



АЛЕКСАНДР АБРАМОВ
заместитель директора НДЦ

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ОТКРЫТЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

О НЕОБХОДИМОСТИ ПЕРЕМЕН

Опыт многих стран с развивающейся экономикой показывает, что их внутренний фондовый рынок сталкивается с растущей конкуренцией со стороны глобальных рынков капитала. Неблагоприятный сценарий для развивающихся фондовых рынков включает три последовательных этапа: перемещение на глобальные рынки центров ликвидности крупнейших национальных эмитентов, приобретение статуса участников торгов на глобальных рынках крупнейшими банками и брокерами — резидентами и, наконец, переориентация на зарубежные биржи операций основной части внутренних инвесторов. Уникальная ситуация, сложившаяся на российском фондовом рынке, когда позитивные маркоэкономические показатели сочетаются с запредельными правовыми и политическими рисками для инвесторов, привела к тому, что указанные вызовы глобальных рынков стали критическими для рынка российского. Риску предположить, что первый этап неблагоприятного сценария развития российского фондового рынка подходит к завершению. Если еще год назад, в июне 2003 г., на долю российских бирж — ММВБ, Фондовой биржи «Санкт-Петер-

бург» и РТС — приходилось 66% вторичного объема торгов акциями российских акционерных обществ (включая рынки депозитарных расписок), то в июле 2004 г. их доля упала до 28% биржевого оборота акций. Доля Лондонской фондовой биржи за этот период возросла с 27 до 65%. Анализ различных факторов развития внутреннего фондового рынка не дает достаточных оснований надеяться, что в обозримой перспективе данное соотношение изменится в пользу российского рынка акций.

Уязвимость российского рынка ценных бумаг обусловлена его зависимостью от иностранных инвесторов и состояния банковской ликвидности. По оценкам BCG, доля иностранных инвесторов в структуре собственности наиболее ликвидных акций составляет 50%, что выше не только аналогичных показателей в США (7%) или Франции (36%), но и в Польше (45%), фондовый рынок которой значительно уступает российскому.

В этих условиях необходимо взвешенно оценить внутренние резервы развития национального фондового рынка с тем, чтобы наметить его долгосрочную стратегию и определить его роль в обеспечении интересов прежде всего внутренних инвесторов. Без ориентации на массового внутреннего инвестора национальный фондовый рынок не сможет

стать конкурентоспособным и весьма быстро пройдет оставшихся два этапа.

О МОДЕРНИЗАЦИИ ИНФРАСТРУКТУРЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ

Вовлечение массового внутреннего инвестора на фондовый рынок не произойдет само собой, для этого нужны согласованные действия представителей регулирующих органов, управляющих компаний, инфраструктурных организаций, брокеров, дилеров и банков. Примерами таких действий служат предпринимаемые в настоящее время на развитых рынках ценных бумаг меры по развитию коллективных инвестиций и переориентации инфраструктурных организаций на более полный учет потребностей массового инвестора в данной сфере. Более подробно остановимся на формировании организованного рынка ценных бумаг открытых инвестиционных фондов, ликвидность которых обеспечивается путем реализации прав инвесторов на предъявление ценных бумаг инвестиционных фондов к погашению по первому требованию их владельцев.

Сложившийся рынок ценных бумаг открытых инвестиционных фондов (далее ОИФ) во многих странах существует обособленно от биржевого рынка акций и



облигаций. Ликвидность ценных бумаг ОИФов поддерживается путем их выдачи и погашения на внебиржевом рынке преимущественно через дистрибутивные сети, организуемые управляющими компаниями данных инвестиционных фондов. Это объясняется особенностью инвестиционных фондов как финансовых посредников, аккумулирующих накопления неискушенных инвесторов на длительное время.

Особый режим совершения сделок с ценными бумагами ОИФов призван оградить инвесторов инвестиционных фондов от «размывания» рыночной стоимости принадлежащих им ценных бумаг инсайдерами и искушенными инвесторами путем арбитража между расчетной и фактической стоимостью ценных бумаг инвестиционных фондов, краткосрочной или поздней торговли ими. В целях обеспечения прав неискушенных инвесторов на рынке ценных бумаг ОИФов применяются такие механизмы, как обязательность ценообразования данных ценных бумаг исходя из стоимости чистых активов инвестиционных фондов, применение преимущественно форвардного метода при определении стоимости паев, установление экономических и иных барьеров для краткосрочных сделок и другие механизмы.

Вместе с тем при совершении сделок с ценными бумагами ОИФов инвесторы сталкиваются с серьезными проблемами.

Наличие индивидуализированных каналов дистрибуции ценных бумаг инвестиционных фондов вызывает повышенные операционные риски и издержки инвесторов при совершении операций с данными ценными бумагами. Расчеты по сделкам с ценными бумагами открытых инвестиционных фондов не осуществляются на условиях «поставка против платежа». Но главный недостаток рынка ценных бумаг ОИФов состоит в его сегментации, затрудняющей перемещение частных капиталов в зависимости от эффективности функционирования инвестиционных фондов, и в ограничении рыночных методов контроля владельцев ценных бумаг инвестиционных фондов за различными агентами, распоряжающимися их инвестициями. Административные методы контроля за данными агентами в виде контрольных функций государственных органов или специализированных депозитариев часто оказываются неспособными предотвратить многочисленные манипуляции со средствами неискушенных инвесторов.

Все это обуславливает необходимость реформирования рынка ценных бумаг ОИФов. Одним из ключевых направлений

модернизации данного сегмента рынка ценных бумаг является более полное использование потенциала бирж и инфраструктуры фондового рынка.

Почти на всех биржах развитых фондовых рынков появились отдельные сегменты вторичных биржевых торгов ценными бумагами инвестиционных фондов. На биржах появились новые финансовые инструменты, выпускаемые биржевыми индексными фондами (*Exchange-Traded Funds*). Однако, несмотря на то что большинство биржевых индексных фондов являются открытыми, ценные бумаги основной массы открытых инвестиционных фондов пока вряд ли появятся на вторичном биржевом рынке. Причина состоит в том, что появление ценных бумаг на бирже неизбежно вызывает проблему расхождения их биржевой цены и расчетной стоимости, определяемой на основе стоимости чистых активов, что связано с повышенными рисками для неискушенных инвесторов. В целях минимизации данного расхождения необходимо допущение арбитражных сделок с ценными бумагами инвестиционных фондов при их выдаче-погашении и вторичном обращении. Такой арбитраж возможен лишь при условии абсолютной прозрачности портфелей инвестиционных фондов в режиме реального времени, что пока достижимо лишь для тех фондов, структура активов которых составляется на основе одного из общепризнанных фондовых индексов. Этим объясняется, что из всех ОИФов вторичный биржевой рынок прижился лишь для биржевых индексных фондов. Обсуждения целесообразности создания биржевого рынка акций активно управляемых взаимных фондов в США, инициированные Комиссией по ценным бумагам и биржам в 2001 г., так и не привели к конкретным результатам.

Более перспективным направлением развития открытых инвестиционных фондов, придерживающихся стратегий активного управления портфелем, представляется централизация инфраструктуры, обеспечивающей выдачу и погашение ценных бумаг ОИФов, переход к унифицированному электронному документообороту между управляющими компаниями, регистраторами и финансовыми посредниками, обслуживающими различные категории инвесторов, обеспечение исполнения сделок с данными ценными бумагами на условии «поставка против платежа».

В этих условиях меры, предпринимаемые для повышения уровня конкурентоспособности российского фондового рынка, должны учитывать позитивный опыт, накопленный на развитых фондовых рынках.

КОРОТКО ОБ ОПЫТЕ ЕВРОПЕЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

В Европе по мере создания единого фондового рынка инвестиционные фонды начинают играть все более заметную роль в сфере аккумулирования сбережений населения. Общий объем активов инвестиционных фондов в Европе составляет около 5 трлн евро, или почти 70% от объемов активов взаимных фондов в США. При этом если в США функционируют около 8,2 тыс. взаимных фондов, то количество инвестиционных фондов в Европе превышает 41 тыс. Наличие более мелких и соответственно менее конкурентоспособных инвестиционных фондов в Европе делает проблему создания современного механизма выдачи, обращения и погашения ценных бумаг инвестиционных фондов для данного рынка еще более актуальной, чем в США.

За последние годы в Европе наблюдается резкое усиление интеграционных процессов в сфере инфраструктуры рынка ценных бумаг. Расчетно-клиринговая организация *Clearstream* создала систему *Vestima+*, выполняющую функции, аналогичные тем, что совершает *NSCC* на рынке акций взаимных фондов. Другая расчетно-клиринговая организация — *Euroclear* — также развивает централизованную систему обслуживания сделок выдачи и погашения ценных бумаг открытых инвестиционных фондов — *FundSettle*. В настоящее время участниками данной системы являются более 300 регистраторов во всем мире, в ней обслуживаются ценные бумаги более чем 20 тыс. открытых инвестиционных фондов.

В марте 2004 г. клиринговая организация Великобритании *CrestCo* обратилась к своим участникам с инициативой создать централизованную систему обслуживания операций выдачи и погашения акций ОИФов на британском фондовом рынке.

Таким образом, и в Европе, несмотря на различия фондовых рынков и правовых систем разных стран, активизировались процессы создания централизованной системы выдачи и погашения ценных бумаг инвестиционных фондов как отдельного сегмента фондового рынка. ■

(Окончание следует.)