

**Комментарии Национальной ассоциации участников фондового рынка
к докладу для общественных консультаций Банка России
«Перспективные направления развития регулирования розничных ПИФ»**

НАУФОР считает важным развитие индустрии розничных ПИФ и предлагает свои комментарии по вопросам, сформулированным в докладе Банка России «Перспективные направления развития регулирования розничных ПИФ» (далее – Доклад).

1. Считаете ли вы, что в Докладе затронуты все перспективные направления изменения регулирования розничных ПИФ или, по вашему мнению, требуется проработка дополнительных инициатив?

Мы поддерживаем обсуждение инициатив, изложенных в Докладе, при этом считаем, что помимо данных инициатив для развития индустрии розничных ПИФ необходима проработка следующих дополнительных инициатив:

1) Налоговое стимулирование инвестиций граждан через ПИФ.

Предлагается: (1) сделать условия ИИС, с которых приобретаются только инвестиционные паи ПИФ, более привлекательными, например, снизить минимально необходимый для использования налоговых стимулов срок такого ИИС до трех лет; (2) распространить на инвестиционные паи налоговую льготу для долгосрочного (более 5 лет) владения; (3) распространить на инвестиционные паи ПИФ общие правила налогового агентирования.

2) Изменение подхода к установлению лимита концентрации для ПИФ рыночных финансовых инструментов.

Предлагается: (1) увеличить лимит концентрации для всех ПИФ рыночных финансовых инструментов до 15%¹, либо (2) сохранив действующий лимит, предусмотреть возможность более высокого лимита концентрации (25%), при условии, что совокупная доля ценных бумаг эмитентов, доля ценных бумаг каждого из которых составляет от 10% до 25%, составляет не более 50% активов ПИФ – правило «10/25/50» сходно с регулированием UCITS (правило «5/10/40»). Такой подход учитывал бы лучше специфику российского рынка ценных бумаг, характеризующегося низким разнообразием финансовых инструментов и высокой концентрацией оборота, позволяя лучше

¹ В настоящее время 10%. См. Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»

балансировать портфель, а расширил инвестиционные стратегии ПИФ в секторах с ограниченным количеством эмитентов.

3) Расширение возможности использования индексов и бенчмарков при инвестировании активов ПИФ рыночных финансовых инструментов.

Предлагается предусмотреть возможность УК использовать собственные бенчмарки или бенчмарки, рассчитанные иной организацией, соответствующие требованиям, обеспечивающим объективность их определения, диверсификацию и публичность, и, возможно, верифицируемые Банком России или НАУФОР. Такие бенчмарки могли бы заменить или дополнить перечень фондовых индексов, предусмотренных Указанием Банка России от 05.09.2016 №4129-У².

4) Отмена или упрощение инвестиционного профилирования для управления, предусматривающего инвестиции только в паи ПИФ.

Приобретение инвестиционных паев ПИФ как ликвидных и диверсифицированных финансовых инструментов не предполагает инвестиционного профилирования, поэтому и доверительное управление, которое предусматривает инвестирование только в паи ПИФ, по крайней мере в паи ПИФ, предназначенных для неквалифицированных инвесторов, может быть освобождено от инвестиционного профилирования или такое инвестиционное профилирование может быть упрощено.

5) Возможность приобретать криптовалюту и производные финансовые инструменты на криптовалюту в ПИФ, предназначенные для квалифицированных инвесторов.

НАУФОР считает важным дать российским финансовым институтам возможность предоставить российским инвесторам доступ к рынку цифровой валюты, обеспечив тем самым большую защиту их интересов, чем в случае их самостоятельных операций с цифровой валютой и производными на нее за рубежом, а также конкурентоспособность российской индустрии по сравнению с иностранной, уже имеющей такую возможность.

В настоящее время Банк России подтвердил³ возможность приобретения ценных бумаг и производных финансовых инструментов (ПФИ) на цифровую валюту профессиональными участниками рынка ценных бумаг для клиентов -

² Даже некоторые из упомянутых в данном перечне индексов не могут быть использованы управляющими компаниями, поскольку вес ценных бумаг в них установленное ограничение в 20% (например, индекс МосБиржи телекоммуникаций (ограничение – 100%), индекс МосБиржи финансов (ограничение – 25%), индекс МосБиржи химии и нефтехимии (ограничение – 25%), индекс РТС информационных технологий (ограничение – 100%).

³ Информационное письмо Банка России от 28.05.2025 № ИН-018-52/86 «О совершении операций с отдельными финансовыми инструментами и цифровыми финансовыми активами»

квалифицированных инвесторов. Аналогичное решение предлагается принять и в отношении приобретения ценных бумаг и производных финансовых инструментов на цифровую валюту для ПИФ, предназначенных для квалифицированных инвесторов⁴.

Желательным также является решение о возможности приобретения для квалифицированных инвесторов, а также в ПИФ, предназначенный для квалифицированных инвесторов, самой цифровой валюты.

6) Уточнить правила хранения активов ПИФ при инвестициях в иностранные активы за рубежом.

В тех случаях, когда иностранное законодательство не предусматривает аналогичных российскому требований по обозначению счетов для хранения активов, находящихся в доверительном управлении, а также возможность открытия счетов номинального держателя, предлагается предоставить УК для хранения активов, составляющих ПИФ, право открывать счета за рубежом без указания «ДУ ПИФ»⁵, если такая возможность предусмотрена правилами доверительного управления ПИФ.

7) Возможность осуществлять выплаты от погашения инвестиционных паев ПИФ-ДСЖ на счета страховой организации для последующего перечисления клиентам-физическим лицам

В настоящее время выплата компенсации за погашение инвестиционных паев может осуществляться только на счет пайщика⁶. С учетом этого, при прекращении долевого страхования жизни (ДСЖ) клиент получает часть денежных средств от УК, а часть – от страховой организации, что представляется недостаточно удобным. Желательной является возможность осуществления выплат денежной компенсации при погашении инвестиционных паев через страховую организацию, которой также следует передать функции по налоговому агентированию.

8) Уточнение правил компенсации превышения максимальных расходов ПИФ за счет собственных средств УК

Правилами доверительного управления ПИФ⁷ предусмотрено, что расходы в части, превышающей размеры, указанные в правилах, выплачиваются УК за счет собственных

⁴ Это требует внесения изменений в Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» и в п. 2.12 Указания Банка России № 4129-У

⁵ П. 4 статьи 11 Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»

⁶ Указание Банка России от 23.12.2021 № 6023-У «О требованиях к правилам доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого не предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов»

⁷ Указание Банка России от 23.12.2021 № 6023-У «О требованиях к правилам доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого не предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов», а также требованиями к правилам доверительного управления иными типами ПИФ, установленными соответствующими указаниями Банка России

средств. Данное требование не всегда может быть выполнено в течение дня возникновения такого превышения, что рассматривается как нарушение⁸, в связи с чем предлагается увеличить срок его устранения до 3 рабочих дней.

2. Какие из приведенных в докладе перспективных направлений изменения регулирования розничных ПИФ необходимо реализовать, а какие, по вашему мнению, не будут востребованы?

1. НАУФОР поддерживает и считает наиболее востребованными следующие инициативы из предложенных для обсуждения в Докладе:

1) разрешение инвестировать часть средств ПИФ рыночных финансовых инструментов в неторгуемые (не допущенные к организованным торгам) акции и облигации российских эмитентов, а также в инвестиционные паи интервальных и закрытых ПИФ, предназначенные для неквалифицированных инвесторов;

2) разрешение приобретать ЦФА в состав активов ПИФ;

3) объединение биржевых ПИФ;

4) право УК в определенных случаях отказаться от формирования ПИФ.

2. НАУФОР поддерживает и считает важной инициативу по расширению использования финансового рычага в розничных ПИФ, однако в силу требований по управлению рисками, с введением которых она может быть связана, ожидает, что соответствующей возможностью воспользуется небольшое число управляющих компаний (см. комментарий к вопросу 5).

3. Считаем создание и последующее регулирование мастер-фидер фондов в конструкции, описанной в Докладе, несвоевременным. Однако, данная инициатива будет востребована позднее с учетом, в первую очередь, изменения геополитической ситуации. При этом, НАУФОР считает востребованной возможность приобретения в ПИФ паев ПИФ под управлением одной и той же управляющей компании (см. комментарий к вопросу 6).

4. Выше (см. комментарий 2 к вопросу 1) предлагается увеличение действующего лимита концентрации. Инициативу по ужесточению требований к лимиту концентрации на группу связанных лиц НАУФОР считает не соответствующей текущему состоянию российского финансового рынка, по следующим причинам:

1) На российском рынке ценных бумаг около 200 публичных компаний, относительно ликвидными из которых является около 100 компаний, не более 50 компаний

⁸ Указание Банка России от 21.03.2025 № 7014-У «О нарушениях, выявленных специализированным депозитарием в ходе осуществления контроля, о которых не требуется уведомлять Банк России»

при этом входят в Индекс Московской биржи. Значительное количество компаний аффилированы между собой, в настоящее время на рынке акций и облигаций торгуются ценные бумаги компаний, которые в свою очередь через цепочку связанных лиц принадлежат разным группам компаний. К примеру: «Газпромбанк – Газпром нефть – Газпром», или «Озон – Сегежа – Медси – МТС-Банк – МТС – Система» и др. Число компаний, в ценные бумаги которых могут быть инвестированы активы ПИФ может сократиться на 10-15 эмитентов акций и значительно большее число эмитентов облигаций, что сократит возможные инвестиционные стратегии, приведет к росту концентрации в отдельных именах и повышению рисков на рынке через приобретение эмитентов более низкого кредитного качества и с более низкой ликвидностью.

2) На сегодняшний день не было примеров реализации рисков, связанных с лимитом концентрации на эмитента, которые могли бы быть восприняты как причина для ужесточения требований к лимиту концентрации;

3) Риск отдельных компаний не всегда распространяется на другие связанные с ней компании, что не оправдывает общее ограничение на инвестиции в их финансовые инструменты без учета реальной вероятности «заражения» и условий таких финансовых инструментов;

4) Юридическая неопределенность связанности лиц, трудности с раскрытием информации, а также постепенное повышение концентрации в экономике усложняют поддержание лимита концентрации на группу и приводят к избыточной осторожности при инвестициях, ограничивая и без того неширокий круг инвестиционных стратегий.

5) Распространение лимита концентрации эмитента на связанных лиц не соответствует международному опыту, который предполагает установление более высокого лимита при лучших, чем у российского, качествах финансового рынка.

НАУФОР считает, что действующий подход, ограничивающийся определением лимита на эмитента, обеспечивает необходимый уровень защиты интересов инвесторов ПИФ и предлагает вернуться к обсуждению инициативы по введению лимита на связанных лиц после качественного улучшения российского финансового рынка – повышения разнообразия финансовых инструментов, снижения концентрации ликвидности и оборота.

3. Существуют ли иные риски (сложности), которые связаны с проанализированными в Докладе перспективными направлениями изменения регулирования розничных ПИФ, но не были затронуты?

По нашему мнению, в Докладе отражены основные риски (сложности) по всем перспективным направлениям, предложенным в Докладе.

4. Каким критериям должны соответствовать ЦФА для их включения в розничные ПИФ (например, по типу ЦФА, лицу, их выпустившему, объемам, ликвидности, наличию кредитного рейтинга)?

Сразу после принятия необходимых изменений в законодательство возможность инвестиций в ЦФА должна быть допущена не только для ПИФ для квалифицированных инвесторов, но и для ПИФ для неквалифицированных инвесторов. При этом, к ЦФА, в которые могут быть инвестированы активы ПИФ для неквалифицированных инвесторов, должны применяться те же требования, что и к соответствующим традиционным финансовым инструментам (долговым, производным и прочим), в том числе, к их ликвидности.

Инвестирование в ЦФА для ПИФ квалифицированных инвесторов, к активам которых не применяются требования по ликвидности, объемам, наличию кредитных рейтингов и т.п., предлагаем не ограничивать какими-либо критериями.

5. Насколько оправданно комплексное изменение регулирования деятельности управляющих компаний ПИФ с целью создания фондов с повышенным рычагом с учетом предполагаемой отдачи от управления такими фондами?

Мы поддерживаем предложенное в Докладе повышение «финансового рычага» для ПИФ. На наш взгляд, ПИФ должны давать розничным инвесторам не меньшие инвестиционные возможности, чем при инвестировании «напрямую», снижая за счет профессионализма и опыта УК риски соответствующих операций, снижая издержки за счет расширения круга операций, недоступных розничным инвесторам, позволяя в конечном итоге увеличивать свои доходы как с ростом рынка ценных бумаг, так и с его снижением.

НАУФОР поддерживает предложенные в Докладе принципы регулирования финансового рычага в ПИФ, исключая превышение рисками активов ПИФ, по возможности, избегая покрытия рисков за счет капитала управляющей компании, что на наш взгляд соответствует природе управления активами.

Хотя система управления рисками, принципы которой предложены в Докладе, является сложной для большинства управляющих компаний и возможностью повышения

финансового рычага воспользуются немногие из них, мы считаем реализацию данной инициативы важной.

6. Для решения каких прикладных задач могут быть востребованы в России структуры мастер-фидер фондов?

На текущий момент, в том числе, с учетом геополитической ситуации, мы не видим необходимости в создании и последующем регулировании мастер-фидер фондов в конструкции, описанной в Докладе. Альтернативно, предлагаем рассмотреть концепцию «фонда фондов» для розничных ПИФ с возможностью УК такого «фонда фондов» инвестировать его активы в паи других ПИФ под ее управлением, то есть «фонда собственных фондов». Мы не разделяем мнения в Докладе о том, что возникающим в этом случае конфликтом интересов невозможно управлять (по существу здесь нет конфликта интересов, поскольку роль управляющего перед клиентом-учредителем управления не меняется от того, что само управление структурируется сложнее), а также о том, что нет других, кроме запрета на создание таких фондов, возможностей регулировать «двойное вознаграждение».

«Фонды собственных фондов» обеспечивают широкую диверсификацию инвестиций при инвестициях в один или небольшое число инструментов – фондов, возможность оптимизировать управление при частичном вводе/выводе, позволяя избегать изменения позиций в портфеле, снижают транзакционные издержки фонда, расширяя возможности комбинации существующих фондов без создания новых, комбинировать пассивное и активное управление. Кроме того, «фонды собственных фондов» упрощают реализацию стратегий, широко распространенных за рубежом, которые, как мы считаем, будут востребованы на российском финансовом рынке:

1) фонды «целевой даты» (target-date фонды, TDF) – ПИФ, портфель которых, состоящий из паев других фондов под управлением той же УК, постепенно изменяется с течением времени, снижая риск по мере приближения к указанной в правилах «целевой дате». Такой фонд создается с целью накопления денежных средств к определенной дате (например, выходу пайщика на пенсию);

2) фонды «распределения активов» (multi-asset funds) – ПИФ, в которые могут приобретаться инструменты прямых и альтернативных инвестиций, например через покупку паев ЗПИФ под ее управлением.

7. Какой, по вашему мнению, должна быть модель взаимодействия участников рынка, задействованных в операциях выдачи, погашения и обмена инвестиционных паев, позволяющая ускорить такие операции?

Доклад правильно описывает сложности, связанные с ускорением выдачи, обмена и погашения паев ПИФ как, главным образом, операционные. Мы ценим усилия Банка России по изменению нормативных актов, направленные на обеспечение такой возможности⁹ и считаем, что нормативные акты в настоящее время уже позволяют осуществлять выдачу и погашение паев в день оплаты (подачи заявки на погашение) паев (T+0), в том числе в течение этого дня.

В настоящий момент уже существует и распространяется практика выдачи инвестиционных паев розничных ПИФ в T+1. Мы не считаем, что все УК сочтут целесообразным переход на выдачу паев в конце дня T+0, тем более на выдачу и погашение паев в течение этого дня. Это может быть связано как с неготовностью к этому их контрагентов, задействованных в процессе (специализированный депозитарий, кредитные организации, регистратор и др.) выдачи и погашения паев, так и невозможностью справедливой оценки некоторых видов активов. Тем не менее, мы считаем важным, чтобы те из УК, которые считают переход на T+0 полезным, могли бы это сделать при готовности их контрагентов и полагаем, что такой возможностью в первую очередь воспользуются УК ПИФ рыночных инструментов.

Для обеспечения выдачи, обмена и погашения паев в течение дня необходимо согласие Банка России с возможностью: (1) определения СЧА ПИФ и расчетной стоимости пая не только «на определенную дату», но и на «определенные моменты времени в течение дня»¹⁰, которые будут установлены правилами определения СЧА и указаны в правилах доверительного управления ПИФ; (2) использования в целях осуществления расчетов документов, отражающих наличие активов и обязательств

⁹ С 01.02.2022 были отменены типовые правила доверительного управления, которые содержали норму, не позволяющую выдачу в T+0: «Количество инвестиционных паев, выдаваемых управляющей компанией после даты завершения (окончания) формирования фонда, определяется путем деления суммы денежных средств, включенных в состав фонда, на расчетную стоимость инвестиционного пая, определенную на рабочий день, предшествующий дню выдачи инвестиционных паев». Утвержденные Банком России требования к правилам доверительного управления позволяют осуществить расчет стоимости пая для выдачи в T+0: «...определенную на последний момент ее определения, предшествующий моменту выдачи инвестиционных паев» (вступили в силу 30.04.2022)

¹⁰ Полагаем, что положение пункта 6 статьи 26 Федерального закона от 29.11.2001 №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» о том, что расчетная стоимость инвестиционного пая 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, не ограничивают возможность выдачи паев внутри дня.

(денежных средств, ценных бумаг, операций по брокерским счетам и пр.) на определенный момент времени до окончания операционного дня конкретной организации (банк, депозитарий, брокер и пр.); (3) использования в целях осуществления расчетов данных, необходимых для определения справедливой стоимости активов и обязательств (цены ценных бумаг, курсы валют и пр.), которые будут определены на определенный момент времени до окончания операционного, при возможности их верификации. При согласии Банка России с предложенным НАУФОР считает возможным принять стандарт, регулирующий порядок взаимодействия УК, специализированного депозитария и регистратора, при выдаче и погашении паев в T+0.

НАУФОР также видит желательной для реализации инициативы отмену транзитных счетов, операции через которые усложняют и увеличивают сроки операций по выдаче инвестиционных паев ПИФ.