



ЕЛЕНА СЕМЬКИНА
Советник Президента ММВБ, Директор филиала
«НДЦ – Санкт-Петербург», канд. физ.-мат. наук



АНАСТАСИЯ НАЗАРОВА
специалист отдела управления активами и аналитики
ООО «Управляющая компания “Элби-Траст”»

РИСКИ ЛИКВИДНОСТИ ПО ПОРТФЕЛЯМ ФОНДОВ ОБЛИГАЦИЙ

Паевым инвестиционным фондам (ПИФам) в России более 10 лет. Указ Президента РФ от 26 июля 1995 г. «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики РФ» предопределил основные направления развития коллективных инвестиций в нашей стране с учетом накопленного к тому моменту зарубежного опыта. Это наиболее доступная для граждан форма вложения денежных средств, не требующая специальных знаний об особенностях работы на фондовом рынке.

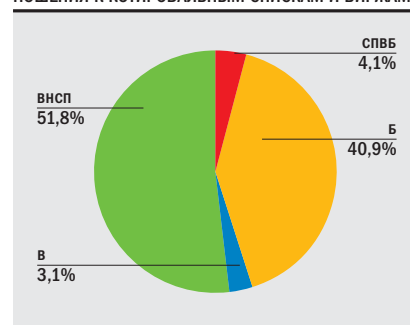
Потенциальных вкладчиков ПИФов интересует вопрос: можно ли получать регулярную выплату доходов по результатам работы фондов? По закону только закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФы) имеют право выплачивать регулярный доход. Возможность обеспечить себя регулярным доходом дают фонды недвижимости, которые инвестируют средства пайщиков в жилую или коммерческую недвижимость и сдают помещения в аренду (так называемые рентные фонды). В подавляющем большинстве

случаев получить заработанный доход инвестор сможет, лишь продав пай.

Существует несколько способов купить или продать пай уже после формирования ПИФа: в момент дополнительной эмиссии, на вторичном рынке через управляющую фондом компанию, на бирже через ее агента. Все зависит от стратегии управляющей компании фонда – того, как она организует возможности быстрого «входа» и «выхода» из ПИФа.

Итоги работы за I кв. 2008 г. вряд ли могут порадовать вкладчиков ПИФов, что

Рисунок 1. СТРУКТУРА ФОНДОВ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ОТНОШЕНИЯ К КОТИРОВАЛЬНЫМ СПИСКАМ И БИРЖАМ



связано с общим кризисом ликвидности, затронувшим и российский фондовый рынок. Основная группа фондов акций и смешанных инвестиций пребывает в значительном минусе. Напротив, консервативные фонды облигаций и денежного рынка в целом продемонстрировали положительную доходность. И это нормальная ситуация. В тяжелые для финансового рынка времена именно консервативные инструменты позволяют минимизировать убытки и получить прибыль.

Кризис ликвидности кардинально изменил ситуацию на рублевом долговом рынке. Резко возрос спрос на деньги со стороны реального сектора. Значительно увеличился объем предложения новых долговых бумаг. На фоне сжатия внешнего и внутреннего кредитных рынков возможность получения денежных средств, особенно дешевых и длинных, стремится к нулю. В этих условиях даже ведущие российские заемщики предлагают все большую доходность. Уровень цен на вторичном рынке снижается, и показатели его доходности возрастают.

Таким образом, в ситуации кризиса ликвидности и неудовлетворительной доходности большинства фондов акций и смешанных фондов (мы не рассматриваем успешно функционирующие отраслевые фонды акций — например, по итогам I кв. 2008 г. это отраслевые фонды, специализирующиеся на металлургии) мы можем наблюдать изменение стратегии управления фондов в сторону заполнения их активов корпоративными облигациями. Исследования, направленные на изучение качественного состава ведущих фондов облигаций, являются предметом данной статьи.

Целью исследования стало определение ликвидности облигационной составляющей портфелей ведущих облигационных фондов России. Для этого было отобрано 22 фонда облигаций¹ и рассмотрен их облигационный состав (193 корпоративных эмитента). В расчетах использовались данные по итогам торгов на ММВБ и СПВБ.

В исследование не были включены облигации, которые входят в котировальные списки «А1» и «А2», так как по законодательству даже при отсутствии котировки у таких бумаг фонды имеют право их покупать.

Идея работы появилась в результате рассмотрения подходов к оценке облигационного рынка в целом. Рынок облигаций оценивается с двух позиций: с позиции ФСФР России, выражаемой в подзаконных актах и через СМИ (как правило, положительной), и с точки зрения профессионального инвестиционно-банковского сообщества (так или иначе обсуждающего весьма

Рисунок 2. СРОКИ ПОГАШЕНИЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

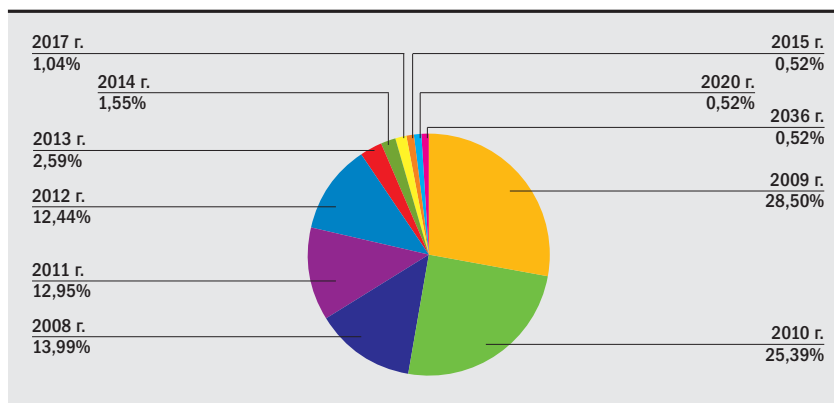


Рисунок 3. СРЕДНЕДНЕВНОЙ ОБОРОТ, РУБ.

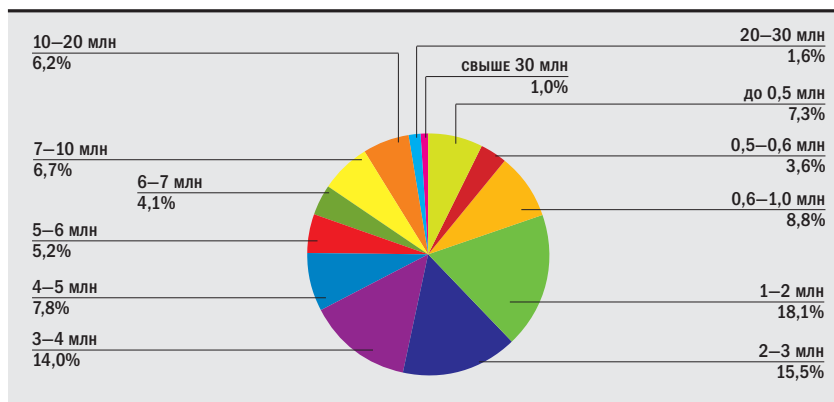
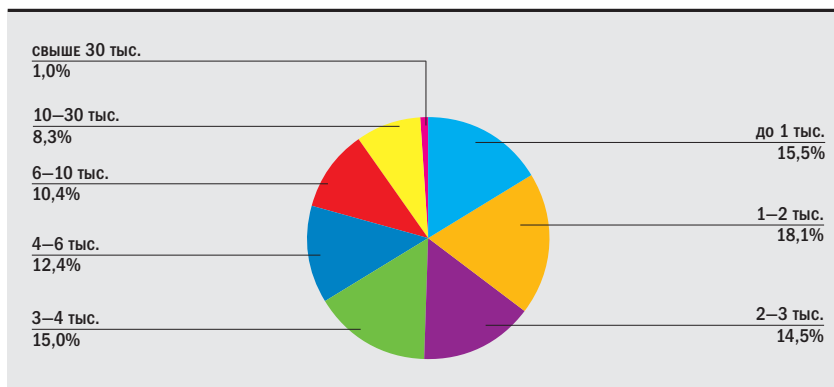


Рисунок 4. КОЛИЧЕСТВО ЦЕННЫХ БУМАГ, РАССЧИТЫВАЕМЫХ ПО СДЕЛКАМ В ДЕНЬ, ШТ.



существенные недостатки функционирования данного сегмента фондового рынка).

Изначально рассматривались различные параметры и характеристики рынка облигаций: средние обороты по отдельной взятой бумаге, 11-дневные, квартальные обороты, соотношение цен покупки/продажи и т. д.

Результаты исследования структуры фондов с точки зрения отношения к различным котировальным спискам и биржам представлены на рис. 1.

Ранжирование проводилось на основе отнесения к тому или иному котиро-

вальному списку ММВБ с целью определения доли высокорисковых бумаг с точки зрения их ликвидности и платежеспособности самого эмитента. В отдельную классификацию выведены бумаги, торгующиеся на СПВБ. На рис. 1 видно, что доля внесписочных бумаг в структурах фондов составляет 51,8%. Необходимо учитывать, что это усредненный показатель, так как в некоторых фондах он гораздо выше. При этом доля бумаг котировального списка «Б» составляет 40,9%, что также является усредненным показателем, но от этого не теряет свою значимость. Отсюда можно

¹ По данным www.quote.ru.





Рисунок 5. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК ЗА КВАРТАЛ, ШТ.

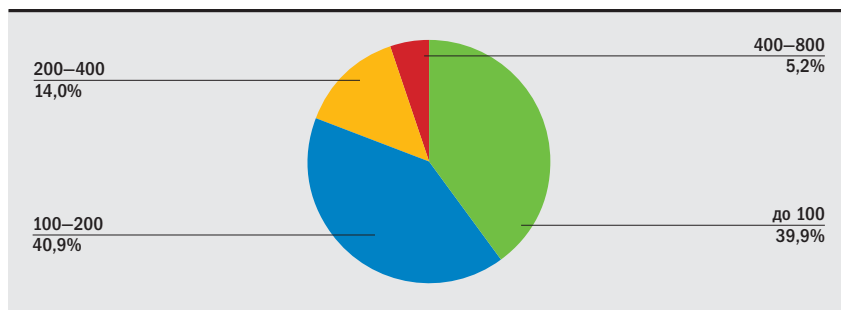


Рисунок 6. СООТНОШЕНИЕ НУЛЕВЫХ СДЕЛОК

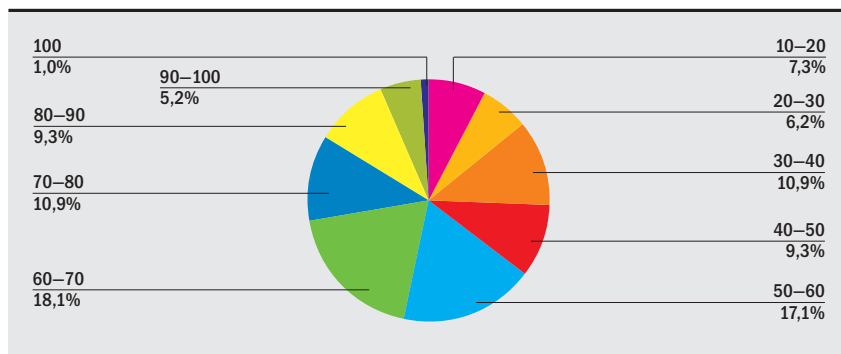
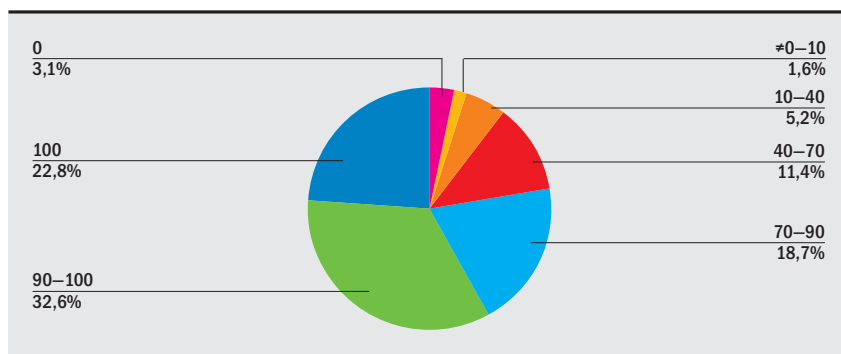


Рисунок 7. КОЭФФИЦИЕНТ ПРИЗНАВАЕМЫХ КОТИРОВОК



сделать вывод о том, что многие фонды облигаций несут риск в случае дефолта по выпуску или нулевой ликвидности бумаг, который можно оценить в 50%.

На рис. 2 представлены результаты сравнения бумаг по срокам погашения.

Наибольшее количество облигаций (67,9%), составляющих портфели фондов, будут погашены в 2008–2010 гг. Это можно объяснить наличием высокой доли рискованных облигаций, которые в принципе не выпускаются на более длительные сроки: предел их обращения — 3 года. Облигации, выпущенные на срок от 3 до 5 лет, можно охарактеризовать как среднесрочные — их большинство.

Одним из основных показателей ликвидности бумаги является средневзвешенный оборот по ней в рублях (рис. 3).

По оценке ФСФР России, свыше 7% рассматриваемых ценных бумаг вообще не попадают в категорию ликвидных (бумаг с признаваемой котировкой), если усреднять данные по дневным оборотам (за квартал)². Отсюда можно сделать вывод о крайне низкой ликвидности данных облигаций. Таким образом, риски ликвидности для фондов, имеющих подобные бумаги в своем составе, существенно увеличиваются. Особенно если учесть, что они имеются в составе фондов, размеры которых достигают нескольких мил-

лиардов рублей, а это при пересчете с малых долей в портфеле от таких объемов составляет значительную сумму «замороженных» средств. Еще 7 бумаг (3,6%) пока находятся в неопределенном состоянии и могут попасть в данную категорию.

Более 60% бумаг входит в категорию низколиквидных: 1–5 млн руб. в день. Подобные показатели даже в усредненном виде свидетельствуют о довольно сложной ситуации на рынке корпоративных облигаций в отношении их ликвидности.

Еще одной из характеристик ликвидности можно назвать средний объем по бумагам (по количеству ценных бумаг, рассчитываемых по сделкам в день) (рис. 4).

Основная масса бумаг (75,6%) не превышает 6 тыс. штук. Можно ли говорить о данных объемах как об объемах облигаций хотя бы среднего уровня ликвидности? Полагаем, довольно сложно. Подтверждает такой вывод расчет количества сделок за квартал (рис. 5).

По 80% бумаг проводится не более 200 сделок за квартал.

Можно также рассмотреть соотношения нулевых сделок (рис. 6) и коэффициент признаваемых котировок (рис. 7), для расчета которого также использовались данные из архива торгов на ММВБ. Котировки рассчитывались по методике ФСФР России³.

По коэффициенту сделок видно, что по 33,7% облигаций за квартал было проведено до 50% ненулевых торгов. То есть из 56 торговых дней торги осуществлялись только 28 дней. Это довольно яркий пример низкой ликвидности 1/3 рассматриваемых облигаций. Согласно признаваемым котировкам, рассчитанным по методике ФСФР России, у 3,1% бумаг ненулевой ликвидности не было вообще, а у 18,1% бумаг ликвидность имела место только в 70% случаев за рассматриваемый период.

Представленный анализ носит исключительно исследовательский характер. Мы не ставили своей задачей в рамках данной публикации предложить рекомендации по управлению рисками профессионалам, работающим с ПИФаами. Мы считаем, что наша цель будет достигнута, если мы обозначим наличие данной проблемы.

У ПИФов в России большое будущее. Как будет дальше развиваться эта отрасль финансового и фондового рынков, относящаяся к сфере коллективных инвестиций, и избежит ли она кризиса ликвидности — покажет время. ■

² Приказ от 8 февраля 2007 г. № 07-13/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (зарегистрировано в Минюсте России 25 июня 2008 г. № 11887) в редакции Приказа ФСФР России от 24 июля 2007 г. № 07-85/пз-н, п. 12.2, а также Приказ от 15 июня 2005 г. № 05-21/пз-н «Об утверждении Положения о порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию» в редакции Приказа ФСФР России от 15 декабря 2005 г. № 05-83/пз-н.

³ Данные из AdmittedQuote — признаваемая котировка, определяемая по методике ФСФР России. Подробнее см.: ММВБ: Структура табулированных файлов, рассылаемых по итогам торгов и клиринга.