

Комментарии НАУФОР

к проекту Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации
на 2026 год и период 2027 и 2028 годов

Национальная ассоциация участников фондового рынка рассмотрела проект «Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на 2026 год и период 2027 и 2028 годов» (далее – проект Основных направлений) и представляет комментарии¹ по вопросам, относящимся к компетенции ассоциации и к компетенциям, смежным с ней.

1. Развитие рынка капитала (задача 1 пункта 3.1 раздела 3 проекта Основных направлений)

НАУФОР поддерживает предложенные в проекте Основных направлений меры по созданию условий и стимулов для использования российским бизнесом инструментов привлечения долгосрочного финансирования на рынке капитала, развитию инструментов привлечения финансирования, оптимизации периодической отчетности эмитентов.

Меры в отношении эмитентов

1. Мы поддерживаем предложение предоставления эмитентам, вышедшим на IPO, приоритетного доступа к мерам государственной поддержки в части государственных закупок и государственных гарантий. Возможно, данный подход следует распространить и на иные аспекты взаимоотношений организаций с государством.

2. НАУФОР поддерживает введение налоговых стимулов для компаний, самостоятельно привлекающих средства в капитал. Такими мерами, в частности, могут быть:

а) исключение расходов эмитента на IPO в двукратном размере из налогооблагаемой прибыли;

б) снижение в течение трех лет ставки налога на прибыль для компаний, которые провели IPO;

¹ В настоящие комментарии не включены предложения, которые с высокой вероятностью будут реализованы до конца 2025 года. Меры налогового характера, реализация которых относится к компетенции Минфина России, включены для получения поддержки со стороны Банка России.

в) освобождение от налогообложения акционеров при продаже их пакетов акций в ходе IPO;

г) освобождение от налогообложения доходов налогоплательщиков в виде материальной выгоды, которая возникает в результате проведения IPO акций российских организаций, а также в результате размещения облигаций российских корпоративных эмитентов на организованных торгах (как инвесторов, приобретающих акции в ходе IPO, так и первоначальных владельцев акций).

3. Считаю важным упрощение процесса выпуска облигаций с освобождением их от регистрации в Банке России и расширением полномочий по регистрации облигаций бирж, с предоставлением права регистрировать выпуски облигаций, не сопровождаемых проспектом, регистраторам и расширением случаев, когда выпуск облигаций может не сопровождаться проспектом.

4. Для выпуска долговых финансовых инструментов в форме ЦФА НАУФОР считает необходимым распространить в отношении таких инструментов режим налогообложения, позволяющий относить к расходам издержки, связанные с их выпуском.

5. НАУФОР поддерживает упрощение содержания периодической отчетности и считает целесообразным упрощение эмиссионной документации путем исключения из нее формальных сведений, не относящихся напрямую к размещаемым ценным бумагам.

6. Между тем, НАУФОР отмечает, что основным препятствием для привлечения средств на рынок ценных бумаг является его недостаточная емкость и таким образом основными считает меры по привлечению инвесторов, в том числе меры по поддержанию доверительной среды на этом рынке.

Меры в отношении инвесторов

1. НАУФОР поддерживает необходимость повышения привлекательности долгосрочных вложений для различных групп инвесторов, в том числе для граждан. Следует отметить, что результаты запуска индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС-3) свидетельствуют о низком интересе к ним со стороны инвесторов. Этому способствуют два фактора – слишком длинный минимальный срок (в том числе 5-летний в настоящее время) существования договора на ведение ИИС и запрет на получение текущих доходов по ценным бумагам (кроме дивидендов) на банковские счета инвесторов. ИИС перестает рассматриваться как инвестиции, которые позволяют финансировать текущие расходы, соответственно инвесторы отказываются от его

использования или вносят на него меньше средств – в результате задача по максимизации средств на ИИС не решается.

С учетом вышеизложенного предлагаем следующие меры по совершенствованию механизма ИИС:

а) разрешение зачислять на банковские счета инвесторов купоны по облигациям и периодические выплаты по инвестиционным паям, которые учитываются на ИИС (по аналогии с дивидендами), что обеспечило бы большую стабильность ИИС, позволяя направлять, хотя и с налогообложением, по усмотрению граждан доходы от ценных бумаг, находящихся на ИИС, на текущее потребление, и сделало бы ИИС, таким образом, для граждан более привлекательными;

б) отказ от увеличения минимального срока ИИС после 2026 года, а для ИИС, на которых (помимо денежных средств) учитываются исключительно инвестиционные паи открытых, интервальных или биржевых ПИФ, снижение такого срока до 3 лет. Такие решения позволили бы избежать снижения и без того не высокой привлекательности ИИС и при этом повысило бы привлекательность их использования для инвестиций через ПИФ, особенно для инвесторов с небольшими суммами счетов;

в) сохранение права инвестора на полученные вычеты на взносы при закрытии ИИС по истечении трех лет с даты его открытия, что сделало бы ИИС более гибким инструментом, позволяя рассчитывать на вычеты на взносы при поддержании ИИС в течение 3 лет, а по прошествии 5 лет – как на эти вычеты, так и на вычеты на полученный инвестиционный доход;

г) введение «семейного вычета» на ИИС, позволяющего увеличить до 1 млн рублей сумму налогового вычета налогоплательщика, за счет доходов которого пополняются ИИС членов его семьи – супруга и детей – это позволило бы членам семьи, имеющим доход, финансировать ИИС членов семьи, находящихся у него на иждивении или имеющих недостаточный доход для самостоятельного финансирования своего ИИС. Также представляется целесообразным предоставить семьям возможность использования средства материнского капитала для пополнения ИИС;

д) упрощение процедуры «конвертации» ИИС-1 и 2 в ИИС-3 путем разрешения подавать соответствующее заявление через брокера и управляющего, а также создание механизма информационного обмена налоговых органов с налоговыми агентами о самостоятельной подаче налогоплательщиком заявления о конвертации ИИС, что позволило бы упростить для клиентов взаимодействие с налоговыми органами и исключило бы неясность относительно того, правила налогообложения какого вида ИИС брокер и управляющий должны применять;

е) разрешение применять инвестиционный налоговый вычет за долгосрочное (не менее 3 лет) владение ценными бумагами в случае, если ценные бумаги были переведены с ИИС на обычный счет и учитываются уже на нем более 3 лет – это позволит избежать вынужденной продажи инвесторами ценных бумаг при закрытии ИИС в том случае, если они намерены долгосрочно владеть ими;

ж) предоставление возможности учета на ИИС, открываемых управляющими компаниями, не только инвестиционных паев открытых ПИФ, но и паев ЗПИФ недвижимости, популярность которых в настоящее время растет среди частных инвесторов.

2. НАУФОР считает целесообразным рассмотреть вопрос об освобождении от налогообложения дохода по ценным бумагам (дивидендов, купонов и периодических платежей по паям ПИФ) при условии пятилетнего владения ими. Это могло бы стимулировать долгосрочные инвестиции граждан в ценные бумаги в расчете на них как на источник регулярного дохода в будущем, создавая альтернативу их продаже по окончании пятилетнего периода.

3. Для развития и повышения привлекательности пассивного инвестирования на рынке капитала, увеличения разнообразия доступных инвесторам инвестиционных стратегий в рамках паевых инвестиционных фондов, НАУФОР считает необходимыми меры налогового стимулирования, упомянутые выше, а также следующие меры, содержащиеся в Докладе Банка России для общественных консультаций «Перспективные направления развития регулирования розничных ПИФ», поддержанные НАУФОР или предложенные НАУФОР в комментариях² к этому Докладу:

а) расширение лимитов концентрации для всех ПИФ рыночных финансовых инструментов – в отличие от предложенного в Докладе сужения лимитов, это более гибкий механизм их расчета, позволяющий лучше учесть недостаточно широкий круг финансового инструментария, существующий на российском рынке, расширить в этих условиях инвестиционные стратегии ПИФ;

б) разрешение инвестировать часть средств ПИФ рыночных финансовых инструментов в обращающиеся на организованных торгах акции и облигации российских эмитентов, а также в инвестиционные паи интервальных и закрытых ПИФ, предназначенные для неквалифицированных инвесторов – эта мера, предусмотренная Докладом, дала бы возможность расширить инвестиционные стратегии ПИФ за счет

² Более подробно позиция НАУФОР отражена в комментариях к Докладу Банка России для общественных консультаций «Перспективные направления развития регулирования розничных ПИФ» (<https://naufor.ru/tree.asp?n=30803>).

инструментов, хотя и менее ликвидных, однако перспективных, в том числе как часть стратегии пре-ИРО, без существенного увеличения рисков для ПИФ рыночных финансовых инструментов;

в) введение возможности для управляющих компаний использовать собственные бенчмарки – важная мера, которая могла бы обеспечить инвестиционные ориентиры, которыми руководствуется управляющий ПИФ, дать возможность лучшего выбора инвесторам, позволить им оценить эффективность управления ПИФ. По мнению НАУФОР, бенчмарки финансового рынка не должны ограничиваться финансовыми индикаторами, разрабатываемыми в соответствии с Федеральным законом № 452-ФЗ³, и фондовыми индексами, а должны дополняться индикаторами, которые могли бы подчиняться определенным требованиям, в том числе стандартов СРО, а также возможно, верифицируемыми, разрабатываемыми участниками финансового рынка;

г) НАУФОР считает важным дать возможность УК приобретать в одни ПИФ под их управлением паи других ПИФ, находящихся под их управлением, – это является не только способом оптимизации и снижения издержек инвестиционного процесса, но и основой для расширения инвестиционных стратегий – таких как создание фондов «целевой даты» (target-date фонды) - 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», или фондов «распределения активов» (multi-asset funds) - ПИФ, в которые могут приобретаться инструменты прямых и альтернативных инвестиций, например через покупку паев ЗПИФ под управлением той же УК;

д) НАУФОР поддерживает расширение возможности использования финансового плеча в ПИФ, что должно выровнять возможности операций через ПИФ с существующими возможностями операций граждан через брокеров, позволяя тем из них, кто заинтересован в стратегии «финансового рычага» получить такую возможность, инвестируя через ПИФ. НАУФОР поддерживает предложенный в Докладе подход к управлению рисками таких ПИФ;

е) введение возможности инвестиций активов ПИФ в ЦФА, предусмотренное Докладом и проектом Основных направлений, позволяет пайщикам ПИФ получить доступ не только к финансовым инструментам в форме ЦФА, аналогичным традиционным финансовым инструментам, но по мере развития этого рынка другим его преимуществам

³ Федеральный закон от 13.12.2024 № 452-ФЗ «Об администраторах финансовых и товарных индикаторов».

– более простой и быстрой процедуре привлечения финансирования, более широким возможностям структурирования, содействовать развитию этого рынка;

ж) упрощение инвестиционного профилирования при управлении, предполагающим инвестиции только в паи ПИФ;

з) разрешение приобретать цифровую валюту и производные финансовые инструменты на цифровую валюту в ПИФ, паи которого предназначены для квалифицированных инвесторов.

Также представляется целесообразным уточнение правил налогового агентирования, распределение обязанности налогового агента между управляющей компанией и иными финансовыми посредниками как для выплат периодических доходов ПИФ (которые с 1 марта 2026 года будут осуществляться «каскадным» методом), так и для погашения инвестиционных паев, приобретенных ранее через брокеров и управляющих, совершенствование процедуры обмена документами, подтверждающими расходы инвесторов на приобретение и хранение инвестиционных паев.

4. В целях дальнейшего развития доверительного управления и расширения доступа неквалифицированных инвесторов к финансовым инструментам предлагаем разрешить инвестировать переданные неквалифицированным инвесторам в доверительное управление средства в финансовые инструменты для квалифицированных инвесторов, при условии, что доверительное управление не предполагает передачу таких активов инвестору по окончании договора с управляющим.

Меры для формирования доверительной среды

1. НАУФОР поддерживает предложенные в проекте Основных направлений меры для формирования доверительной среды между эмитентами, финансовыми посредниками и инвесторами, в том числе повышение прозрачности публичного размещения акций, в том числе оптимизация проспекта ценных бумаг, информирование о подходах к распределению акций при сборе заявок, о наличии временных ограничений на продажу размещаемых акций крупными действующими акционерами, о механизме стабилизации цены после размещения ценных бумаг, повышение информационной ценности годовых отчетов и иной раскрываемой информации, в том числе предоставление эмитенту права раскрывать часть информации о своем финансовом положении и о размещаемых ценных

бумагах в форме сообщений о существенных фактах. НАУФОР не поддерживает⁴ введение обязанности эмитента раскрывать прогнозную оценку будущих финансовых показателей, считая это правом, но не обязанностью для эмитента, введение ответственности организаторов размещения и требования опубликования отчетов независимых аналитиков о справедливой стоимости акций, считая, что эта информация может ввести инвесторов в заблуждение и скорее затруднит проведение размещений, чем поспособствует их активизации.

2. В контексте обеспечения доверия на рынке капитала НАУФОР высоко ценит и считает чрезвычайно важными усилия Банка России, направленные на защиту розничных инвесторов в процессе оспаривания результатов приватизации, рассмотрения претензий к мажоритарным акционерам. Считаем, что уверенность инвесторов в правах на свои ценные бумаги и возможности осуществлять права по ним является ключевым фактором инвестиций и не должна ставится под сомнение чрезмерными, не учитывающими интересы большого числа добросовестных инвесторов правоприменительными действиями, которые препятствуют формированию доверительной среды между государством и частными инвесторами, отражаются на ценах ценных бумаг и в целом – на готовности инвесторов предоставлять свои средства экономике.

3. Продолжение восстановления прав инвесторов по заблокированным активам, предусмотренное в проекте Основных направлений, сохраняет актуальность и поддерживается НАУФОР. По мнению НАУФОР, следует использовать меры, которые были оправданы в прошлом – выкуп заинтересованными лицами заблокированных иностранных ценных бумаг, обеспечение компенсационных выплат в отношении не поступающих российским инвесторам доходов по иностранным ценным бумагам.

Следует также отметить, что некоторые меры, предлагаемые в проекте Основных направлений, могут оказать негативный эффект на развитие рынка капитала. Так предложение повысить лимит страхового возмещения по долгосрочным рублевым вкладам и безотзывным сберегательным сертификатам (задача 4 пункта 3.1 раздела 3 проекта Основных направлений) имеет, как минимум, одно негативное следствие – она повышает привлекательность банковских вкладов относительно небанковских форм организации сбережений и инвестиций на рынке капитала.

⁴ Более подробно позиция НАУФОР отражена в комментариях к Докладу Банка России для общественных консультаций «Информационная прозрачность на рынке ценных бумаг: эмитенты и условия первичного размещения их акций» (<https://naufor.ru/tree.asp?n=29857>)

2. Развитие корпоративных отношений и корпоративного управления, раскрытие информации (задача 2 пункта 3.1 раздела 3 проекта Основных направлений)

Раскрытие информации

НАУФОР считает крайне важным возвращение к полноценному раскрытию информации эмитентами на российском фондовом рынке. Раскрытие финансовой информации необходимо долгосрочным инвесторам и участникам финансового рынка для принятия фундаментально обоснованных инвестиционных решений, справедливого ценообразования на финансовые инструменты, уменьшении доли инсайдерской торговли. При этом следует признать, что текущий уровень раскрытия информации все еще является недостаточным, а предлагаемые меры в виде публикации кредитными рейтинговыми агентствами инвестиционного некредитного рейтинга акций, вряд ли смогут решить проблему информационной асимметрии на финансовом рынке. В отношении некредитных рейтингов следует отметить, что, во-первых, такие рейтинги могут вводить в заблуждение инвесторов, а во-вторых, подобные рейтинги совершенно непрофильны для кредитных рейтинговых агентств, которые будут ориентироваться, скорее всего, в основном на фактор финансовой устойчивости эмитента, а не на прогнозные показатели эффективности его будущей деятельности.

3. Развитие инфраструктуры финансового рынка (задача 3 пункта 3.1 раздела 3 проекта Основных направлений)

1. НАУФОР поддерживает внедрение «механизма быстрых переводов ценных бумаг», в том числе отмену необходимости подачи инвестором встречного поручения депозитарию, а также введение механизма передачи информации между финансовыми посредниками о расходах инвестора на приобретение и хранение ценных бумаг при переводе их к другому финансовому посреднику.

2. НАУФОР разделяет озабоченность Банка России по поводу «заградительных тарифов» депозитариев на вывод активов, пресекает подобные случаи при проведении своей контрольной деятельности, однако сомневается, что решение этой проблемы возможно путем внесения изменений в нормативное регулирование.

3. НАУФОР не поддерживает пересмотр подходов к трансграничному учету прав на иностранные ценные бумаги, такой как запрет на учет иностранных ценных бумаг

российскими депозитариями, вместе с тем считает правильным решение конкретных проблем, возникающих при трансграничном учете прав, путем введения специальных коллизионных норм, о чем сообщила в своих комментариях⁵ к Докладу Банка России для общественных консультаций «Депозитарный учет: новый взгляд на привычные вещи». На наш взгляд, решение проблем, выявленных в течение нескольких последних лет, возможно без изменения подходов путем уточнения действующих правил, однако существует и ряд проблем, которые не могут быть решены никакими изменениями, ни общими, ни частными.

4. НАУФОР не видит причин для предложенного в проекте Основных направлений пересмотра подходов к определению организованных торгов. В настоящее время действуют специальные правила исполнения торговых поручений, защищающие интересы клиентов при совершении финансовыми посредниками сделок путем интернализации или кросс-агентирования (требование об исполнении поручения на наиболее выгодных для клиента условиях, запрет на интернализацию поручений, в которых не указана цена, закрытый перечень условий, при которых поручение клиента может быть исполнено путем совершения брокером за свой счет сделки с третьим лицом не на организованных торгах с последующим совершением сделки с клиентом). Данные требования в целом создают регулятивные условия интернализации и кросс-агентирования. Мы допускаем дополнительное регулирование и ограничения в отношении интернализации и кросс-агентирования, осуществляемых финансовыми организациями, но признание совершения таких сделок проведением организованных торгов, является, по нашему мнению, избыточным.

5. НАУФОР поддерживает усилия по совершенствованию системы защиты прав неквалифицированных инвесторов на инвестиционных платформах и рынке ЦФА, которое должно быть по возможности унифицировано с системой защиты прав неквалифицированных инвесторов на рынке традиционных финансовых инструментов. Действующий на рынке ЦФА подход в целом сильнее, чем на рынке традиционных финансовых инструментов, ограничивает круг доступных неквалифицированным инвесторам, финансовых инструментов. Представляется, что внесение изменений требуется как в правила, регулирующие операции неквалифицированных инвесторов на инвестиционных платформах и рынке ЦФА, так и в правила, регулирующие операции неквалифицированных инвесторов, на рынке традиционных финансовых инструментов.

⁵ Более подробно позиция НАУФОР отражена в комментариях к Докладу Банка России для общественных консультаций «Депозитарный учет: новый взгляд на привычные вещи» (<https://naufor.ru/tree.asp?n=30530>)

При этом, следует оценить обоснованность действующих на рынке традиционных финансовых инструментов подходов, чтобы с одной стороны, распространяя их на рынок ЦФА, не помешать его развитию, а с другой стороны, чтобы возможности инвесторов на рынке традиционных финансовых инструментов, не оказались бы уже, чем на рынке ЦФА в отношении аналогичных финансовых инструментов.

6. НАУФОР поддерживает совершенствование механизма оценки кредитного риска лиц, привлекающих инвестиции на платформах операторов инвестиционных платформ, считая, что одновременно должны быть реализованы и меры по постепенному усилению механизма раскрытия информации такими лицами, обеспечивающие инвесторам возможность самостоятельно оценивать финансовое положение привлекающих инвестиции лиц.

4. Расширение линейки финансовых инструментов и иных механизмов финансирования экономики (задача 8 пункта 3.1 раздела 3 проекта Основных направлений)

1. НАУФОР поддерживает предложенные в проекте Основных направлений допуск финансовых посредников к сделкам с ЦФА, а также гармонизацию регуляторных принципов рынка классических финансовых инструментов и рынка ЦФА. При этом, данный подход предполагает пересмотр и возможное смягчение регулирования, отмену избыточных регуляторных ограничений для традиционных финансовых инструментов на основе опыта функционирования рынка ЦФА. Одновременно следует рассмотреть целесообразность распространения на рынок ЦФА решений, обеспечивающих ликвидность на рынке традиционных финансовых инструментов, а также способов защиты интересов инвесторов в традиционные финансовые инструменты, например, облигации.

2. При решении вопроса о доступе к цифровой валюте НАУФОР не поддерживает подход, состоящий в выделении особой группы квалифицированных инвесторов – «суперквалифицированных инвесторов», имеющих такой доступ. Мы считаем более правильным решение о расширении доступа к цифровой валюте до квалифицированных инвесторов, которое обсуждается Банком России и Правительством РФ. Такой подход был бы реалистичным, признающим тот факт, что большое число российских граждан уже инвестируют в цифровую валюту в объемах сопоставимых с инвестициями на российском финансовом рынке, причем, в отсутствие такой возможности в России, делают это за рубежом. Предоставление возможности операций с цифровой валютой в российской

инфраструктуре повысит прозрачность этих операций, снизит отток капитала, даст возможность налогообложения этих операций в российский бюджет, повысит защиту интересов российских граждан, инвестирующих в цифровую валюту, позволит привлечь их к операциям с иными финансовыми инструментами, расширит инвестиционные возможности и конкурентоспособность российских посредников и институциональных инвесторов и, таким образом, будет содействовать развитию российского финансового рынка.

5. Обеспечение устойчивости и развитие регулирования финансовых организаций (задача 9 пункта 3.1 раздела 3 проекта Основных направлений)

Регулирование профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов

1. НАУФОР ранее предлагала и поддерживает предусмотренную в проекте Основных направлений проработку вопроса о предоставлении права некредитным финансовым организациям делегировать проведение идентификации клиентов другим некредитным финансовым организациям.

2. НАУФОР поддерживает заявленную в проекте Основных направлений трансформацию подходов к распределению полномочий между Банком России и СРО по вопросам регулирования и надзора за деятельностью инвестиционных советников.

Регулирование негосударственных пенсионных фондов

1. НАУФОР считает необходимым совершенствование действующего механизма управления рисками НПФ таким образом, чтобы НПФ были бы склонны к увеличению своих инвестиций в акции. По мнению НАУФОР, действующие механизмы стресс-тестирования, требование об обеспечении пятилетней безубыточности, административная (обеспечиваемая контролем со стороны Банка России) фидуциарная ответственность ограничивают возможность инвестировать в акции, заставляя НПФ инвестировать «в короткую» и выбирать преимущественно долговые инструменты, а правила перехода клиентов ограничивают конкуренцию в отрасли, снижая мотивы НПФ по увеличению доходности. Представляется, что НПФ как долгосрочный институциональный инвестор должен инвестировать в акции от 30 до 60 процентов своих активов. Очевидно, при этом, что новый механизм управления рисками НПФ, допуская больше рисков, связанных

с инвестициями в акции, чем в настоящее время, должен, однако, быть эффективным, обеспечивая устойчивость НПФ и защиту его клиентов.

2. НАУФОР считает правильным создание механизма, позволяющего НПФ предлагать своим клиентам разные портфели в зависимости от их возраста, где доля долевых инструментов снижалась бы по мере увеличения возраста клиента, с замещением их более надежными долговыми.

6. Развитие и адаптация системы защиты прав потребителей финансовых услуг и инвесторов с учетом изменений на финансовом рынке (задача 1 пункта 3.2 раздела 3 проекта Основных направлений)

1. НАУФОР поддерживает совершенствование системы защиты прав неквалифицированных инвесторов на инвестиционных платформах и рынке ЦФА (см. выше комментарий в пункте 4 настоящих комментариев), в том числе временное повышение лимита операций неквалифицированных инвесторов, предусмотрев, что он будет заменен механизмом тестирования, аналогичным действующему на рынке традиционных финансовых инструментов.

2. НАУФОР поддерживает внедрение принципов управления финансовым продуктом в целях повышения удовлетворенности инвесторов услугами финансовых организаций и обеспечения прозрачности и понятности финансовых продуктов, и установила соответствующие требования во внутреннем стандарте для членов НАУФОР.