



Филиппов Роман

Управляющий директор Департамента корпоративных финансов ЗАО «ФИНАМ»



Приходина Юлия

Советник по правовым вопросам ЗАО «ФИНАМ»

ПЕРВЫЙ «ПИЛОТ» В СЕКТОРЕ ИРК ФБ ММВБ: ОПЫТ ЗАПУСКА

14 июня 2007 г. в Секторе ИРК Фондовой биржи ММВБ был запущен первый проект — начались торги инвестиционными паями ЗАКРЫТОГО ПАЕВОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО ФОНДА ОСОБО РИСКОВЫХ (ВЕНЧУРНЫХ) ИНВЕСТИЦИЙ «ФИНАМ-ИНФОРМАЦИОННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ» под управлением ООО «Управляющая компания «Финам Менеджмент». По прошествии некоторого времени мы можем оценить опыт осуществленного «размещения» с учетом специфики инвестиционного пая как финансового инструмента.

Что показала подготовка к «размещению» паев?

Прежде всего, пилотный проект, привлекающий к себе повышенное внимание со стороны органов государственного регулирования, представителей масс-медиа, «коллег по цеху» и непосредственно потенциальных инвесторов, требовал и требует повышенной ответственности и особой аккуратности и проработки проекта от участников рабочей группы, это еще и при том, что сроки на подготовку были

весьма сжатые, в конечном счете они составили около 4 мес.

В этом смысле вывод ЗПИФа оказался наиболее сложным и специфичным мероприятием, поскольку, во-первых, существует ряд чисто юридических особенностей, связанных со спецификой деятельности управляющей компании и процедурой доверительного управления фондом, о которых будет сказано далее, а также значительно меньшего по сравнению с акциями объема операций ин-

весторов с таким инструментом, как инвестиционные паи.

В свое время проведенные Фондом «Общественное мнение» исследования (что было озвучено на 3-м IPO-конгрессе, проходившем в Москве 13 апреля 2007 г.) показали, что инвесторы не только путают инвестиционные паи с паями кооперативов, паспортами и т. п., но также вообще не в курсе, что представляет собой инвестиционный пай как ценная бумага. Это говорит о необходимости совместными усилиями



повышать грамотность населения, ведь инвестиционный пай как ценная бумага может быть более привлекателен для инвестора прежде всего потому, что размещаемые акции могут как вырасти, так и упасть в цене — неопытный инвестор далеко не всегда может угадать либо ему необходимо погрузиться в «пучину» знаний законов рынка ценных бумаг. ПИФы — портфель вложений, который в большинстве случаев диверсифицирован и формирование которого осуществляется после детальной проработки, осуществляемой командой профессиональных управляющих и аналитиков, что существенно снижает риски инвестора, тогда как доходность по акциям нередко зависит от управленцев.

Тем не менее статистика неумолимо свидетельствует о явном росте числа грамотных и активных инвесторов, оперирующих на рынке инвестиционных паев:

- если в 2005 г. количество сделок с инвестиционными паями на ФБ ММВБ составляло 3 592, то в 2006 г. — 19 516, а в I кв. 2007 г. — уже 26 320;
- объем торгов с инвестиционными паями составил на ФБ ММВБ в 2003 г. 139 млн руб., в 2005 г. — 1 539 млн руб., в 2006 г. — 4 991 млн руб., а в I кв. 2007 г. — уже 3 115 млн руб.;

- что касается количества ПИФов, представленных на ФБ ММВБ, и управляющих компаний, то здесь также наблюдается рост: от 34 ПИФов на конец 2004 г., к 71 ПИФу на конец 2005 г., 114 ПИФам на конец 2006 г. и 134 ПИФам на I кв. 2007 г.

Формат мероприятия (вывод паев Фонда) и требования ФБ ММВБ делали необходимым наличие документов эмитента (управляющей компании в нашем случае), природа которых продиктована в первую очередь сложившейся на рынке ценных бумаг деловой практикой, направленной на информационное обеспечение потенциальных инвесторов, достаточное для возбуждения и поддержания у потенциальных инвесторов стойкого интереса к предлагаемому ценным бумагам, носящей, в том числе, и рекламный характер. Речь прежде всего идет об Инвестиционном меморандуме.

Специфика деятельности управляющей компании налагала на участников процесса подготовки к выводу Фонда ряд серьезных ограничений, связанных, прежде всего, с процессом раскрытия информации. Как известно, в соответствии с Законом о рынке ценных бумаг и Положением ФСФР о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью АИФов и управляющих компаний ПИФов, а также к содержанию раскрываемой информации, утв.

Приказом ФСФР №05-23/пз-н, на управляющую компанию наложены достаточно серьезные ограничения в плане раскрытия информации о своей деятельности и о фонде. Соответственно, в процессе подготовки документов, раскрывающих суть предложения, много копий было сломано в спорах о том, какого рода информация должна содержаться в Инвестмеморандуме, не говоря уже о необходимости направления таких документов в ФСФР в общем порядке до их распространения неограниченному кругу лиц.

Кроме того, необходимо было определиться с возможностью применения в отношении нашего проекта понятия «публичное размещение» или, как стало в последнее время модно говорить, *ИРО*.

Исходя из буквального толкования закона (ФЗ «О рынке ценных бумаг») под публичным размещением ценных бумаг понимается размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг. Но при этом понятие «размещение» как отчуждение ценных бумаг первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок применяется исключительно в отношении эмиссионных ценных бумаг, каковыми инвестиционные паи ПИФов не являются. Соответственно, действующее законодательство в отношении инвестиционных паев использует другой термин — «выдача», который с определенными оговорками может быть сопоставлен с процедурой размещения эмиссионных ценных бумаг.

Чем же определяется специфика выдачи или «размещения» инвестиционных паев?

- Отсутствует эмитент.
- ПИФ не является юридическим лицом, а представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из общего имущества учредителей управления (владельцев инвестиционных паев), доверительное управление которым осуществляется управляющей компанией.
- Режим собственности на имущество, составляющее ПИФ — общая долевая собственность.
- Доля на право собственности в ПИФе удостоверяется ценной бумагой — инвестиционным паем, выдаваемым (не эмитируемым!) управляющей компанией;
- Инвестиционный пай не имеет номинальной стоимости, речь идет о расчетной стоимости инвестиционного пая.
- Количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией открытого и интервального ПИФов, не ограничивается, а ЗПИФа — указывается в

правилах доверительного управления этим ЗПИФом.

• Выдача инвестиционных паев осуществляется управляющей компанией на основании заявок на приобретение инвестиционных паев.

• Заявки на приобретение инвестиционных паев подаются в управляющую компанию и (или) агентами по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев.

• Записи по лицевым счетам при выдаче инвестиционных паев вносятся на основании распоряжения управляющей компании о выдаче инвестиционных паев или, если это предусмотрено договором между управляющей компанией и регистратором, заявки на приобретение инвестиционных паев и копии документа, подтверждающего поступление денежных средств (иного имущества) в паевой инвестиционный фонд.

• Жесткая регламентация порядка определения цены инвестиционного пая при выдаче паев, а именно: до завершения формирования ПИФа сумма денежных средств, внесенных в ПИФ, на которую выдается 1 пай, определяется правилами доверительного управления ПИФа и должна быть единой для всех потенциальных пайщиков; после завершения формирования ПИФа сумма денежных средств, внесенных в ПИФ, на которую выдается 1 пай, должна определяться исходя из расчетной стоимости инвестиционного пая.

ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ст. 14) предусматривает возможность допуска к торгам на фондовой бирже инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов в процессе их выдачи и обращения в случаях и порядке, установленных нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утв. Приказом ФСФР России от 22 июня 2006 г. № 06-68/пз-н также содержит норму, позволяющую осуществлять допуск инвестиционных паев к торгам у организатора торговли в процессе их выдачи и обращения.

При этом ФЗ «О рынке ценных бумаг» (п. 3 ст. 24) предусматривает возможность подачи в электронной форме только заявок на погашение и обмен инвестиционных паев, что существенным образом препятствует реализации схемы биржевого размещения посредством электронной торговой системы.

Кроме того, управляющая компания в силу действующего законодательства (п. 2 ст. 38 ФЗ «Об инвестиционных фон-



дах») не имеет права совмещать деятельность по доверительному управлению ПИФаами и брокерскую деятельность. Соответственно, управляющая компания самостоятельно не может выступать в качестве брокера как участника биржевых торгов, поэтому все заявки на приобретение будут поступать не управляющей компании, а профессиональному участнику, действующему по поручению управляющей компании. Даже если брокер является агентом по выдаче инвестиционных паев, уполномоченным принимать

торговли инвестиционных паев, приобретенных ранее пайщиками.

Таким образом «прямого» IPO, т. е. отчуждения инвестиционных паев первым владельцам (пайщикам) при выводе инвестиционных паев ЗПИФа особо рискованных (венчурных) инвестиций «Финам» — Информационные технологии» к обращению в Секторе ИРК ФБ ММВБ не произошло и не могло произойти. Поэтому изначально дополнительные инвестиционные паи Фонда были выкуплены в процессе их выдачи, а затем уже, на

информационно-аналитического сопровождения.

Приведенная на графиках динамика объема торгов и рыночной стоимости инвестиционных паев Фонда свидетельствовала об относительной устойчивости данной ценной бумаги к воздействию факторов, приводящих к высокой волатильности российского фондового рынка: в период августовского падения российского фондового рынка данная бумага не коррелировала с падением (до 15%) «голубых фишек других» отраслей отечественного рынка акций (что, как известно, явилось следствием падения на рынке акций США и на мировом рынке).

При *Free Float* около 500 млн руб., средневзвешенный объем торгов в период с 14 июня (дата продажи инвестиционных паев Фонда в секторе ИРК ЗАО «Фондовая биржа ММВБ») по 23 августа 2007 г. составил 473,5 тыс. руб. (49 паев), что на наш взгляд (особенно на фоне падения российских фондовых индексов), продемонстрировало неплохую ликвидность. На стоимость пая не оказали существенного влияния негативные факторы и настроения, которые привели к падению фондового рынка. В значительной степени это могло быть обусловлено имеющимся спросом и малым предложением на бумаги российских компаний ИТ-сектора. ■

Рисунок 1. ОБЪЕМ ТОРГОВ, 2007 Г.

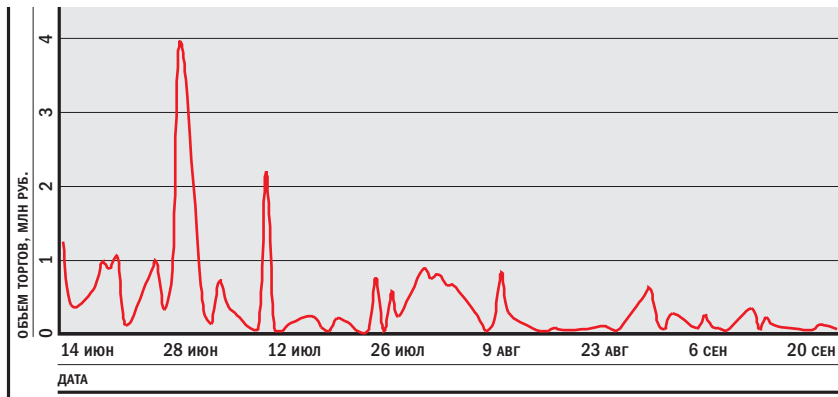
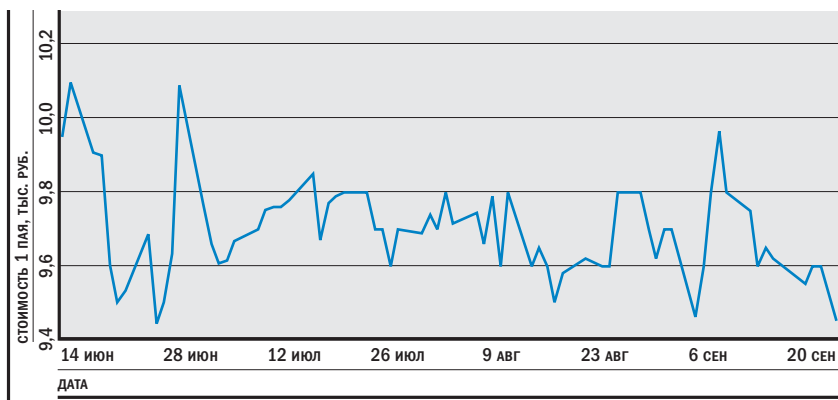


Рисунок 1. СТОИМОСТЬ ПАЯ, 2007 Г.



заявки на приобретение паев, в случае проведения расчетов в рамках «биржевого размещения», денежные средства в счет оплаты инвестиционных паев поступают на специальный брокерский (клиентский) счет, а действующее законодательство не предоставляет агенту права принимать денежные средства за инвестиционные паи в интересах управляющей компании.

Поскольку порядок допуска к торгам на фондовой бирже инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов в процессе их выдачи в виде нормативного правового акта не разработан, в ходе реализации проекта было возможно только «вторичное размещение» (*secondary offering*), т. е. продажа через организатора

втором этапе - продавались посредством использования биржевых технологий в Секторе ИРК ФБ ММВБ по объявленной цене, с точностью до сотой доли копейки соответствующей цене первоначального выкупа одного инвестиционного пая (расчетной стоимости инвестиционного пая).

После вывода паев в Сектор ИРК стало очевидно, что роль Листингового агента несколько шире, чем предполагалось изначально, и она не сводится только к процедурам, связанным с подготовкой документов, необходимых для листинга и поддержания паев в Секторе ИРК. Пайщики Фонда проявляют очень большую заинтересованность в планах Фонда, что требует соответствующего постоянного