

## Совершенствование механизма функционирования общих фондов банковского управления в Российской Федерации

© 2010 Е.И. Елынкин

Самарский государственный экономический университет

E-mail: eelynkin@rsb.ru

Представлены практические рекомендации по совершенствованию существующего механизма функционирования рынка общих фондов банковского управления в РФ. Важнейшими из них являются информирование населения о новом банковском продукте, допуск паев ОФБУ к обращению на фондовом рынке и контроль государства за данной формой инвестирования.

*Ключевые слова:* ОФБУ, фонд, инвестиционный, банковский, коллективный, инвестиции, совершенствование, механизм, фондовый рынок.

Общие фонды банковского управления представляют собой одну из форм коллективных инвестиций, во многом аналогичную известным многим паевым инвестиционным фондам, но имеющую ряд преимуществ и одно существенное ограничение.

Общие фонды банковского управления в зависимости от степени вовлеченности управляющих в выбор активов можно подразделить на активно управляемые и индексные. Среди активно управляемых фондов, в свою очередь, экономисты выделяют интервальные и открытые.

Особенно актуально первое предложение по совершенствованию функционирования ОФБУ для интервальных активно управляемых ОФБУ (АУОФБУ). Интервальные ОФБУ основную часть времени не производят погашения паев по требованию их владельцев и осуществляют приобретение и погашение паев лишь в периоды открытия интервалов. Интервальные АУОФБУ являются наиболее капитализированными фондами на российском фондовом рынке, суммарный объем их СЧА составляет свыше 3 млрд руб. Такая популярность интервальных ОФБУ обуславливает необходимость их совершенствования, и здесь наиболее важный способ - придание паям ОФБУ статуса ценной бумаги (по аналогии с паями ПИФов). Прежде всего, это обеспечивает им ликвидность, т.е. у учредителей управления (инвесторов) появится возможность реализации своих паев интервального ОФБУ до открытия соответствующего интервала. Для открытых ОФБУ, располагающих механизмом поддержания ликвидности паев путем их выкупа (погашения), преимущества от создания дополнительного механизма ликвидности паев с помощью их вторичного рынка не столь очевидны, как у интервальных АУОФБУ.

Однако в ряде случаев вторичный биржевой рынок паев и открытых АУОФБУ может ока-

заться более предпочтительным способом поддержания ликвидности их паев за счет низких транзакционных издержек участников рынка и доступности биржевого рынка для более широкого круга инвесторов. Кроме того, вторичный биржевой рынок паев открытых АУОФБУ позволил бы оградить владельцев паев от рисков размывания стоимости принадлежащих им ценных бумаг ОФБУ со стороны искушенных инвесторов, использующих практику краткосрочной торговли, поздней торговли и другие спекулятивные стратегии в целях извлечения повышенной краткосрочной прибыли при приобретении и погашении паев ОФБУ. В отличие от сделок покупки и погашения паев ОФБУ, сделки с паями на вторичном рынке не будут влиять на СЧА ОФБУ и расчетную стоимость паев (по аналогии с ПИФаами).

Оценивая перспективы формирования вторичного биржевого рынка паев ОФБУ, составим совокупность требований к ОФБУ, которые могут предъявляться биржами при допуске паев ОФБУ к биржевому обращению. Данные требования должны носить универсальный характер и быть применимыми для всех типов ОФБУ, паи которых будут выходить на биржи. Реализация данных предложений может способствовать повышению уровня информированности инвесторов ОФБУ при принятии ими решений по сделкам с паями. Требования универсального характера можно свести к следующему перечню.

1. Раскрытие информации о составе, структуре и стоимости чистых активов ОФБУ не реже одного раза в месяц, принятие доверительными управляющими обязательств по раскрытию данной информации на одном или нескольких информационных порталах в сети Интернет, в том числе поддерживаемых инфраструктурными организациями фондового рынка, саморегулируемыми организациями и информационными агентствами.

2. Устранение асимметрии в доступе к информации о составе и структуре активов, СЧА ОФБУ и расчетной стоимости паев ОФБУ между различными пользователями данной информации - инвесторами, финансовыми посредниками, менеджментом управляющих компаний, специализированными депозитариями, регистраторами и регулируемыми органами.

3. Обеспечение заблаговременного раскрытия доверительными управляющими ОФБУ информации о корпоративных и иных событиях, имеющих существенное значение для биржевых цен паев и рисков инвесторов. Применение интервальными АУОФБУ практики регулярных, не реже одного раза в год, начислений и выплат доходов владельцам паев данных ОФБУ.

4. Развитие вторичного биржевого рынка паев ОФБУ, требующее формирования механизма поддержания их ликвидности за счет усилий маркет-мейкеров, поддерживающих двусторонние котировки паев и рыночные размеры спредов не более 1,0-1,5%.

5. Регулярная проверка Центральным банком соответствия структуры ОФБУ названию фонда, доходности фонда и доходности соответствующего базисного индекса.

Значимым результатом выхода паев ОФБУ на фондовый рынок станет устранение премий и дисконтов при купле-продаже паев на вторичном рынке.

В настоящее время открытые ОФБУ применяют метод форвардного ценообразования паев. Если инвестиционный портфель открытого ОФБУ состоит из ликвидных ценных бумаг, с которыми на регулярной основе совершаются сделки на биржах, не существует каких-либо технологических препятствий для раскрытия в режиме реального времени информации о СЧА и расчетной стоимости паев рассматриваемых открытых ОФБУ<sup>1</sup>.

Обобщая проблемы, можно сделать следующий вывод: придание паям общих фондов банковского управления статуса ценных бумаг и применение биржевых технологий позволят существенно повысить как эффективность функционирования индексных и активно управляемых, особенно интервальных, ОФБУ, так и привлекательность банковских фондов для инвесторов. Интервальные ОФБУ останутся таковыми только для доверительных управляющих, которые продолжат пользоваться всеми их преимуществами, а для учредителей управления таких фондов появится возможность реализовать свои паи в любой момент времени.

В процессе обсуждения предполагаемой инфраструктуры фондового рынка, учитывая по-

требности развития рынка ценных бумаг фондов, необходимо отметить, что нет необходимости в создании отдельной подсистемы инфраструктуры фондового рынка, обеспечивающей операции продажи, обмена и погашения паев ОФБУ. После придания паям банковских фондов статуса ценных бумаг лишь расширится перечень объектов, обращающихся на фондовом рынке. После придания паям ОФБУ статуса ценных бумаг фондовый рынок также будет состоять из следующих двух подсистем:

- первичного рынка, на котором осуществляются продажа, обмен и погашение ценных бумаг фондов;
- вторичного рынка, на котором происходит их обращение.

Наличие двух подсистем рынка паев ОФБУ - закономерное явление, связанное с особенностями механизма функционирования открытых и интервальных ОФБУ. Ликвидность паев большинства открытых фондов поддерживается исключительно на первичном рынке. Напротив, ликвидность паев интервальных фондов обеспечивается главным образом на их вторичном рынке. Интервальные ОФБУ могут использовать смешанную модель поддержания ликвидности их паев на первичном и вторичном фондовых рынках.

Анализ проблем инфраструктуры фондового рынка и будущих потребностей при обращении на нем паев общих фондов банковского управления позволяет сформулировать следующие принципы совершенствования инфраструктуры рынка.

1. Централизация расчетных функций на рынке ценных бумаг, выполняемых несколькими расчетными депозитариями и расчетными палатами, в одном-двух расчетных депозитариях. Это позволит преодолеть фрагментарность российского фондового рынка, его участники получат возможность совершать сделки на различных биржах и внебиржевые сделки с ценными бумагами через единственный счет депо и банковский счет, открываемые в данном расчетном депозитарии.

2. Формирование единого клирингового центра, обеспечивающего централизованный клиринг по всем типам ценных бумаг и позволяющего поэтапно реализовать переход к гарантированным расчетам на биржевом рынке ценных бумаг в стандартные сроки без обязательного предварительного резервирования денежных средств и депонирования ценных бумаг участниками биржевых торгов.

3. Установление корреспондентских отношений расчетных депозитариев с международными

расчетно-клиринговыми системами (Euroclear, Clearstream, DTCC и др.), предоставление возможности всем инвесторам-резидентам, в том числе доверительным управляющим, совершать сделки с ценными бумагами иностранных эмитентов. Данная мера позволит упростить работу и сократить расходы управляющих фондов, активы которых формируются из иностранных ценных бумаг.

4. Модернизация платежной системы, обслуживающей рынок ценных бумаг, переход к расчетам в режиме реального времени.

5. Создание центра дублирования и хранения информации о сделках с ценными бумагами и правах на ценные бумаги.

Создание биржевого рынка паев ОФБУ требует решения проблемы независимого информационного посредника, обеспечивающего раскрытие информации о фондах, а также всей существенной информации об оценке стоимости СЧА, расчетной стоимости паев, о ходе и итогах биржевых торгов разных стран. Основная функция указанного посредника состоит в обеспечении любых заинтересованных лиц объективной и полной информацией.

В действующей инфраструктуре фондового рынка таким информационным посредником может стать биржа, организующая рынок паев ОФБУ, или ее расчетный депозитарий, саморегулируемая организация (например, Национальная лига управляющих<sup>2</sup>) или независимые информационные агентства (Cbonds<sup>3</sup>, Интерфакс, СКРИН и др.).

Для нужд формирования эффективного рынка паев ОФБУ информационный посредник должен в режиме реального времени раскрывать следующую информацию о фондах:

- данные о ходе биржевых торгов паями ОФБУ, включая цену и количество паев последней сделки, пять лучших предложений на продажу и покупку паев, количество совершенных сделок, средневзвешенную цену по заключенным сделкам, цену первой сделки с паями ОФБУ;

- данные об итогах торгового дня, включая цену последней сделки с паями и средневзвешенную цену по итогам торгового дня, количество совершенных сделок, оборот паев в штуках и объем торгов за день в рублях;

- сведения о корпоративных событиях (об открытии и закрытии интервалов интервальных ОФБУ, о приостановлении или возобновлении операций с паями доверительным управляющим, проведении собраний учредителей управления, изменениях условия вступления и выхода из фонда и др.), которые могут оказывать влияние на параметры биржевых сделок с паями;

- данные о стоимости паев и ее изменениях в течение торгового дня, расчете СЧА, количестве купленных, обмененных и погашенных паев в течение торгового дня;

- правила доверительного управления имуществом ОФБУ и другие публичные документы, а также финансовую отчетность общих фондов банковского управления и доверительного управляющего.

Исключительная прозрачность деятельности ОФБУ, возможность купли-продажи их паев на бирже и экономическая эффективность этих операций с точки зрения транзакционных издержек инвесторов будут способствовать притоку новых средств в ОФБУ.

Далее назовем конкретные меры по совершенствованию нормативных документов об ОФБУ, которые необходимо заложить в основу принятия соответствующего закона с отражением всех нижеперечисленных проблем в целях более полного использования потенциала инфраструктуры фондового рынка при совершении сделок с паями ОФБУ.

1. Нужно определить момент времени, когда сделки по приобретению или погашению паев ОФБУ считаются заключенными. В настоящее время нет возможности однозначно определить обязанности сторон по исполнению данных сделок и создать систему управления рисками участников данных сделок. Сложности решения этого вопроса связаны с дуализмом отношений при вступлении в фонд и таким образом приобретении паев их первым собственником. С одной стороны, инвесторы выступают учредителями доверительного управления, с другой, согласно гражданскому законодательству, договор доверительного управления является реальным договором, который “считается заключенным с момента передачи учредителем доверительного управления соответствующего имущества доверительному управляющему (п. 2 ст. 433 ГК РФ)”<sup>4</sup>. В общих условиях создания и доверительного управления имуществом записано, что “договор присоединения<sup>5</sup> считается заключенным с даты поступления денежных средств на счет доверительного управляющего”, что подтверждает данное предположение.

2. Необходимо решить минимизировать период времени между моментом подачи заявки на выход из фонда (погашение паев) и моментом исполнения доверительным управляющим своих обязательств. Вариантом решения может служить допуск паев ОФБУ на фондовую биржу (по аналогии с паями ПИФов).

3. Предусмотреть, что паи ОФБУ могут выпускаться не только в форме именной ценной

бумаги, но и как ценные бумаги на предъявителя с централизованной формой хранения их глобального сертификата в депозитарии.

Автором была разработана модель взаимодействия участников рынка ОФБУ при начале обращения паев ОФБУ на фондовом рынке (см. рисунок).

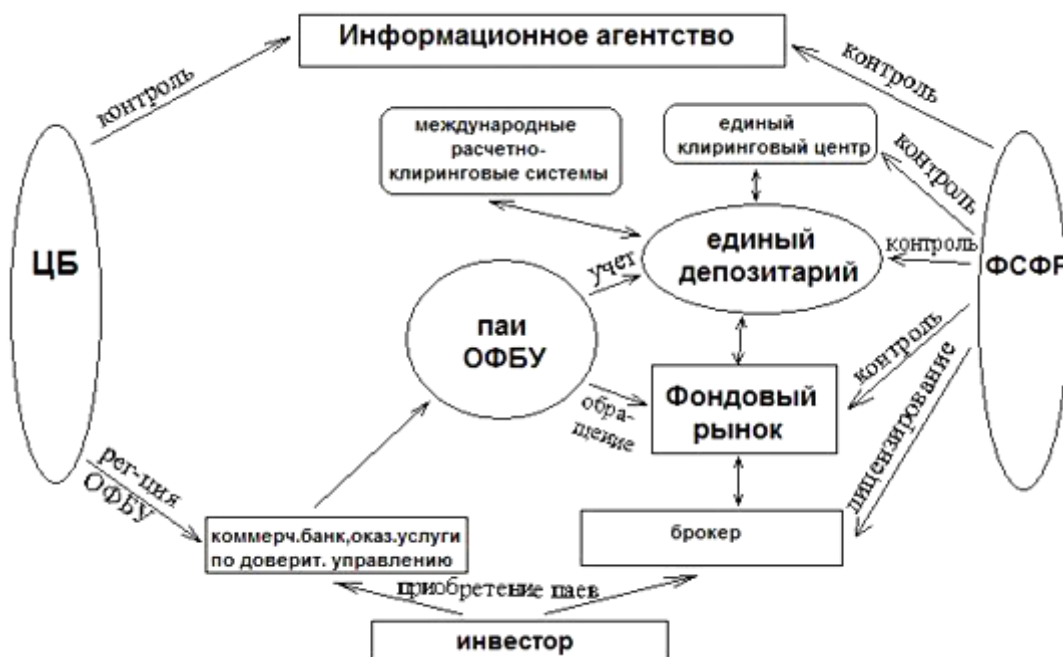


Рис. Модель взаимодействия участников рынка ОФБУ

Таким образом, инвестор может приобрести паи непосредственно в банке, выполняющем функции по доверительному управлению, или на фондовом рынке с помощью посредника-брокера (в офисе или с помощью специальной компьютерной он-лайн-программы). В модели еще раз подчеркивается необходимость создания единого депозитария, единого клирингового центра, в перспективе целесообразна возможность кооперации с международными расчетными центрами. Требуется создание информационного агентства, контроль за которым будет возложен и на Центробанк, и на Федеральную службу по финансовым рынкам (ФСФР). Помимо контроля за столь необходимым информационным агентством, за Центробанком остается функция регулирования и контроля за коммерческими банками - доверительными управляющими, контроль же и регулирование деятельности всех остальных участников представленной модели возлагается на ФСФР в соответствии с ее предназначением.

Резюмируя проблемы и предложения, рассмотренные в настоящей работе, можно сделать вывод о том, что совершенствование инфраструк-

туры фондового рынка и законодательства, касающегося ОФБУ, является важным условием их дальнейшего развития. По мнению многих специалистов, придание паям ОФБУ статуса ценной бумаги станет катализатором развития этого динамичного инструмента коллективных инвестиций. Основным механизмом контроля рынка

ОФБУ, наряду с ЦБ РФ, должны стать информационные агентства, которые могут взять на себя функции сбора и оперативного раскрытия данных о стоимости чистых активов, расчетной стоимости паев и другой информации, необходимой участникам рынка.

Развитие ОФБУ может содействовать решению важнейших социально-экономических проблем страны, включая размещение накоплений населения на условиях позитивной реальной доходности и диверсификации рисков, вовлечение долгосрочных внутренних инвестиционных ресурсов на нужды развития экономики, повышение эффективности банковского сектора за счет конкуренции на рынке услуг финансовых посредников, повышение уровня корпоративного управления крупнейшими акционерными обществами, более полный учет интересов их миноритарных акционеров, установление партнерских отношений между бизнесом и обществом.

<sup>1</sup> Примером раскрытия информации об изменениях рыночной стоимости инвестиционных портфелей в режиме реального времени является практика раскрытия информации о ведущих фондовых индексах.

<sup>2</sup> НЛУ пока обеспечивает раскрытие информации только о ПИФах через информационный сервер [www.cic.ru](http://www.cic.ru).

<sup>3</sup> В конце 2003 г. информационное агентство Сbonds приступило к раскрытию информации об общих фондах банковского управления и паевых инвестиционных фондах через информационный сервер [www.invesfunds.ru](http://www.invesfunds.ru).

<sup>4</sup> Брагинский М.И., Витрянский В.В. Договорное право. Кн. 3: Договоры о выполнении работ и оказании услуг. Изд. доп., испр. М., 2006. С. 839.

<sup>5</sup> Договор присоединения - договор, условия которого определены доверительным управляющим в виде общих условий фонда и приняты учредителем управления не иначе как путем присоединения к предложенному договору в целом, с помощью подачи учредителем управления письменной заявки на передачу имущества в фонд либо заявки на перевод имущества (части имущества) из другого ОФБУ (см.: Общие условия создания и доверительного управления имуществом).

*Поступила в редакцию 01.04.2010 г.*