и много раз описаны. ПИФы позволяют снизить риски за счет диверсификации и снизить издержки за счет большого объема портфеля, что обеспечивается тем, что средства пащиков, зачастую весьма скромные, аккумулируются в «общий котел». Другим преимуществом является профессиональное управление активами, что, как пра-

отношением риск/доходность в очень широком диапазоне — от рискованности, сравнимой с риском вложений в государственные ценные бумаги, до высокорисковых фондов, правила которых допускают направлять значительную часть активов в *junk bonds*. Более того, направления вложений средств ПИФ не ограничены рынком ценных бумаг, и часть активов может быть направлена, например, на рынок недвижимости, недоступный большинству мелких и средних инвесторов. Таким образом, сегодня можно говорить

двух парадоксальных ситуациях: можно купить книгу, или, например, ботинки, не отходя от рабочего места, но для того, чтобы (с помощью ПИФ) стать участником наиболее высокотехнологичной части экономики страны, необходимо лично явиться в офис управляющей компании (и не раз).

Однако возможность организации приобретения и погашения паев ПИФ с использованием современных информационных технологий есть. Она обеспечена как юридически (Закон об ЭЦП), так и технологически (организовать доступ к услугам управляющих компаний ПИФ через Интернет — задача не более сложная и качественно не отличающаяся от организации предоставления через интернет брокерских услуг). Целью настоящей статьи является краткий анализ преимуществ использования Интернета для операций с паями ПИФ как для отдельных групп участников рынка, так и для фондового рынка страны в целом.

## Помимо повышения ликвидности пая, для управляющей компании качественно расширяется состав источников финансирования ПИФа.

вило, не доступно мелкому и среднему инвестору (к примеру, минимальный объем средств для передачи в доверительное управление в большинстве компаний Санкт-Петербурга составляет миллионы рублей). Законодательство РФ, регулирующее рынок ценных бумаг, является, наверное, наиболее совершенной и тщательно проработанной частью законодательства страны, что гарантирует пащику степень защищенности от недобросовестных действий профучастников, по крайней мере, не меньшую, чем при брокерском обслуживании. Сегодня предложение на рынке ПИФ настолько широко, что потенциальный пащик может выбирать инструменты с приемлемым для него со-

отношением риск/доходность в очень широком диапазоне — от рискованности, сравнимой с риском вложений в государственные ценные бумаги, до высокорисковых фондов, правила которых допускают направлять значительную часть активов в *junk bonds*. Более того, направления вложений средств ПИФ не ограничены рынком ценных бумаг, и часть активов может быть направлена, например, на рынок недвижимости, недоступный большинству мелких и средних инвесторов. Таким образом, сегодня можно говорить

о том, что для мелкого и среднего инвестора, лично не являющегося профессионалом фондового рынка, ПИФы являются одной из оптимальных форм инвестирования. Вместе с тем рынок ПИФ сегодня является наименее технологичным<sup>1</sup> сегментом рынка ценных бумаг. Действительно, для того чтобы приобрести или погасить паи, пащик должен лично явиться в офис управляющей компании (или одного из ее агентов) и подать заявление в бумажной форме. И это при том, что доступ к торгам на остальных сегментах рынка уже давно может быть осуществлен через интернет практически из любой точки земного шара. Скла-

### ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ ПАЩИКОВ

Эта группа лиц является очевидно, основной, и удовлетворение ее потребностей и является в конечном счете, задачей всех прочих участников рынка. Это следует из того, что в итоге только инвестор (в нашем случае — пащик) вносит собственные средства и, следовательно, оплачивает услуги всех остальных участников рынка. Оптимальное удовлетворение потребностей инвестора прямо или косвенно выгодно всем участникам рынка<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Мы не говорим здесь об уровне технологической обеспеченности большинства регистраторов, так как они, по сути, не являются активно действующей частью инфраструктуры фондового рынка — количество сделок, оформляемых через систему ведения реестра, крайне мало.

<sup>2</sup> За исключением, разумеется, недобросовестных участников, но это вопрос находится в компетенции уголовного законодательства.



## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

**Максим Малетин**

Генеральный директор Ренессанс Онлайн

Безусловно, наличие у клиента и его брокера ЭЦП существенно облегчает их взаимодействие и не требует регулярного посещения клиентом офиса, но как минимум один раз посетить офис потребуются. ЭЦП может быть выдана клиенту удостоверяющим центром только после идентификации его личности. Также клиент может удостоверить свою подпись в запросе на сертификат ЭЦП у нотариуса, но это тоже приход в офис плюс нотариальные расходы. Таким образом, в случае если клиент хочет разово инвестировать средства в паи и не готов предсказать свою будущую активность, ЭЦП не только не упрощает процесс, а еще и вносит дополнительные сложности в простой процесс. Кроме того, существуют затраты на стоимость годового сертифи-

ката ЭЦП. Стоимость ЭЦП не существенна для клиента, активно торгующего на рынке и ежедневно подписывающего поручения, но не оправдана для инвестора, который в течение года подпишет 1–2 документа.

Так как пай, по своей сути, не спекулятивный инструмент, инвесторы, использующие его как инструмент своих инвестиций, совершают операции крайне редко. На практике те клиенты, которые самостоятельно активно работают на рынке, редко используют пай как инструмент. Если же они приобретают паи, то им удобнее делать это на бирже в соответствии со своим брокерским договором.



Пайщик, имея возможность совершать операции с паями через Интернет, получает следующие преимущества: снижение издержек и повышение удобства работы. Снижение издержек состоит как в снижении чисто материальных затрат на операцию (как минимум стоимость проезда до офиса управляющей компании и обратно), так и в уменьшении затрат, не имеющих однозначной денежной оценки (например, потерь времени, которые тоже могут быть оценены, но для каждого по-разному). Повышение удобства работы тоже, вообще говоря, можно рассматривать как снижение моральных издержек.

Другим плюсом для пайщика является расширение списка имеющихся у него возможностей осуществить операцию. Как известно, любое расширение «дерева решений»<sup>3</sup> улучшает позицию субъекта. Кстати, из этих соображений отказ от «классической» схемы работы с пайщиком, по крайней мере, на текущем этапе развития рынка, нецелесообразен.

Отдельно следует упомянуть группу потенциальных (пока) пайщиков, сегодня вообще не имеющих доступа к рынку паев ПИФов. Это мелкие и средние инвесторы, проживающие (расположенные) в географически удаленных точках страны. Действительно, сеть пунктов, осуществляющих функции приема заявок на приобретение/погашение паев, охвачена отнюдь не вся территория России. И для инвестора, не располагающего суммами порядка десятков миллионов рублей, путешествие за сотни километров в офис управляющей компании просто невыгодно. Эти потенциальные пайщики пока

просто исключены из процесса формирования ПИФов.

Перечисленные моменты, возможно, не исчерпывают весь список преимуществ доступа к операциям с паями через Интернет для пайщиков, но являются основными.

## ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ УПРАВЛЯЮЩЕЙ КОМПАНИИ И СПЕЦДЕПОЗИТАРИЯ

Прибыль данных участников напрямую зависит от СЧА ПИФа и количества пайщиков (чем больше, тем лучше). Следовательно, чем большее количество потенциальных пайщиков будет удовлетворено условиями инвестирования в данный ПИФ, тем большую прибыль получат УК и спецдепозитарий. Таким образом, все, что является преимуществом для пайщика, является также преимуществом для управляющей компании и спецдепозитария.

Помимо указанных выше преимуществ, управляющая компания и спецдепозитарий получают также возможность снижения собственных издержек, так как затраты на обслуживание пайщика, явившегося в офис лично, выше, чем на обслуживание пайщика, подавшего заявку через Интернет. По меньшей мере необходимо специальное рабочее место сотрудника, осуществляющего прием пайщиков. Также необходимо оплачивать рабочее время этого сотрудника. Заметим, что трудозатраты сотрудников, осуществляющих обработку (не прием) заявки, не зависят от способа ее получения.

Отдельно следует упомянуть уже указанное выше расширение географии обращения паев. Помимо повышения ликвидности пая, для управляющей компании качественно расширяется состав источников финансирования ПИФа.

## ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ РЫНКА В ЦЕЛОМ

Рассмотрим преимущества доступа к операциям с паями через Интернет для фондового рынка страны как системы. Обычно на это не обращают внимания, однако список преимуществ для системы не исчерпывается совокупностью преимуществ для каждого из элементов системы. Это следует из наличия взаимодействия между элементами.

В рамках концепции эффективного рынка капитала<sup>4</sup> необходимыми условиями построения модели фондового рынка, приближающейся к идеальной, являются, в частности, обеспечение равенства прав и возможностей всех инвесторов, свобода инвестора в выборе риска и снижение издержек. Снижение издержек как следствие возможности высокотехнологичного доступа к операциям с паями уже упоминалось выше. Возможность осуществления операций из любой точки, оборудованной средствами доступа в Интернет, очевидно, снимает неравенство возможностей инвесторов, например, по признаку географического положения. Вследствие этого факта повышается и свобода выбора риска для тех инвесторов, для которых издержки, связанные с необходимостью личного визита в офис управляющей компании, являются чрезмерными

<sup>3</sup> Переслегин С., ([http://www.igstab.ru/materials/Pereslegin/Per\\_AnalyticStrat.htm](http://www.igstab.ru/materials/Pereslegin/Per_AnalyticStrat.htm)).

<sup>4</sup> Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование / Под общ. ред. И. В. Костикова. в 2 т. М.: Наука, 2004. ISBN 5-02-032851 (в пер.).



## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

**Сергей Михайлов**

Генеральный директор управляющей компании  
Промышленно-Строительного банка (УК ПСБ)

С одной стороны, технологическая возможность реализации доступа к операциям с паями через Интернет существует, с другой стороны, есть и ряд проблем, сдерживающих начало активной деятельности управляющих компаний в этом направлении. В первую очередь, это наличие третьей стороны — специализированного регистратора — во взаимоотношениях между УК и пайщиком. Специализированный регистратор ведет реестр пайщиков фонда, и для проведения операций необходимо его полное включение в процесс электронного документооборота, т. е. документы инвестора, необходимые для открытия лицевого счета в реестре пайщиков фонда, должны быть подписаны ЭЦП не только управляющей компании, но и непосредственно клиента, легитимной для реги-

стратора. Или, иначе говоря, удостоверяющий центр для всех участников процесса — УК, Регистратора и клиента — должен быть единым. А учитывая то, что в настоящее время в России отсутствует единый удостоверяющий центр, разработка системы электронного документооборота в каждом случае (для каждой управляющей компании) является отдельным масштабным проектом, в котором нужно соблюсти интересы и УК, и регистратора, и удостоверяющего центра, и клиента. И вот здесь уже можно говорить о второй проблеме — крайне низкой востребованности данного вида операций потенциальными клиентами. На сегодняшний день инвесторы предпочитают личное общение с консультантами управляющих компаний удаленным «безликим» операциям через Интернет.



(по любой причине — от удаленного географического положения до чрезмерной занятости).

Все вышеизложенные моменты, возможно, в каждом конкретном случае и не играющие решающей роли, вместе значительно улучшают качество функционирования системы «фондовый рынок России» за счет повышения ее связности. В частности повышается географическая связность — за счет расширения географии обращения паев, информационная связность — за счет снижения за-

ществляться, и те управляющие компании, которые перейдут на современные технологии информационного обмена первыми, получат существенное конкурентное преимущество.

### КОРОТКО О РЕАЛИЗАЦИИ

Кратко рассмотрим пути реализации доступа к операциям с паями ПИФов через интернет.

Правовое поле обеспечивается законом об ЭЦП и принятыми в его исполне-

доступ к системе торгов в режиме реального времени. Таким образом, можно использовать имеющиеся наработки с минимальными дополнениями.

### ВЫВОДЫ

Исходя из изложенных нами соображений можно сделать вывод о том, что организация доступа к операциям с паями ПИФов через Интернет создает существенные преимущества для всех заинтересованных участников и значительно улучшает функционирование фондового рынка страны как системы. С другой стороны, организация такого доступа не связана с большими сложностями ни нормативного, ни технологического характера. Таким образом, хочется призвать управляющие компании, осуществляющие обслуживание паев ПИФов, к скорейшему внедрению предлагаемой технологии. Это, с одной стороны, обеспечит существенное конкурентное преимущество на рынке финансовых услуг и, с другой стороны, повысит эффективность рынка капитала России в целом, что является основной задачей сообщества профессионалов фондового рынка страны. ■

## Технологических препятствий к реализации доступа к операциям с паями ПИФов через интернет не существует.

трат (любых) на передачу информации, и транспортная связность — за счет снижения затрат и расширения возможностей маневра капиталом. Здесь следует отметить, что обеспечение достаточной связности системы не только улучшает ее работу, но и, в соответствии с «транспортной теоремой», необходимо для нормального функционирования системы. То есть по мере развития технологического обеспечения фондового рынка мы неизбежно приходим к тому, что рассматриваемый его сегмент (рынок паев ПИФов) либо перейдет на уровень технологий, адекватный рынку в целом, либо обособится (что приведет к деградации). Очевидно, второй вариант развития событий не устраивает никого, следовательно, можно предсказывать, что в ближайшем будущем доступ к операциям с паями ПИФов через Интернет будет осу-

нение подзаконными актами. Единственной сложностью, скорее, бюрократического характера, является необходимость внесения изменений в Правила ПИФов. Для вновь создаваемых ПИФов эта трудность отсутствует, но и для уже существующих игра «стоит свеч», ибо «победитель получает все»<sup>5</sup>.

Технологических препятствий к реализации доступа к операциям с паями ПИФов через интернет не существует. Практически все управляющие компании являются аффилированными структурами или подразделениями компаний, осуществляющих брокерское обслуживание и предоставляющих услуги интернет-трейдинга. Обмен электронными документами через сети общего доступа с использованием средств обеспечения криптографической защиты информации организовать во всяком случае не сложнее, чем

<sup>5</sup> Переслегин С., ([http://www.igstab.ru/materials/Pereslegin/Per\\_Theorems.htm](http://www.igstab.ru/materials/Pereslegin/Per_Theorems.htm)).



## КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА

### Салават Алпаров

Генеральный директор ООО «Межрегиональный специализированный депозитарий»

Бесспорно, приобретение и погашение инвестиционных паев ПИФов с использованием интернет-технологий имеет большие плюсы, которые и были описаны авторами данной статьи. На сегодняшний день не найдется ни одного участника рынка коллективного инвестирования, не согласного с данными преимуществами и утверждающего, что использование интернет-технологии, ЭЦП и т. п. при работе с инвестиционными паями ни к чему доброму не приведет.

Однако позволю не согласиться с авторами данной статьи по их выводу об отсутствии препятствий к реализации доступа к операциям с паями ПИФ через Интернет.

На сегодняшний день не существует нормативно-правовой базы, позволяющей осуществлять все операции с паями паевых инвестиционных фондов без живой подписи владельца. Инвестор, прежде чем приобрести паи ПИФа на «первичном» рынке, должен лично прийти с необходимыми документами к агенту/управляющей компании.

Использование интернет-технологий при обращении инвестиционных паев ПИФа возможно лишь на вторичном рынке, в том числе через организатора торговли. Это пока, к сожалению, единственный способ на сегодняшний день.