

ОСОБЕННОСТИ ИНФРАСТРУКТУРНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ В РОССИИ

В. А. Челпанова

*Саратовский социально-экономический институт (филиал)
Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова*

Поступила в редакцию 21 января 2015 г.

Аннотация: статья посвящена актуальной проблеме инфраструктурного регулирования рынка паевых инвестиционных фондов. Отражены специфические особенности инфраструктурного регулирования рынка паевых инвестиционных фондов в России, в частности особый порядок ценообразования на рынке паевых инвестиционных фондов и определение сроков совершения операций с инвестиционными паями. Сделаны соответствующие выводы, отражающие особенности инфраструктурного регулирования паевых инвестиционных фондов на биржевом и внебиржевом рынках ценных бумаг в России.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, паевой инвестиционный фонд, инфраструктурное регулирование, инвестиционный пай, внебиржевой рынок ценных бумаг.

Abstract: the article reflects the specific features of the infrastructure market regulation of mutual funds in Russia, in particular, special pricing on the market of mutual funds and the timing of transactions with the investment shares. In the end, draw conclusions, reflecting features of the infrastructure regulation of mutual funds in the stock exchange and over-the-counter securities markets in Russia.

Key words: market securities, mutual Fund, infrastructure, regulation, investment unit, over-the-counter securities market.

В настоящее время в научной среде исследователи чаще используют определение инфраструктуры рынка ценных бумаг, а термин «инфраструктура рынка паевых инвестиционных фондов» практически не применяется. Например, В. Т. Батычко, не рассматривая рынок паевых инвестиционных фондов как таковой, дает следующее определение: «инфраструктура рынка ценных бумаг – сложная система институтов, обеспечивающих бесперебойное функционирование рынка ценных бумаг путем создания необходимых условий деятельности его участников» [1].

В свою очередь, мы предлагаем понимать под инфраструктурой рынка паевых инвестиционных фондов комплекс специализированных институтов и технологий, обеспечивающий возможность совершения операций с инвестиционными паями как на биржевом, так и внебиржевом рынках паевых инвестиционных фондов.

Полагаем, инфраструктурное регулирование отечественного рынка паевых инвестиционных фондов обладает рядом специфических особенностей, не присущих другим сегментам национального рынка ценных бумаг.

В первую очередь инфраструктурное регули-

рование предусматривает особый порядок ценообразования на рынке паевых инвестиционных фондов. Дело в том, что в отличие от остальных сегментов национального рынка ценных бумаг (например, рынка акций или рынка облигаций), на которых рыночные цены определяются исключительно соотношением спроса и предложения, на рынке паевых инвестиционных фондов ключевым понятием является «расчетная стоимость инвестиционного пая». Согласно закону от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» она «определяется в соответствии с нормативными актами Банка России путем деления стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда, рассчитанной на день не ранее дня приема заявок на приобретение, заявок на погашение или заявок на обмен инвестиционных паев, на количество инвестиционных паев, указанное в реестре владельцев инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда на тот же день» [2].

В соответствии с приказом Федеральной службы по финансовым рынкам 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», «стоимость... чистых активов паевого инвестиционного фонда... определяется как разница между стоимостью активов этого фонда и величиной обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов, на момент определения стоимости чистых активов» [3, с. 3]. Следовательно, расчетная стоимость инвестиционного пая – строго формализованный показатель, который рассчитывается по определенному алгоритму, при этом она, как представляется, обладает некоторой долей условности.

Например, при определении стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда для оценки стоимости ценных бумаг, входящих в состав его активов, используется «признаваемая котировка», «определяющаяся как средневзвешенная цена по сделкам, совершенным с этой ценной бумагой в течение одного торгового дня, если число таких сделок составляет не менее 10», при этом «расчет признаваемой котировки ценных бумаг осуществляется при условии, что объем сделок, по которым рассчитывается их средневзвешенная цена, составляет не менее 500 000 рублей». Если же в течение одного торгового дня совершено менее 10 сделок, то для расчета признаваемой котировки ценной бумаги используются более длительные периоды (от 2 до 10 торговых дней) [3, с. 6].

Очевидно, что признаваемая котировка будет давать адекватное представление о стоимости ценных бумаг только в том случае, если они характеризуются относительно высоким уровнем ликвидности, а в отношении низко ликвидных ценных бумаг признаваемая котировка будет иметь низкий уровень репрезентативности.

Кроме того, само определение расчетной стоимости инвестиционных паев для различных типов инвестиционных фондов проводится с разной периодичностью.

Так, «после завершения формирования паевого инвестиционного фонда стоимость чистых активов такого фонда определяется:

1) для открытого паевого инвестиционного фонда – каждый рабочий день»;

2) для интервального паевого инвестиционного фонда: а) ежемесячно на последний рабочий день календарного месяца; б) на последний день срока приема заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев;

3) для закрытого паевого инвестиционных ин-

вестиционного фонда: а) ежемесячно на последний рабочий день календарного месяца; б) в случае погашения инвестиционных паев или увеличения количества выданных паев – на день, следующий за днем окончания срока приема заявок на приобретение инвестиционных паев» [3, с. 17].

Тем не менее на российском внебиржевом рынке паевых инвестиционных фондов расчетная стоимость инвестиционного пая (вне зависимости от типа и категории паевого инвестиционного фонда) является той ценой, по которой осуществляются выдача, погашение или обмен инвестиционных паев любого отдельно взятого паевого инвестиционного фонда, причем «правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом могут быть предусмотрены надбавки к расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче и скидки с расчетной стоимости инвестиционных паев при их погашении. Максимальный размер надбавки не может составлять более 1,5 % расчетной стоимости инвестиционного пая. Максимальный размер скидки не может составлять более 3,0 % расчетной стоимости инвестиционного пая» [3, с. 12].

Следовательно, на внебиржевом рынке для любого инвестора при выдаче инвестиционного пая его итоговая стоимость будет складываться из двух компонент: расчетной стоимости инвестиционного пая и надбавки к ней, а при погашении инвестиционного пая инвестор получит денежную сумму, эквивалентную расчетной стоимости инвестиционного пая за вычетом скидки (при обмене инвестиционных паев скидки и надбавки, как правило, не взимаются).

Важно обратить особое внимание на то, что расчетная стоимость инвестиционного пая является величиной, фиксированной на конкретный момент времени, т.е. в этот момент времени (в течение 1 торгового дня) для всех категорий инвесторов цена выдачи (с учетом надбавки) и цена погашения (с учетом скидки) инвестиционного пая отдельно взятого паевого инвестиционного фонда будут одинаковыми, причем совершенно не важно, каким образом инвестор совершает операции с инвестиционными паями – непосредственно через управляющую компанию или через агентов по выдаче, погашению или обмену инвестиционных паев.

Что же касается биржевого рынка паевых инвестиционных фондов, то роль расчетной стоимости инвестиционного пая на нем также очень велика: по сути, она является ключевым ориентиром при выставлении заявок на покупку и продажу

инвестиционных паев. Это связано с тем, что каждый инвестор может приобретать инвестиционные паи как на биржевом, так и внебиржевом рынке, поэтому для покупателя биржевой рынок будет интересен только в том случае, если цена покупки (или продажи) инвестиционных паев с точки зрения транзакционных издержек будет выгоднее цены выдачи (или погашения) инвестиционных паев на внебиржевом рынке.

Для инвесторов совершение операций с инвестиционными паями на внебиржевом рынке в ряде случаев удобнее, чем на биржевом рынке. Дело в том, что для выдачи, погашения или обмена инвестиционных паев на внебиржевом рынке инвестору достаточно обратиться в управляющую компанию или к агенту по выдаче, погашению или обмену инвестиционных паев, а для совершения операций с инвестиционными паями на биржевом рынке инвестор должен обратиться к брокеру, который предоставит ему доступ к биржевым торгам (обращение к брокеру предполагает заключение брокерского договора, открытие брокерского счета и, как правило, установку специальной торговой программы). При этом на биржевом рынке инвестор может совершать операции только с теми инвестиционными паями, которые прошли процедуру допуска к торгам (в настоящее время на внебиржевом рынке доступно вложение в большее количество инвестиционных фондов, чем на биржевом рынке).

Помимо этого, в действующем законодательстве предусмотрены некоторые ограничения на изменение рыночных котировок инвестиционных паев. В частности, в отношении паевых инвестиционных фондов, паи которых допущены к организованным торгам, предусмотрено, что «договор биржи... с управляющей компанией... должен предусматривать... соответствующую правилам доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом величину максимального отклонения цены покупки (продажи) инвестиционных паев, публично объявляемой маркет-мейкером биржевого фонда на организованных торгах, проводимых биржей, от расчетной цены одного инвестиционного пая», причем «указанная величина максимального отклонения не может превышать 5 % расчетной цены одного инвестиционного пая» [3, с. 25].

Кроме того, инфраструктурное регулирование паевых инвестиционных фондов определяет сроки совершения операций с инвестиционными паями.

На внебиржевом рынке паевых инвестиционных фондов сроки совершения всех основных

операций с инвестиционными паями не могут превышать сроков, установленных на законодательном уровне (выдача, обмен и погашение инвестиционных паев совершаются на основании соответствующих заявок, которые носят безотзывный характер)¹.

Так, «выдача инвестиционных паев должна осуществляться в день включения в состав паевого инвестиционного фонда подлежащего включению имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, или в следующий за ним рабочий день», «обмен инвестиционных паев одного паевого инвестиционного фонда на инвестиционные паи другого фонда может производиться только в случае, если дата погашения инвестиционных паев, подлежащих обмену, совпадает с датой выдачи инвестиционных паев, на которые производится обмен», а сроки выплаты денежной компенсации при погашении инвестиционных паев зависят от типа паевого инвестиционного фонда (для открытых и биржевых паевых инвестиционных фондов – «в течение срока, определенного правилами доверительного управления открытым или биржевым паевым инвестиционным фондом, но не позднее 10 рабочих дней со дня погашения инвестиционного пая», для интервальных паевых инвестиционных фондов – «в течение срока, определенного правилами доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом, но не позднее 10 рабочих дней со дня окончания срока приема заявок на погашение инвестиционных паев, в течение которого была подана соответствующая заявка», для закрытых паевых инвестиционных фондов – «в течение срока, определенного правилами доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом, но не позднее одного месяца со дня окончания срока приема заявок на погашение инвестиционных паев») [3, с. 26].

На российском биржевом рынке сроки совершения операций с инвестиционными паями (купля-продажа инвестиционных паев) в настоящее время аналогичны срокам совершения операций с другими ценными бумагами, которыми торгуют в режиме T+2.

По нашему мнению, в целом подобный подход к регулированию сроков совершения операций с инвестиционными паями негативно отражается на общем уровне ликвидности этого рынка, так как довольно большие сроки совершения операций с

¹ В российской практике купля-продажа инвестиционных паев на внебиржевом рынке распространения практически не получила (прежде всего, в силу сложности поиска контрагента по сделке).

ними делают этот сегмент национального рынка ценных бумаг непривлекательным для инвесторов.

Теоретически краткосрочным инвесторам может быть интересен биржевой рынок паевых инвестиционных фондов, однако в настоящее время он характеризуется низким уровнем ликвидности и, соответственно, большими спредами между лучшими котировками на покупку и продажу ценных бумаг, что снижает привлекательность большинства высокочастотных инвестиционных стратегий, которые подразумевают совершение большого количества сделок с ценными бумагами в течение короткого временного интервала (как правило, при использовании таких стратегий прибыль инвестора с каждой сделки измеряется десятками (реже – сотыми) долями процента). Однако практически все высоко частотные инвестиционные стратегии предполагают, что спред между лучшей заявкой на покупку и на продажу является минимальным и не оказывает существенного влияния на величину прибыли с одной сделки.

К сожалению, на российском биржевом рынке паевых инвестиционных фондов величина спреда весьма существенна и в среднем составляет от 0,2 % до 2,0 % (по тем инвестиционным паям, ликвидность которых не поддерживается маркет-мейкерами, величина спреда вполне может достигать 3,0–5,0 %). При такой величине рыночных спредов на этом рынке краткосрочные инвесторы переориентируются, в частности на биржевой рынок акций, который характеризуется более высоким уровнем ликвидности и позволяет эффективно реализовывать высокочастотные инвестиционные стратегии.

Примечательно, что низкая ликвидность отечественного биржевого рынка паевых инвестиционных фондов приводит к тому, что инвестиционные паи не включаются в списки ликвидных ценных бумаг, которые ежеквартально составляются российскими фондовыми биржами (прежде всего, ОАО «Московская биржа»). В результате этого

инвесторам недоступно совершение маржинальных операций с инвестиционными паями, а сами паи не могут служить обеспечением по маржинальным сделкам. Данная ситуация также приводит к оттоку средств с биржевого рынка паевых инвестиционных фондов на биржевые рынки других ценных бумаг (прежде всего, на рынок акций и, в меньшей степени, на рынок облигаций).

Таким образом, в настоящее время инфраструктурное регулирование российского рынка паевых инвестиционных фондов характеризуется следующими особенностями, а именно:

1) предусматривает особый порядок ценообразования на рынке паевых инвестиционных фондов (предполагается систематическое определение расчетной стоимости инвестиционного пая на основании стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда);

2) определяет сроки совершения операций с инвестиционными паями (в нормативно-правовых актах определены максимальные сроки совершения всех основных операций с инвестиционными паями).

ЛИТЕРАТУРА

1. *Батычко В. Т.* Предпринимательское право : конспект лекций / В. Т. Батычко. – Таганрог : ТТИ ЮФУ, 2011. – С. 28.
2. Об инвестиционных фондах : федер. закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ (в ред. от 12.03.2014). – Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
3. 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 : приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 15 июня 2005 г. № 05-21/пз-н (в ред. от 24.04.2012). – Доступ из информ.-правовой системы «Гарант».

Саратовский социально-экономический институт (филиал) Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова

*Челпанова В. А., кандидат экономических наук,
доцент кафедры финансов
E-mail: chelpanova13@yandex.ru
Тел.: 8-917-308-01-17*

*Saratov Social and Economic Institute (Branch)
of the Russian Economic University named after
G. V. Plekhanov*

*Chelpanova V. A., Candidate of Economic Sciences,
Associate Professor of the Finance Department
E-mail: chelpanova13@yandex.ru
Tel.: 8-917-308-01-17*