



Людмила Корнеева

заместитель руководителя направления спецдепозитарного обслуживания АО «Специализированный депозитарий «ИНФИНИТУМ»

Рынок оценил преимущества

Перед управляющей компанией, только задумывающейся о потенциальной возможности создания в своей линейке биржевого ПИФа, встает масса вопросов

Почти шесть лет понадобилось рынку коллективных инвестиций, чтобы пройти путь от установленной Федеральным законом № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (далее — ФЗ «Об инвестиционных фондах», 156-ФЗ) возможности создания паевого инвестиционного фонда нового типа до реализации такой возможности на практике.

По состоянию на конец июня 2019 года Банком России зарегистрировано двенадцать Правил доверительного управления биржевыми паевыми инвестиционными фондами (БПИФ). Десять фондов уже начали свою активную работу, один из них существует почти год.

Эти факты не только говорят о серьезном интересе рынка к биржевым фондам, но и дают основания утверждать, что самый первый и самый сложный этап в работе нового инструмента уже пройден. И участники, которые работают с этим типом паевых инвестиционных фондов, нашли ответы на основные вопросы, касающиеся его функционирования.

Вместе с тем стоит отметить, что при планировании своей деятельности перед любой управляющей компанией, только задумывающейся о потенциальной возможности создания БПИФ в своей линейке, встает масса вопросов. Это связано с его достаточно серьезными отличиями от других типов паевых инвестиционных фондов.

История вопроса

1 сентября 2012 года вступили в силу дополнения в ФЗ «Об инвестиционных фондах», которые ввели новый тип паевых инвестиционных фондов — биржевой. Таким образом, на уровне федерального законодательства была предусмо-

трена возможность создания в России аналога ETF — торгуемых на бирже фондов, имеющих уже почти полувековую историю работы на зарубежных рынках и пользующихся большой популярностью, в том числе, и у российских инвесторов.

В середине 2013 года вступили в силу утвержденные Правительством РФ Типовые правила биржевого паевого инвестиционного фонда. Однако даже с учетом наличия Типовых правил законодательная база была недостаточна для возможности перехода от теории к практике — требовалось утверждение Банком России ряда дополнительных нормативных правовых актов. В свою очередь, для создания таких актов требовалось, в том числе, наличие серьезного интереса к новому инструменту как со стороны управляющих компаний, так и со стороны розничных инвесторов. На осознание такого интереса, формирование потребности в БПИФ, проработку и утверждение всех недостающих подзаконных актов, выработку механизмов взаимодействия основных участников процесса ушло еще пять лет.

Первый биржевой паевой инвестиционный фонд был сформирован 30 августа 2018 года. Им стал биржевой паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Сбербанк — Индекс МосБиржи полной доходности «брутто» под управлением Акционерного общества «Сбербанк — Управление Активами».

Особенности обращения паев биржевого ПИФа

Биржевой паевой инвестиционный фонд — это один из четырех предусмотренных ФЗ «Об инвестиционных фондах» типов ПИФ. Его основными особенностями являются порядок обращения инвестиционных паев и наличие двух категорий пайщиков:

- владелец инвестиционных паев — розничный инвестор;

- владелец инвестиционных паев, являющийся уполномоченным лицом (далее — уполномоченное лицо).

БПИФ предполагает наличие у владельца инвестиционных паев права в любой рабочий день требовать от лица, уполномоченного управляющей компанией, покупки всех или части принадлежащих ему инвестиционных паев, и права продать их на бирже, указанной в правилах доверительного управления (далее — ПДУ БПИФ), на предусмотренных такими правилами условиях.

У уполномоченного лица есть право в сроки, установленные ПДУ БПИФ, требовать от управляющей компании погашения всех принадлежащих ему инвестиционных паев и прекращения тем самым договора доверительного управления между ним и управляющей компанией или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев.

При этом непосредственное взаимодействие с управляющей компанией может осуществлять только уполномоченное лицо. Только у него есть право подачи заявок на приобретение инвестиционных паев как на стадии формирования, так и после завершения формирования фонда. Заявку на погашение инвестиционных паев БПИФ подать управляющей компании может также только уполномоченное лицо.

Для любых других лиц основным каналом покупки и продажи инвестиционных паев являются организованные торги. Гарантом возможности ежедневного осуществления таких сделок выступает управляющая компания, которая обязана до даты возникновения оснований для прекращения БПИФ обеспечить покупку (продажу) маркет-мейкером инвестиционных паев на организованных торгах по цене, находящейся в определенном коридоре.

Право пайщика требовать от уполномоченного лица покупки всех или

части принадлежащих ему инвестиционных паев видится лишь дополнительной возможностью, потому как пай БПИФ — это инструмент, который в первую очередь ориентирован на биржевой оборот.

Отсутствие прямого взаимодействия управляющей компании с пайщиками дает возможность привлечения большого количества розничных инвесторов без организации широкой агентской сети. Кроме того, отсутствует необходимость содержания штата сотрудников, обеспечивающих анализ и подготовку постоянного потока документов, которые требуются для выдачи и погашения инвестиционных паев, осуществления включения переданных в оплату паев денежных средств, выплат денежных компенсаций при погашении и др.

Весь этот поток для управляющей компании ограничивается взаимодействием с уполномоченными лицами, которых в теории может быть несколько, но на практике в большинстве работающих БПИФ такое лицо всего одно.

Вместе с тем, ограниченность круга лиц, которые могут участвовать в процессе формирования биржевого фонда, вызывает необходимость решения вопроса с наличием у уполномоченного лица стартового капитала в размере 25 млн рублей: это минимальная сумма, необходимая для завершения формирования биржевого ПИФ и являющаяся условием включения этого фонда в список ценных бумаг, допущенных к организованным торгам.

Основные участники инфраструктуры БПИФ

Наряду с классической инфраструктурой паевого инвестиционного фонда, состоящей из управляющей компании, специализированного депозитария, специализированного регистратора и аудитора, обязательными участниками, обеспечивающими функционирова-

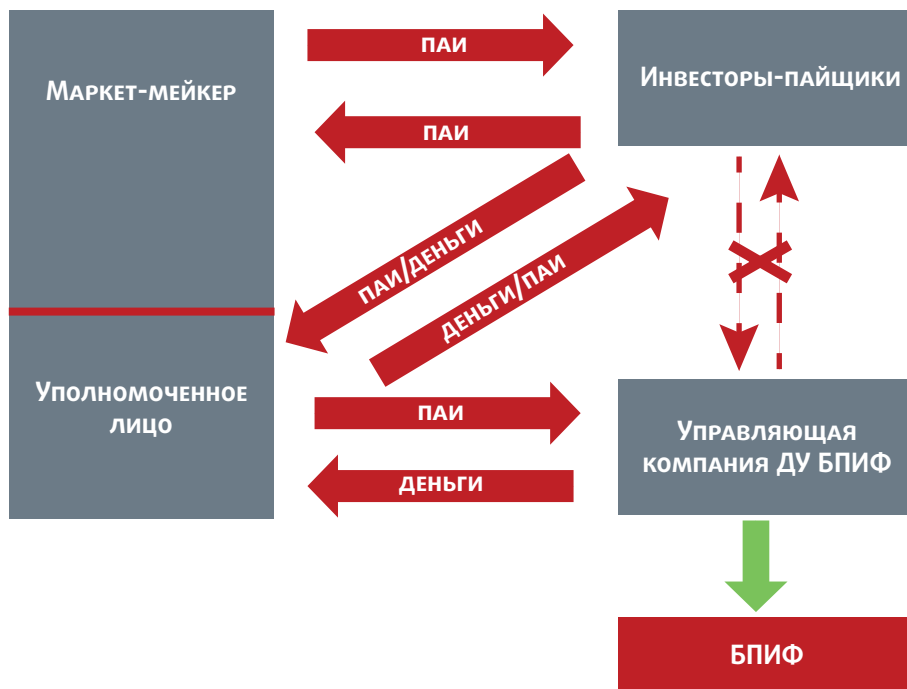
ние биржевого ПИФ, являются биржа, маркет-мейкер и лицо, рассчитывающее индекс.

Биржа является как площадкой, обеспечивающей биржевой вторичный оборот паев БПИФ и приобретение (продажу) активов, в которые инвестируется имущество фонда, так и лицом, принимающим решение о включении паев биржевого ПИФ в список бумаг, допущенных к торгам. Уникальной ролью биржи является осуществление функций калькулирующего агента, то есть, лица, которое рассчитывает значение расчетной цены инвестиционного пая (iNAV). Наличие этой цены необходимо для определения того самого ценового коридора, в котором маркет-мейкер должен обеспечить наличие заявок на покупку (продажу) паев БПИФ на организованных торгах. Максимальное отклонение цен покупки (продажи) устанавливается в ПДУ биржевого фонда и не может составлять более 5% от iNAV.

iNAV по своей сути — расчетная стоимость пая, которая, в отличие от последней, рассчитывается биржей каждые 15 секунд на основании предоставленных управляющей компанией справки о стоимости чистых активов биржевого ПИФ по состоянию на конец предыдущего рабочего дня с учетом текущих изменений цен по торгуемым инструментам, входящим в состав портфеля. Значения же суммы денежных средств, находящихся на расчетных счетах фонда, справедливой стоимости депозитов, кредиторской задолженности и пр., применяемые при расчете, остаются неизменными в течение рабочего дня и используются биржей без каких-либо корректировок.

До возникновения оснований для прекращения биржевого ПИФ управляющая компания обязана обеспечить выполнение маркет-мейкером своих обязательств по покупке (продаже) ин-

Рисунок. Инфраструктура БПИФ



вестиционных паев БПИФ. Контроль за деятельностью маркет-мейкера и соблюдением им установленного коридора отклонения цен от iNAV, а также условий в отношении объема совершенных сделок, по достижению которого обязанность маркет-мейкера будет считаться выполненной (это условие также прописано в ПДУ), осуществляется биржей. Этот контроль осуществляется на основании договоров, заключенных между биржей, управляющей компанией и маркет-мейкером. Результаты контроля в обязательном порядке предоставляются управляющей компанией в специализированный депозитарий в целях возможности контроля соблюдения ПДУ фонда (ценовой коридор для выставления маркет-мейкером соответствующих заявок и их объемы прописаны непосредственно в правилах доверительного управления БПИФ), а также для выявления оснований для прекращения БПИФ, одним из которых является неисполнение управляющей компанией обязанности по обеспечению маркет-мейкером покупки (продажи) паев в течение 15 рабочих дней.

СОСТАВ И СТРУКТУРА АКТИВОВ БПИФ

В целях определения роли лица, рассчитывающего индекс в процессе функционирования БПИФ, необходимо отдельно рассмотреть требования к составу и структуре активов биржевого ПИФ.

БПИФ может быть создан только в одной категории — рыночных финансовых инструментов. В соответствии с Указанием Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», в состав биржевого фонда могут входить:

- активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых биржей принято решение о

включении в котировальные списки) на биржах РФ и биржах иностранных государств, перечисленных в Указании Банка России от 28.01.2016 № 3949-У;

- инвестиционные паи открытых ПИФ;
- инструменты денежного рынка (денежные средства на счетах и во вкладах, депозитные сертификаты, государственные ценные бумаги Российской Федерации и иностранных государств, требования к кредитной организации выплатить денежный эквивалент драгоценных металлов по текущему курсу).

В отношении структуры активов БПИФ управляющая компания обязана соблюдать практически все ограничения, предусмотренные для ПИФ открытого типа аналогичной категории:

- ограничение по максимальной доле прав требований к одному юридическому лицу (не более 15%);
- максимальная доля ценных бумаг одного субъекта РФ, муниципальных ценных бумаг, ценных бумаг иностранного государства (также не более 15%);
- ограничения на размер обязательств ПИФ по сделкам РЕПО, сделкам с производными финансовыми инструментами и займам, полученным для выплат при погашении инвестиционных паев.

Ввиду отсутствия постоянной необходимости расчетов с большим количеством розничных пайщиков управляющей компании биржевого ПИФ не требуется постоянно поддерживать минимальный уровень ликвидных инструментов в составе фонда (для открытых ПИФ рыночных финансовых инструментов объем ликвидных инструментов должен составлять минимум 5% от стоимости чистых активов фонда).

Как мы уже отмечали, БПИФ в России — это аналог ETF, которые в первую очередь ориентированы на поддержание состава и структуры

определенного индекса. Определение индикатора доходности, изменению значений которого должно соответствовать изменение значений iNAV, также является необходимым условием для функционирования биржевого ПИФ. Ошибка следования iNAV определенному индикатору доходности не должна превышать установленное ПДУ процентное значение; обязанность не допускать превышения на законодательном уровне закреплена только для управляющей компании биржевого фонда. Существовавшая ранее категория индексных фондов работала примерно в той же парадигме: управляющая компания четко следует составу и структуре индекса и должна чутко и оперативно реагировать на любые его изменения. Для биржевых ПИФ нет обязательного требования по строгому соблюдению соответствия структуры активов фонда процентному соотношению составляющих индекс инструментов. Вместе с тем возможность исполнения обязанности по обеспечению следования iNAV изменениям индикатора доходности без соблюдения состава и структуры этого индекса видится крайне сложной.

Законодатель не ограничивает управляющие компании в процессе выбора индикаторов никакими рамками. Главное условие — указание конкретного индикатора в правилах доверительного управления ПИФ, а также, в случае, если таким индикатором является индекс, указание его названия (обозначения) и полного фирменного наименования лица, которое его рассчитывает.

На практике в качестве таких индикаторов доходности для работающих биржевых ПИФ используются:

- различные индексы, рассчитываемые Московской биржей (Индекс МосБиржи полной доходности «брутто», Индекс МосБиржи государственных облигаций, Индекс МосБиржи

российских ликвидных еврооблигаций, Индекс корпоративных облигаций Московской Биржи);

- S&P 500 — фондовый индекс, в корзину которого включено 500 избранных акционерных компаний США, имеющих наибольшую капитализацию;
- цена на пай иностранного инвестиционного фонда, ориентированного на инвестиции в компании технологического сектора;
- иные индикаторы доходности, рассчитываемые на основании портфелей ценных бумаг, сформированных специалистами конкретной управляющей компании (Индикатор «Газпромбанк – Корпоративные облигации» (дюрация — 2 года), Индикатор «Газпромбанк – Корпоративные облигации» (дюрация — 4 года).

Важным условием возможности формирования широкого спектра индикаторов доходности (различных по составу, структуре и направленности) является активно транслируемая Московской биржей готовность осуществлять запуск и расчет новых индексов, сформированных в соответствии с потребностями управляющей компании.

Расходы и вознаграждения

При принятии решения о начале деятельности в качестве доверительного управляющего биржевым фондом необходимо проанализировать источники и ограничения по размерам расходов и вознаграждений, которые выплачиваются участникам инфраструктуры ПИФ (см. табл. 1).

Кроме стандартных вознаграждений (управляющей компании, специализированному депозитарию, регистратору и аудитору фонда), выплачивается также вознаграждение бирже за услуги, связанные с листингом, расчетом iNAV и контролем за деятельностью маркет-мейкера в рамках соответствующего договора.

ТАБЛ. 1. Расходы по обслуживанию БПИФ. Источники оплаты

Расход	Источник оплаты		
	Имущество БПИФ – ЛИМИТ НА ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ	Имущество БПИФ – ЛИМИТ НА РАСХОДЫ	СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА УК
ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ УК	+		
ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ СД, РЕГИСТРАТОРА, АУДИТОРА	+		
ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ БИРЖИ (ЛИСТИНГ, РАСЧЕТ iNAV)	+		
ОПЛАТА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ТОВАРНОГО ЗНАКА НА ИНДЕКС		+	
КОМИССИИ БАНКА, БИРЖИ, ХРАНЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ, ВАЛЮТНЫЙ КОНТРОЛЬ И ПР.		+	
ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ МАРКЕТ-МЕЙКЕРА			+

Табл. 2. Сравнение ОПИФ и БПИФ

ПАРАМЕТРЫ	ОПИФ	Торгуемые ОПИФ	БПИФ
Наличие документооборота с розничными инвесторами через УК и агентов	ДА	ДА	НЕТ
Возможность приобретения/продажи паев на организованных торгах	НЕТ	ДА, дополнительный канал обращения наравне с КК и агентами	ДА, преимущественный канал обращения (есть возможность обращения через уполномоченное лицо)
Цена покупки/продажи паев	расчетная стоимость пая +/- скидка/надбавка	1) расчетная стоимость пая +/- скидка/надбавка 2) цена на бирже	1) расчетная стоимость пая +/- установленное ПДУ отклонение 2) INAV +/- установленное ПДУ отклонение
Возможность обмена паев на паи других ПИФ	ДА	ДА	НЕТ
Наличие индикатора доходности	по желанию	по желанию	обязательно
Выплата промежуточного дохода владельцам паев	НЕТ	НЕТ	возможна на уровне 156ФЗ, требуется принятие дополнительных НПА
Выдел имущества владельцам при погашении	НЕТ	НЕТ	возможен на уровне 156ФЗ

В случае, если в качестве индикатора доходности используется индекс, то расходы, связанные с использованием товарного знака (знака обслуживания) на индекс, также могут быть оплачены за счет имущества фонда.

Вместе с тем не все вознаграждения и расходы могут быть оплачены за счет имущества биржевого ПИФ: одной из существенных статей расходов, оплачиваемых за счет собственных средств управляющей компании, является оплата услуг маркет-мейкера. Это связано с тем, что за счет имущества паевого инвестиционного фонда могут быть оплачены только те расходы, которые связаны с доверительным управлением этим имуществом. А предметом договора с маркет-мейкером является обязательство по поддержанию цен спроса и предложения в отношении паев биржевого фонда — то есть ценных бумаг, удостоверяющих долю в праве общей собственности на это имущество.

ОПИФ или БПИФ?

Выбор типа фонда для его создания зависит от совокупности целей и условий, в которых планирует осуществлять свою деятельность управляющая компания, а также возможностей и ограничений, которые следуют за этим выбором.

Кроме уже указанного выше преимущества биржевого ПИФ (отсутствие прямого взаимодействия УК с розничными пайщиками), дополнительной возможностью в рамках паевого фонда именно этого типа является приобретение инвесторами на бирже паев за валюту (при условии, что стоимость их чистых активов определяется в валюте).

Как уже отмечалось выше, требования к составу и структуре активов биржевого фонда схожи с требованиями к существовавшей ранее индексной категории ПИФ. В связи с этим у управляющих компаний, до сих пор

сохранивших в своей линейке розничные фонды, ориентированные на инвестиции в инструменты соответствующего индекса, возникает вопрос о целесообразности их существования в форме ПИФ открытого типа. И у таких управляющих компаний есть возможность смены типа фонда с открытого на биржевой, но, правда, только для тех ПИФ, правила доверительного управления которых зарегистрированы до дня вступления в силу Типовых правил доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом, то есть до 30 июля 2013 года.

В отличие от своего зарубежного аналога, биржевые фонды в России находятся только в начале своего пути: они стали функционировать менее года назад. Лишь несколько участников рынка коллективных инвестиций уже успели подробно разобраться с этим инструментом и получить опыт работы с ним. Безусловно, они имеют серьезное преимущество в процессе выбора партнера по созданию и обслуживанию биржевых фондов. Ведь важен каждый этап, начиная с общего осознания особенностей функционирования биржевого ПИФ, подготовки текста правил доверительного управления и комплекта документов, необходимых для их регистрации Банком России, и заканчивая планированием процесса формирования фонда и дальнейшей деятельности по доверительному управлению имуществом, обеспечения корректного документооборота между всеми участниками.

Есть уверенность, что объем рынка биржевых ПИФ будет стремительно расти, что подтверждается, в том числе, постоянным наличием нескольких новых проектов по созданию биржевых фондов, одновременно находящихся в разработке в специализированном депозитарии «Инфинитум». Суммарная стоимость чистых активов восьми сформированных к 30 июня 2019 года БПИФ составила 6312 млн рублей, и это,

на наш взгляд, говорит о существенном интересе розничных инвесторов к новому инструменту рынка коллективных инвестиций.

А реализация установленной на уровне ФЗ «Об инвестиционных фондах» возможности выплаты промежуточного дохода владельцам инвестиционных паев и выдела имущества при прекращении биржевого ПИФ, которая требует утверждения ряда дополнительных нормативных актов со стороны Банка России, может стать еще одним значительным драйвером роста рынка биржевых ПИФ. ■