



Банк России

ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ РОЗНИЧНЫХ ПИФ

Доклад для общественных консультаций

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	2
1. Инвестиционная деятельность и риски розничных ПИФ.....	4
1.1. Новые объекты инвестирования.....	4
1.1.1. Неторгуемые ценные бумаги.....	4
1.1.2. Цифровые финансовые активы	5
1.2. Новые инвестиционные стратегии	6
1.2.1. Расширение использования плеча.....	6
1.2.2. Фонды фондов.....	10
1.3. Актуализация механизмов управления риском ликвидности	13
1.4. Совершенствование лимита концентрации.....	16
2. Администрирование розничных ПИФ.....	20
2.1. Отказ от формирования ПИФ	20
2.2. Ускорение операций с инвестиционными паями открытых ПИФ	21
2.3. Объединение биржевых ПИФ	23
Вопросы для обсуждения.....	25
Список сокращений	26

Доклад подготовлен Департаментом инвестиционных финансовых посредников.
Ответы на вопросы, представленные в докладе, а также замечания и предложения к нему просим направлять до 1 сентября 2025 года включительно на адрес: regulation_DIFP@cbr.ru.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

ВВЕДЕНИЕ

ПИФ в России, как и финансовый рынок в целом, имеют относительно недолгую, но динамичную историю развития. Первые фонды были созданы в России в 1996 году после выхода Указа Президента РФ от 26.07.1995 № 765, однако системное регулирование деятельности ПИФ появилось только в 2001 году с принятием Закона об инвестиционных фондах.

С тех пор ПИФ прошли непростой путь становления и развития и на сегодняшний день являются одним из ключевых финансовых институтов на национальном финансовом рынке.

Современный рынок ПИФ можно условно разделить на так называемые розничные фонды (в первую очередь открытые, биржевые, интервальные и некоторые закрытые ПИФ) и проектные фонды.

Розничные фонды – основной инструмент входа на финансовый рынок для массового неквалифицированного инвестора. За счет коллективного инвестирования он позволяет даже с небольшой стартовой суммой получить доступ на рынок, профессиональное доверительное управление и финансовый результат от инвестиционной стратегии. В свою очередь, проектные фонды создаются, как правило, в интересах конкретных инвесторов для реализации частных инвестиционных проектов и не предполагают публичного привлечения средств.

РЫНОК ПИФ

(на 31 марта 2025 года)



Количество
ПИФ



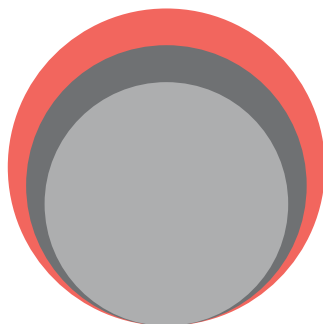
Стоимость чистых активов
ПИФ



Количество клиентов
ПИФ

17 860 тыс.

общее количество
клиентов ПИФ



17 793 тыс.

количество клиентов
розничных ПИФ
(99,9% от общего
количества клиентов ПИФ)

17 789 тыс.

число физических лиц

В России рынок розничных ПИФ в сравнении с проектными фондами занимает меньшую долю по объему активов, однако абсолютно превалирует по количеству клиентов.

Регулирование ПИФ активно развивалось вместе с рынком: в 2007, 2012, 2019 и 2024 годах в Закон об инвестиционных фондах вносились системные изменения, нацеленные на создание новых видов ПИФ, расширение их инвестиционных возможностей, упорядочение и повышение эффективности их деятельности. При этом последние изменения, внесенные в 2024 году, касались в первую очередь проектных фондов.

Оценка, проведенная в 2021 году международными экспертами Программы оценки финансового сектора (FSAP), показала, что в целом российское регулирование ПИФ находится на достойном уровне и соответствует принципам IOSCO¹. Однако быстрое развитие финансового рынка и его активная цифровизация, появление новых финансовых инструментов и расширяющиеся потребности инвесторов требуют реакции как от участников рынка ПИФ, так и от регулятора.

В связи с этим основная цель настоящего доклада – на основе практики регулятора, международного опыта и инициатив участников финансового рынка, а также с учетом меняющейся на финансовом рынке среды определить ключевые направления развития регулирования розничных ПИФ, которые будут способствовать дальнейшему укреплению их роли на российском рынке, созданию на основе ПИФ новых финансовых продуктов, обеспечат эффективное функционирование отрасли и защиту прав розничных инвесторов.

¹ IOSCO, Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг (Objectives and Principles of Securities Regulation).

1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И РИСКИ РОЗНИЧНЫХ ПИФ

1.1. Новые объекты инвестирования

1.1.1. Неторгуемые ценные бумаги

Основным видом розничных ПИФ с точки зрения инвестиционной политики сегодня являются ПИФ рыночных финансовых инструментов, предусмотренные Указанием Банка России от 05.09.2016 № 4129-У. Средства таких фондов могут размещаться на счетах и во вкладах, инвестироваться в инструменты валютного, фондового, товарного и срочного рынка.

При этом инвестиционная стратегия подавляющего большинства действующих ПИФ рыночных финансовых инструментов предполагает вложение в ценные бумаги. В настоящее время основным требованием для включения ценных бумаг в состав таких ПИФ является их допуск к организованному торгам на основных биржах в России или за рубежом. Однако из этого правила есть исключения. В частности, к разрешенным активам уже отнесены неторгуемые инвестиционные паи открытых ПИФ, облигации российских компаний, задействованных в проектах технологического суверенитета и структурной адаптации экономики Российской Федерации (в лимите 5%), и замещающие облигации, приобретенные взамен еврооблигаций, входивших в состав ПИФ на 28 октября 2022 года. Однако указанные исключения имеют адресный характер и обусловлены решением конкретной экономической задачи (проблемы).

В отличие от российского подхода, в зарубежной практике розничным фондам предоставляется возможность инвестировать в более широкий перечень неторгуемых финансовых инструментов, но при соблюдении определенных количественных ограничений.

В частности, Директива 2009/65/ЕС, регулирующая UCITS, позволяет инвестировать не более 10% стоимости активов UCITS в ценные бумаги и инструменты денежного рынка, отличные от тех, что указаны в статье 50 (1) данной директивы (то есть торгуемых на регулируемых рынках). При этом под исключение не попадают ценные бумаги схем коллективного инвестирования (ESMA, позиция 2012/721). Таким образом, вложение средств UCITS, например, в хедж-фонды пока недопустимо.

Этот лимит также устанавливается для NURS (Великобритания) и RIAIF (Ирландия), но в большем размере – 20%.

Зарубежный подход представляется более универсальным и позволяет достигать различных целей, таких как увеличение доходности фонда и расширение доступных инвестиционных стратегий. Кроме того, полагаем, что реализация такого подхода в российском регулировании, помимо этих целей, позволит частично компенсировать нехватку финансовых инструментов, доступных управляющим компаниям ПИФ рыночных финансовых инструментов, возникшую из-за ограничения доступа российских инвесторов к рынкам капитала иностранных государств.

В связи с этим Банк России считает возможным разрешить инвестировать средства ПИФ рыночных финансовых инструментов в неторгуемые (то есть не допущенные к организованному торгам) акции и облигации российских эмитентов, а также в инвестиционные паи интервальных и закрытых ПИФ, предназначенные для неквалифицированных инвесторов (при условии доступа к ежедневной информации о стоимости, составе и структуре активов этих ПИФ).

При этом, поскольку неторгуемые ценные бумаги являются, как правило, более рискованными и неликвидными, в целях ограничения рисков владельцев инвестиционных паев предлагается установить лимит в отношении неторгуемых ценных бумаг в размере 10% для открытых, биржевых и интервальных ПИФ, 20% для закрытых ПИФ рыночных финансовых инструментов.

Для приобретения в состав ПИФ рыночных финансовых инструментов неторгуемых ценных бумаг от управляющих компаний потребуется дополнительная настройка риск-менеджмента, в частности в отношении управления риском ликвидности для обеспечения возможности исполнения денежных обязательств, в том числе возникающих в связи с погашением инвестиционных паев, даже в условиях стресса на фондовом рынке, а также процедур оценки этих ценных бумаг (получения всей необходимой информации и так далее).

Для реализации указанной инициативы потребуется подготовить новую редакцию Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У, а также внести изменения в ряд сопутствующих нормативных актов.

1.1.2. Цифровые финансовые активы

С развитием рынка цифровых прав участники рынка проявляют все больший интерес как к выпуску ЦФА, так и к инвестированию в эти активы, в том числе к возможности их приобретения в состав ПИФ.

С учетом гибких возможностей по структурированию ЦФА, которые в том числе могут удостоверять денежное требование, корпорации рассматривают ЦФА как более простой и дешевый инструмент привлечения небольшого по объемам короткого финансирования. В связи с этим подавляющее большинство выпущенных в настоящее время ЦФА по своему содержанию идентичны облигациям.

Вместе с тем участники рынка заинтересованы в повышении ликвидности ЦФА и увеличении спроса на этот инструмент. Создание правовых основ для возникновения на рынке ЦФА финансовых посредников, обладающих широкой клиентской базой, как представляется, также будет этому способствовать.

Однако российское законодательство изначально исходило из отсутствия необходимости в финансовых посредниках на рынке ЦФА и не предусматривало возможности передачи ЦФА в доверительное управление. Поэтому для обеспечения их присутствия на указанном рынке недостаточно лишь внесения соответствующих изменений в правила информационных систем, в которых осуществляется выпуск ЦФА, и создания технических условий для доступа посредников к ЦФА на уровне таких систем. Так, в текущем регулировании отсутствуют нормы, позволяющие обособить на уровне информационной системы ЦФА, принадлежащие доверительному управляющему, от ЦФА, принадлежащих учредителю доверительного управления. В связи с этим существует риск, что переданные доверительному управляющему ЦФА будут признаны его собственностью¹, а это не только не соотносится с понятием доверительного управления², но и создает риски обращения взыскания на такие ЦФА. Таким образом, для включения ЦФА в состав ПИФ прежде всего требуется внесение соответствующих изменений в законодательство – в частности, направленных на признание переданных доверительному управляющему ЦФА собственностью клиента (учредителя доверительного управления).

¹ С учетом пункта 2 статьи 1411 ГК РФ и в отсутствие исключений относительно учредителя доверительного управления на уровне Закона о ЦФА.

² С учетом статьи 1012 ГК РФ.

Кроме того, потребуется обеспечить правовую возможность для включения ЦФА в состав ПИФ, урегулировав порядок их обособления и хранения, в том числе в специализированных депозитариях (в частности, возможность учета цифровых прав на счете депо доверительного управляющего и на транзитном счете депо).

Таким образом, потребуется внести изменения в ряд федеральных законов, после чего будет создана правовая база для включения ЦФА в любые ПИФ (соответствующий законопроект внесен в Государственную Думу Российской Федерации³). Приобретать ЦФА в ПИФ для квалифицированных инвесторов можно будет сразу. А для ПИФ, инвестиционные паи которых доступны неквалифицированным инвесторам, такая возможность будет предоставляться Указанием Банка России от 05.09.2016 № 4129-У в соответствии с выработанными критериями и с учетом становления рынка ЦФА и достижения ЦФА необходимого уровня ликвидности и прозрачности ценообразования.

С учетом изложенного Банк России планирует постепенно расширять возможности инвестирования розничных ПИФ в ЦФА по мере разрешения приведенных выше экономических и юридических вопросов.

1.2. Новые инвестиционные стратегии

1.2.1. Расширение использования плеча

Финансовый рычаг, как правило, образуется за счет инвестирования с использованием заемных средств или ПФИ. Это позволяет увеличить прибыль от инвестирования. Однако при неблагоприятных обстоятельствах увеличится убыток, поэтому финансовый рычаг принято ограничивать.

Действующее регулирование (Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У) ограничивает размер финансового рычага, который может принимать на себя ПИФ для неквалифицированных инвесторов, суммой в 20% СЧА ПИФ (с возможностью отклонения до 40% в результате рыночных факторов). Указанное ограничение, с одной стороны, позволяет управляющей компании управлять рисками ПИФ и получать дополнительную доходность, а с другой стороны, защищает инвесторов ПИФ от чрезмерного риска.

Однако в последнее время участились запросы участников рынка на регулирование, позволяющее создавать розничные ПИФ с повышенным размером финансового рычага. Такие инвестиционные фонды существуют за рубежом и позволяют инвесторам решать различные задачи, в том числе хеджировать риски их портфелей – например, за счет реверсивной репликации индекса в фонде.

Вместе с тем Банк России весьма настороженно относится к идее увеличения размера финансового рычага в ПИФ. Как показывает практика, такие фонды потенциально несут в себе значимый риск не только для своих пайщиков, но и для финансового рынка в целом, являясь источником системного риска. Кроме того, в государствах, где такие инвестиционные фонды существуют, рынки, как правило, низковолатильны и, как следствие, дают низкую доходность, что объясняет потребность в инструментах, способных увеличить доходность инвестиций. Российский рынок финансовых инструментов, напротив, имеет высокую волатильность, что дает приемлемый риск и доходность без финансового рычага.

При этом Банк России готов совместно с участниками рынка рассмотреть новые механизмы регулирования ПИФ с финансовым рычагом, которые предположительно могли бы появиться в российской отрасли коллективных инвестиций.

³ Проект федерального закона № 446411-8 «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Для начала рассмотрим подходы США и Европы.

Регулирование США допускает использование инвестиционными фондами финансового рычага для повышения отдачи от вложенного капитала. Однако, учитывая риски, с которыми сопряжены инвестиции с финансовым рычагом, правила его применения содержат ограничения и специальные условия. Строгость регулирования зависит от типа фонда, типа финансового рычага (заем, деривативы и так далее) и структуры инвестиционного портфеля фонда.

В США инвестиционные фонды делятся на открытые (open-end funds), закрытые (close-end funds) и хедж-фонды (hedge-funds). Открытые и закрытые фонды относятся к публичным компаниям и подпадают под регулирование Закона об инвестиционных компаниях 1940 года (Investment Company Act of 1940). Хедж-фонды являются частными компаниями и регулируются преимущественно Законом об инвестиционных советниках 1940 года (Investment Advisers Act of 1940).

В 2020 году SEC приняла правило 18f-4 в соответствии с Законом об инвестиционных компаниях 1940 года, которое заменило прежние ограничения и ввело более гибкий подход к применению финансового рычага для инвестиционных фондов.

В США инвестиционные фонды могут увеличить доходность за счет привлечения заемных средств и использования деривативов. Причем регулирование для этих двух типов финансового рычага различается.

Финансовый рычаг за счет заемных средств ограничен требованием покрытия долга фонда в размере не менее 300% его активов. То есть если активы фонда составляют 100 млн долларов США, то он может занять еще 50 млн. Таким образом, против долга в 50 млн долларов США фонд будет располагать активами на 150 млн долларов США, что удовлетворяет требованию к 300%-ному покрытию.

Финансовый рычаг за счет деривативов по общему правилу 18f-4 требует соблюдения относительного лимита VaR (Value-at-Risk). Относительный VaR портфеля фонда не должен превышать 200% VaR референсного портфеля (то есть фондового индекса либо иного бенчмарка, которым характеризуется инвестиционная стратегия фонда). Если стратегия фонда не привязана к референсному портфелю, то тогда применяется абсолютный лимит VaR. Абсолютный VaR портфеля фонда не должен превышать 20% его СЧА. Для закрытых инвестиционных фондов относительный и абсолютный лимиты VaR установлены в значениях 250 и 25% соответственно. VaR рассчитывается на период в 20 торговых дней с уровнем доверия 99%. При этом, если экспозиция фонда на деривативы меньше 10% от СЧА, к нему не применяются указанные выше лимиты VaR.

Несмотря на столь требовательное регулирование США в отношении финансового рычага в инвестиционных фондах, оно, по сути, позволяет обходить требования к диверсификации и лимитам концентрации. Так, например, соблюдая лимит на ценные бумаги одного эмитента в портфеле фонда в объеме не более 5% от его активов, фонд тем не менее может увеличить экспозицию в этих ценных бумагах за счет деривативов, превысив пределы установленных 5%. При этом фонд не нарушит требований законодательства США, пока будет соблюдать лимиты VaR по совокупному портфелю. С одной стороны, это обесмысливает требования к диверсификации и лимитам концентрации, а с другой – риски, на снижение которых эти требования направлены, переходят в фокус сложной системы управления рисками.

Использование деривативов в инвестиционной стратегии фонда требует наличия у него утвержденной политики управления рисками, которая должна включать обязательное стресс-тестирование, бэк-тестирование параметров VaR, их периодический пересмотр, а также внутреннюю отчетность.

SEC требует, чтобы фонды раскрывали риски в проспектах и предупреждали инвесторов о возможных убытках.

В ЕС фонды с финансовым рычагом регулируются в основном директивами ЕС и актами национальных органов, касающимися альтернативных инвестиций и управления ими. Так, например, Директива 2011/61/EU (AIFMD) регулирует альтернативные инвестиционные фонды (AIF), хедж-фонды и иные инвестиции со встроенным финансовым рычагом. Хотя в ЕС и не установлен лимит на размер плеча, однако управляющие обязаны ежегодно отчитываться о рычаге и связанных с ним рисках перед национальными регуляторами. Если рычаг создает системный риск, регулятор может ввести ограничения его использования (статья 25 AIFMD). Так, например, после кризиса LDI-фондов в Великобритании, разразившегося в сентябре – октябре 2022 года, Люксембург и Ирландия ограничили рычаг для GBP LDI-фондов.

Рычаг для альтернативных инвестиционных фондов измеряется двумя методами – gross method и commitment method. Оба метода определяют размер плеча как отношение экспозиции фонда к СЧА (в процентах или в долях единицы), однако сама экспозиция фонда в обоих методах рассчитывается по-разному.

По gross method экспозиция фонда рассчитывается как сумма абсолютных стоимостей всех активов фонда, включая номинальные стоимости деривативов, стоимость всех других активов (акции, облигации и так далее), заемные средства (cash borrowings). При этом не учитываются активы, которые не создают дополнительной экспозиции (например, денежные средства, в том числе используемые для покрытия обязательств по деривативам).

По commitment method экспозиция фонда рассчитывается как сумма его нетто-позиций после хеджирования, что обычно ниже экспозиции фонда, рассчитанной по gross method.

Альтернативные инвестиционные фонды должны иметь прозрачные политики управления рисками и стресс-тестов, соответствующие ресурсы для реализации таких политик, а также отлаженные процессы, которые подвергаются регулярному аудиту. Требования к дорогостоящей системе управления рисками в альтернативных инвестиционных фондах объясняются тем, что эти фонды способны создавать не только инвестиционные риски для владельцев их ценных бумаг, но и системные риски.

Директива 2009/65/ЕС, регулирующая фонды UCITS в ЕС, устанавливает более строгие требования к управлению финансовым рычагом. Основные положения, касающиеся кредитного плеча, содержатся в статье 51 Директивы 2009/65/ЕС, а также в дополнительных нормативных актах, таких как руководящие принципы ESMA. Хотя в отношении UCITS и не установлено фиксированного максимального коэффициента кредитного плеча (например, 2:1 или 3:1), требования к управлению рисками и глобальной экспозиции все же ограничивают его размер. Согласно статье 51 (3) Директивы 2009/65/ЕС, управляющая компания фонда UCITS обязана применять методику расчета глобальной экспозиции (global exposure) для оценки риска, связанного с использованием деривативов и заемных средств. При этом глобальная экспозиция не должна превышать СЧА фонда.

Для расчета глобальной экспозиции применяется два метода:

1. Commitment approach: экспозиция от деривативов конвертируется в эквивалентные позиции базовых активов, их сумма не должна превышать 100% СЧА фонда.
2. Value-at-Risk (VaR) approach: более сложный метод, где глобальная экспозиция оценивается через моделирование потенциальных убытков. VaR должен соответствовать установленным лимитам (например, абсолютный VaR не более 20% СЧА при определенных условиях).

Фактически через commitment approach кредитное плечо ограничено примерно 2:1 (100% СЧА + 100% дополнительной экспозиции), но при использовании подхода VaR возможны более высокие уровни финансового рычага, хотя это потребует более строгого контроля рисков.

Биржевые фонды (ETF) с финансовым рычагом, зарегистрированные как UCITS (например, Luxor или Amundi ETF), доступны для розничных инвесторов через биржи Euronext и Xetra, но их финансовый рычаг, как правило, составляет $\times 1,5$ – $\times 2$, что обычно ниже, чем у их американских аналогов ($\times 3$) из-за строгих ограничений законодательства ЕС в отношении UCITS.

AIF с высоким рычагом, как правило, не доступны для розничного инвестора. Они (например, хедж-фонды в Люксембурге) могут иметь финансовый рычаг 5:1 и выше и предлагаться только профессиональным инвесторам.

Европейский подход регулирования финансового рычага в инвестиционных фондах не позволяет обходить требования к диверсификации и лимитам концентрации, так как в случае использования деривативов включает в лимит концентрации актива экспозицию на этот актив в деривативах. Кроме того, в лимит концентрации кредитного риска на должника включается необеспеченное нетто-требование к нему по деривативам.

Рассмотрев подходы регулирования финансового рычага в инвестиционных фондах США и ЕС, а также учитывая волатильность их рынков в сопоставлении с волатильностью российского рынка, полагаем, что вопрос об увеличении финансового рычага в розничных ПИФ может быть рассмотрен только при условии выработки комплексной модели ограничения рисков, которая будет интегрирована в регулирование, защитит инвесторов от чрезмерных рисков и ограничит системные риски.

В частности, могут быть рассмотрены следующие **принципы регулирования финансового рычага в российских ПИФ**:

1. Финансовый рычаг не должен позволять обходить установленные нормативными актами Банка России лимиты концентрации активов в составе ПИФ, поэтому в их расчет должна быть включена экспозиция на активы в ПФИ. Для этого потребуются установить правила расчета экспозиции с учетом срока, линейности (фьючерсы, форварды) / нелинейности (свопы, опционы), непостоянной тесноты связи между ценовыми изменениями ПФИ разных сроков и их базисных активов. При этом для расчета экспозиции будет использоваться нетто-подход.
2. Риск финансового рычага следует ограничивать по VaR суммарной нетто-позиции ПИФ, не превышающей 20% его СЧА. При этом параметры VaR могут быть приняты как ставки риска центрального контрагента, сконвертированные на 10-дневный срок.

3. Для ПИФ, доходность которых привязана к мультиплицированной динамике фондового индекса, требование к финансовому рычагу целесообразно связывать с мультиплицированным VaR фондового индекса. Здесь имеет смысл рассмотреть американскую модель ограничения по относительному VaR (200% VaR референсного индекса).
4. Для ПИФ, доходность которых привязана к реверсивной динамике фондового индекса, потребуется модификация VaR-модели с учетом асимметрии рисков роста и падения стоимости активов и недостаточной предсказательной способности исторической модели VaR в отношении рисков роста стоимости активов. В связи с чем в дополнение к применяемым ставкам риска будет необходимо проводить моделирование VaR на случайных симуляциях, подчиненных закону распределения с «тяжелыми хвостами». Представляется, что наиболее подходящим для этого будет Т-распределение Стьюдента с 3–4 степенями свободы (df). Такая модель лучше отражает реальные рыночные изменения, учитывает асимметрию роста для фондов с реверсивной репликацией, однако потребует калибровки параметра df, так как может переоценивать среднюю волатильность.
5. Понадобится установить требования к системе управления рисками – в частности, требования к политике управления рисками, стресс-тестам и стресс-сценариям, ресурсам, необходимым для управления рисками финансового рычага, внутренней отчетности, а также планам восстановления при шоках.
6. Риски, не покрытые системой управления рисками (выходящие за пределы доверительной вероятности при определении VaR), нужно будет покрывать капиталом управляющей компании, что потребует введения норматива достаточности капитала управляющей компании.
7. Необходимо будет пересмотреть требования к учету и отчетности управляющей компании в части экспозиции активов фонда, их концентрации и финансового рычага.
8. Понадобится обновить требования к раскрытию информации о рисках, связанных с финансовым рычагом.

С учетом изложенного пересмотр регулирования финансового рычага в розничных ПИФ потребует, по сути, комплексной доработки модели регулирования управляющих компаний ПИФ в указанных аспектах. Целесообразность такой доработки требует отдельного обсуждения с участниками рынка с учетом затрат на такую доработку, дополнительной регуляторной нагрузки на управляющие компании ПИФ и потенциальной востребованности ПИФ с финансовым рычагом.

1.2.2. Фонды фондов

В настоящее время Закон об инвестиционных фондах запрещает управляющей компании розничного ПИФ приобретать инвестиционные паи одного ПИФ под ее управлением в состав активов другого ПИФ под ее управлением. Данное требование направлено на предотвращение реализации конфликта интересов, которым фактически невозможно управлять, а также на ограничение недобросовестных практик при осуществлении доверительного управления, в частности в виде взимания управляющей компанией двойного вознаграждения.

При этом в Банк России поступают предложения управляющих компаний о снятии или ослаблении указанных ограничений для предоставления возможности создания так называемых фондов фондов. В международной практике такие структуры фондов получили название «мастер-фидер». Так, фидерные фонды собирают средства инвесторов, передавая их мастер-фонду, который осуществляет основные вложения. Эта модель обеспечивает экономию затрат и доступ к глобальным рынкам, но сопряжена с регуляторными и операционными рисками, ярко проявившимися в период кризиса LDI 2022 года в Великобритании (см. врезку «Примеры структурирования фондов за рубежом»).

Мастер-фондом является центральный фонд, состоящий из активов, собранных от фидерных фондов. Такие фонды часто регистрируются в юрисдикциях с гибким регулированием, таких как Каймановы острова или Люксембург. В отличие от мастер-фондов, фидерный фонд – это инструмент для привлечения капитала от локальных или институциональных инвесторов, передающий средства в мастер-фонд. Он может быть адаптирован под национальные требования (например, налоговые льготы). Стратегии обоих фондов, находящихся под управлением единого управляющего, координируются, что снижает затраты на управление. При этом в проспектах таких фондов, как правило, требуется указывать на их принадлежность структуре мастер-фидер фондов.

Примеры структурирования фондов за рубежом

Крупные хедж-фонды, такие как Bridgewater или Citadel, используют мастер-фидер фонды. К примеру, фонд Pershing Square создает фидерные фонды в США и ЕС, передающие капитал в мастер-фонд на Каймановых островах, и все они управляются одной командой. Это позволяет учитывать налоговые и регуляторные особенности разных регионов.

В период кризиса LDI 2022 года GBP LDI-фонды, зарегистрированные в Ирландии и Люксембурге, часто управлялись единым управляющим, который координировал как фидерные фонды (для британских пенсионных фондов), так и мастер-фонды, державшие более 10% государственных ценных бумаг Великобритании (gilts) и деривативы. В 2022 году фидерные фонды в Ирландии привлекали капитал от британских пенсионных фондов, а мастер-фонды (в Люксембурге или офшорах) инвестировали в gilts и деривативы. Единый управляющий координировал стратегии, но высокий леввередж (до 5х) привел к маржин-коллам во время кризиса, показав все риски такой модели. После кризиса Центральный банк Ирландии (CBI) и CSSF Люксембурга ввели буфер доходности (300 базисных пунктов) для таких фондов.

Крупные управляющие, такие как BlackRock или Legal & General, активно используют структуру мастер-фидер фондов для пенсионных активов.

Фонды прямых инвестиций, такие как KKR или Carlyle, также создают фидерные фонды для привлечения капитала из разных стран, передавая его в мастер-фонд под управлением той же компании. Однако такие фонды относятся к категории частного капитала (private equity) и доступны только профессиональным инвесторам.

Как показывает практика, структуры мастер-фидер фондов наиболее часто являются трансграничными, то есть разнесены географически по разным регионам. Мастер-фонды обычно регистрируются в крупнейших офшорных зонах (Каймановы острова и так далее) или в юрисдикциях с гибким налоговым режимом, таких как Люксембург и Ирландия, а фидерные фонды – в юрисдикциях с высоким инвестиционным потенциалом, откуда привлекаются инвестиции. По данным CIMA (2023), более 70% хедж-фондов на Каймановых островах работают в мастер-фидерной структуре и в большинстве случаев привлекают капитал через фидерные фонды, работающие в других юрисдикциях под единым управлением. Это снижает затраты и упрощает отчетность.

Однако существуют структуры мастер-фидер фондов, зарегистрированные в одной юрисдикции. Такая модель применяется в определенных случаях, когда локальная регистрация обоих фондов отвечает конкретным инвестиционным, регуляторным или операционным задачам. Часто это встречается в следующих юрисдикциях:

- Люксембург и Ирландия: крупные хабы для фондов в ЕС, где регистрируются оба типа фондов для доступа к европейским инвесторам;
- США: хедж-фонды и фонды прямых инвестиций могут создавать фидерные и мастер-фонды в одной юрисдикции (например, в штате Делавэр) для местных инвесторов;

- офшоры: на Каймановых или Бермудских островах оба фонда иногда регистрируются в одной юрисдикции для упрощения структуры.

Единый управляющий в таких случаях координирует стратегии, минимизирует затраты и обеспечивает соответствие местным требованиям. Упрощение регуляторного соответствия является одной из тех задач, которые преследуются при регистрации мастер-фонда и фидерного фонда в одной юрисдикции. Это позволяет избежать сложностей трансграничного регулирования, когда фонды в разных юрисдикциях подчиняются разным правилам (например, AIFMD в ЕС и CIMA на Каймановых островах). Единая юрисдикция упрощает отчетность, налогообложение и надзор. В отдельных случаях регистрация структуры мастер-фидер фондов в одной юрисдикции нацелена на привлечение капитала от локальных инвесторов, которым важна защита местного регулятора и налоговые льготы. Так, например, фидерный фонд в Делавэре (США) может привлекать американских инвесторов, передавая капитал мастер-фонду в той же юрисдикции, чтобы соответствовать требованиям SEC и налоговым правилам (например, избегать статуса PFIC для налоговых резидентов США), что является критически важным для местных инвесторов. В отдельных случаях, когда структура мастер-фидер фондов не очень большая, ее регистрация в одной юрисдикции преследует цель снизить операционные затраты, а также сократить юридические, административные и аудиторские расходы, так как единая юрисдикция уменьшает необходимость координации между разными регуляторами и юридическими фирмами.

Возникает закономерный вопрос: почему бы тогда не создать один мастер-фонд и не привлекать инвесторов непосредственно в него? Этот вопрос закономерен с позиции российского правового порядка и российской практики, где почти все инвестиционные фонды представлены в контрактной форме. За рубежом инвестиционные фонды в большинстве случаев представлены в корпоративной форме (акционерные общества с переменным капиталом), реже – в форме траста. Поэтому, несмотря на то что их активы могут управляться одним управляющим, мастер-фонды и фидерные фонды операционно независимы, имеют каждый свою маркетинговую политику и стратегию. Так, например, мастер-фонды могут быть ориентированы на институциональных инвесторов, иметь высокий порог входа, сложную структуру активов и сложную стратегию управления, в то время как фидерные фонды могут быть полностью адаптированы под розничных инвесторов с точки зрения порога входа, валюты инвестирования, схем налогообложения, механизмов снижения рисков (например, снижения риска рычага мастер-фонда) и так далее. То есть фидерные фонды ведут себя как посредники между инвестором и мастер-фондом, параллельно встраивая собственные сервисы по управлению ликвидностью и рисками, снимая эти операционные затраты с мастер-фонда.

Вместе с тем структуры мастер-фидер фондов создают ряд проблем, с которыми пришлось столкнуться зарубежным регуляторам. Так, например, единый управляющий структуры мастер-фидер фондов может столкнуться с конфликтом интересов, отдавая приоритет интересам мастер-фонда или крупных инвесторов над фидерными фондами. В период кризиса LDI 2022 года в Великобритании некоторые управляющие неравномерно распределяли ликвидность, что привело к убыткам для фидерных фондов. Это стало причиной усиленного контроля со стороны регуляторов за решениями управляющих (AIFM).

Инвесторы фидерных фондов нередко получают ограниченные данные о стратегиях мастер-фонда, особенно если он зарегистрирован в офшорной юрисдикции. В 2021 году SEC оштрафовала хедж-фонд за непрозрачное управление мастер-фидерной структурой, где единый управляющий скрыл риски деривативов от инвесторов фидерного фонда. Это говорит о том,

что такая структура требует строгого надзора. В противном случае доверие инвесторов может быть подорвано.

Различия в требованиях к ликвидности между фидерными и мастер-фондами создают существенные риски. Фидерные фонды, ориентированные на розничных инвесторов, могут обещать быстрый вывод средств, тогда как мастер-фонды, инвестирующие в неликвидные активы, не всегда способны оперативно их предоставить. В 2020 году (кризис Dash for Cash) европейские фидерные фонды столкнулись с задержками вывода средств из-за низкой ликвидности мастер-фондов.

Размещение фидерных и мастер-фондов в разных юрисдикциях (например, фидерный фонд – в ЕС, мастер-фонд – на Каймановых островах) усложняет надзор и увеличивает юридические риски. Кризис LDI 2022 года показал, как отсутствие координации между регуляторами Ирландии, Люксембурга и Великобритании усилило турбулентность на рынке.

Не все из перечисленных проблем могут иметь место в российской юрисдикции. Так, например, в России совершенно невозможны трансграничные структуры, поэтому и проблемы, которые с ними связаны, не возникают.

Тем не менее вопросы конфликта интересов, согласованности в управлении ликвидностью и прозрачности для инвесторов потребуют обязательного решения, если создание таких структур станет возможным.

Но для решения указанных вопросов требуется понимание цели, с которой такие структуры могли бы создаваться в России. Дело в том, что изложенные выше задачи, которые решают структуры мастер-фидер фондов в зарубежных юрисдикциях, либо не могут быть решены в российской юрисдикции, либо в принципе не актуальны для нее. Также российское законодательство не даст дополнительной возможности оптимизировать налогообложение через такие структуры.

С учетом изложенного вопрос о целесообразности предоставления возможности создания структур мастер-фидер фондов в России требует дополнительного обсуждения и обоснования с позиций наличия дополнительной добавленной стоимости, которую такие фонды могут приносить инвестору, а также с точки зрения управления конфликтом интересов управляющей компании и ограничения возможных недобросовестных практик.

1.3. Актуализация механизмов управления риском ликвидности

Управление риском ликвидности в ПИФ направлено на обеспечение соответствия между ликвидностью активов фонда, с одной стороны, и краткосрочными обязательствами фонда (как текущими, так и потенциальными) – с другой. Чаще всего потребность в ликвидности в фондах обусловлена погашением инвестиционных паев и необходимостью выплаты денежной компенсации, но может быть связана и с иными причинами (к примеру, выплатой комиссий, требованием внести дополнительное обеспечение по ПФИ). В связи с этим разрыв ликвидности является уязвимостью прежде всего открытых фондов, так как в них каждый инвестор вправе потребовать погашения инвестиционных паев и выплаты денежной компенсации в любой рабочий день.

При значительных проблемах с ликвидностью (к примеру, в случае существенного превышения оттока клиентов над их притоком) могут также усиливаться негативные побочные эффекты для всего финансового рынка в целом, такие как повышение волатильности и неопределенности.

Таким образом, эффективное управление риском ликвидности ПИФ важно не только для обеспечения интересов инвесторов, но и для поддержания финансовой стабильности. В связи с этим регуляторы уделяют пристальное внимание вопросам управления ликвидностью в фондах и предусматривают как меры, направленные на предотвращение проблем с ликвидностью, так и меры для урегулирования проблемы, когда она возникнет.

Российское законодательство содержит ряд механизмов, направленных на обеспечение необходимого уровня ликвидности ПИФ, предотвращение горячих продаж и нарушения прав владельцев инвестиционных паев на их погашение. К ним относятся:

- обязательный буфер ликвидности (в отношении открытых ПИФ)⁴;
- право управляющей компании ПИФ временно приостанавливать выдачу, погашение и обмен инвестиционных паев в исключительных случаях, в том числе в связи со значительным изменением РСП⁵;
- право управляющей компании использовать для погашения паев собственные или заемные средства с последующим возвратом из имущества ПИФ⁶.

Также предотвращать проблемы с ликвидностью в розничных ПИФ помогают скидки при погашении инвестиционных паев⁷, требования к составу и структуре активов ПИФ, в том числе лимиты концентрации⁸.

Кроме того, управление риском ликвидности осуществляется на уровне систем риск-менеджмента управляющих компаний, работающих с розничными ПИФ.

В целом полагаем, что действующие механизмы управления ликвидностью розничных ПИФ являются актуальными и эффективными. Это подтверждается как лучшими международными практиками, изложенными в документах IOSCO⁹, так и отсутствием системных проблем с ликвидностью розничных ПИФ в кризисные периоды с учетом принимаемых Банком России мер.

IOSCO делит инструменты управления ликвидностью на инструменты, предотвращающие «размытие» (anti-dilution LMTs), инструменты, основанные на количественных показателях (quantity-based LMTs), и другие.

Конструкция схемы коллективного инвестирования предполагает равное распределение доходов и расходов фонда между всеми владельцами инвестиционных паев. Вместе с тем существуют расходы, которые связаны непосредственно с выдачей и погашением инвестиционных паев (так называемые явные и неявные транзакционные издержки). Они возникают из-за сделок с активами фонда, совершаемых в связи с выдачей и погашением инвестиционных паев. Но сделки с активами фонда могут производиться после определения РСП, на основании которой выдаются (погашаются) инвестиционные паи, а следовательно, такие расходы несут иные владельцы инвестиционных паев. Данное распределение расходов представляется несправедливым.

⁴ Пункт 2.9 Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У.

⁵ Статья 29 Закона об инвестиционных фондах и Постановление ФКЦБ России от 03.07.2002 № 22/пс.

⁶ Пункт 6 статьи 25 и подпункт 5 пункта 1 статьи 40 Закона об инвестиционных фондах.

⁷ Пункт 7 статьи 26 Закона об инвестиционных фондах.

⁸ Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У.

⁹ IOSCO, Руководство для открытых фондов по соблюдению рекомендаций по управлению риском ликвидности (Guidance for Open-ended Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management) (2024).

Инструменты управления ликвидностью, предотвращающие «размытие», направлены на то, чтобы переложить указанные расходы на инвесторов, приобретающих (погашающих) инвестиционные паи, путем корректировки РСП или суммы, на которую выдаются инвестиционные паи (суммы денежной компенсации). Это защищает текущих (оставшихся) инвесторов от затрат, не имеющих прямого отношения к управлению их инвестициями, и ставит их в аналогичное экономическое положение с инвесторами, которые предпочитают инвестировать напрямую. Основная цель инструментов управления ликвидностью, предотвращающих «размытие», – обеспечение справедливого распределения затрат между инвесторами, вместе с тем они способствуют эффективному управлению ликвидностью, решая проблему «преимущества первопроходца» и устраняя стимулы к погашению. К инструментам управления ликвидностью, предотвращающим «размытие», относят, в частности, swing pricing, сборы, предотвращающие «размытие» (anti-dilution levy), и скидки/надбавки (subscription / redemption fees).

Все инструменты управления ликвидностью, предотвращающие «размытие», предполагают учет явных и неявных транзакционных издержек, но различными способами.

1. При swing pricing корректируется сама РСП, и в зависимости от направления корректировки расходы несут либо приобретающие, либо погашающие инвестиционные паи инвесторы. Направление и величина корректировки зависят от того, какие заявки на приобретение или погашение инвестиционных паев преобладают и какие издержки понесет фонд из-за сделок с активами фонда, совершаемых в связи с выдачей и погашением инвестиционных паев.
2. Сборы, предотвращающие «размытие», действуют по тому же принципу, что и swing pricing, но с той лишь разницей, что корректировка осуществляется не самой РСП, а суммы, на которую выдаются инвестиционные паи, или суммы денежной компенсации.
3. Скидки/надбавки являются фиксированными величинами и взимаются как при выдаче инвестиционных паев, так и при их погашении, независимо от направления чистого потока.

Как сборы, предотвращающие «размытие», так и скидки/надбавки остаются в фонде и не являются платой за операции с инвестиционными паями, в отличие от скидок/надбавок, предусмотренных российским законодательством.

К явным транзакционным издержкам IOSCO относит вознаграждения инфраструктуры и брокеров, а к неявным – разницу между оценочной и ликвидационной ценой. При этом издержки рассчитываются по срезу портфеля.

У этих мер могут быть разные правила, касающиеся момента их активации и пороговых значений для активации.

С учетом изложенного Банк России предлагает обсудить возможность установления права для управляющих компаний ПИФ применять swing pricing, сборы, предотвращающие «размытие», и скидки/надбавки в пользу фонда.

Инструменты, основанные на количественных показателях, используются для урегулирования проблем с ликвидностью. Эти механизмы временно ограничивают право инвестора на погашение инвестиционных паев. В связи с этим они обычно активируются только в стрессовых рыночных условиях. К таким инструментам, к примеру, относят приостановление выдачи и погашения инвестиционных паев (suspension of redemptions and subscriptions) и redemption gates (лимиты на погашение).

При redemption gates погашение инвестиционных паев не приостанавливается, но осуществляется в пределах определенного лимита. Согласно мировой практике, инструменты, основанные на количественных показателях, вводятся по решению управляющего фондом, однако такое решение может быть принято в ограниченных случаях и только в интересах инвесторов.

Указанные механизмы уже частично реализованы в действующем российском регулировании. Полагаем, что введения дополнительных механизмов не требуется.

Также управлять риском ликвидности помогают side pockets и redemption in-kind.

Side pockets («боковые карманы») – механизм, позволяющий отделить проблемные активы (к примеру, активы, стоимость которых сложно оценить) от остальной части фонда при сохранении прав инвесторов на них. По своей сути этот механизм аналогичен ПИФ заблокированных активов (так называемый ЗПИФ-А).

Redemption in-kind («выдел в натуре») означает передачу инвестору при погашении инвестиционных паев не денежных средств, а иного имущества, составляющего фонд.

В России «выдел в натуре» допускается в биржевых ПИФ (для специальных пайщиков – уполномоченных лиц) и ПИФ, предназначенных исключительно для квалифицированных инвесторов. Банк России не готов расширять возможности по выделу имущества, поскольку это приведет к снижению степени защиты прав владельцев инвестиционных паев розничных ПИФ (из-за транзита рисков ликвидности от управляющей компании ПИФ неквалифицированному инвестору, а также получения инвестором в собственность имущества, в отношении которого он может не обладать необходимыми знаниями и опытом для надлежащего дальнейшего управления).

В случае если по итогам обсуждения будет принято решение о целесообразности установления права для управляющих компаний ПИФ применять swing pricing, сборы, предотвращающие «размытие», и скидки/надбавки в пользу фонда, на первом этапе потребуются внесение изменений в Закон об инвестиционных фондах.

1.4. Совершенствование лимита концентрации

Концентрация инвестиционного портфеля (к примеру, инвестирование в ценные бумаги одной компании или небольшого количества компаний) в отдельных случаях дает возможность получить более высокую доходность, но при этом такая стратегия сопряжена с повышенными рисками, так как существенное снижение стоимости портфеля может быть связано не столько с общим движением рынка, сколько с конкретным активом (проблемами компании-эмитента и так далее), с чем на практике инвестор сталкивается гораздо чаще.

Уменьшить уязвимость портфеля к рискам, характерным для конкретного актива, а следовательно, и волатильность портфеля позволяет диверсификация. Из-за небольшого веса убытки по одному из активов не сказываются существенно на портфеле и могут быть компенсированы другими активами. А поскольку источники такого риска независимы, вероятность его реализации одновременно по значительному количеству активов крайне низкая. Таким образом, концентрированные портфели более подвержены риску убытков в сравнении с диверсифицированными портфелями.

Кроме того, чем выше диверсификация портфеля, тем он ликвиднее, так как в этом случае торговые издержки ниже по сравнению с более концентрированными портфелями с тем же оборотом.

В связи с этим, поскольку схемы коллективных инвестиций, предназначенные для розничных инвесторов (ПИФ, UCITS, NURS и так далее), объединяют средства большого количества инвесторов, регуляторы как в России, так и в иностранных юрисдикциях в целях защиты интересов инвесторов устанавливают лимиты концентрации при инвестировании. Каждый регулятор требует от фондов диверсификации портфеля, однако приспосабливает такие требования к сложившейся конъюнктуре локального финансового рынка. Единый подход к установлению лимитов концентрации отсутствует.

Приведем примеры лимитов, введенных иностранными регуляторами в отношении отдельных схем коллективных инвестиций, доступных розничным инвесторам:

UCITS (ЕС) – открытые фонды, размещающие средства в ликвидные инструменты (депозиты, ценные бумаги, инструменты денежного рынка). Это ключевой инвестиционный продукт в ЕС, на долю которого приходится около 75% всех коллективных инвестиций в ЕС. Директива 2009/65/ЕС, регулирующая UCITS, содержит широкий перечень лимитов. Они устанавливаются для ограничения риска концентрации и обеспечения ликвидности. Есть как индивидуальные, так и совокупные ограничения на инвестиции в одно лицо. Рассмотрим основные из них (указаны без учета отдельных исключений/дополнений):

- **правило 5/10/40** – не более 5% стоимости активов могут составлять ценные бумаги и инструменты денежного рынка, выпущенные одним лицом. При этом государства – члены ЕС могут увеличить лимит до 10%. В таком случае совокупно стоимость ценных бумаг и инструментов денежного рынка, выпущенных лицами, в каждое из которых инвестировано более 5%, не должна превышать 40% стоимости активов;
- **не более 20%** стоимости активов могут составлять вклады в одно лицо;
- **не более 5%** стоимости активов может составлять экспозиция риска на контрагента по внебиржевым ПФИ (10%, если контрагентом является кредитная организация);
- **не более 20%** стоимости активов могут составлять совокупно вклады в одно лицо, ценные бумаги и инструменты денежного рынка, выпущенные таким лицом, а также экспозиция риска на контрагента – такое лицо по внебиржевым ПФИ.

При этом в расчете лимитов учитывается экспозиция на базисные активы ПФИ. В случае если компания входит в группу для целей консолидированной отчетности, лимиты рассчитываются на группу.

NURS (Великобритания) – фонды с более широкими инвестиционными возможностями по сравнению с UCITS. Для них в FCA Handbook предусматриваются следующие основные ограничения:

- **не более 20%** стоимости активов могут составлять вклады в одном лице;
- **не более 10%** стоимости активов могут составлять ценные бумаги и инструменты денежного рынка, выпущенные одним лицом (25% – обеспеченные облигации кредитных организаций);
- **не более 10%** стоимости активов может составлять экспозиция риска на контрагента по внебиржевым ПФИ.

При этом в расчете лимитов учитывается экспозиция на базисные активы ПФИ. Лимиты рассчитываются индивидуально, даже если компании состоят в одной группе для целей консолидированной отчетности.

Взаимные фонды (mutual funds) (США). Требования к диверсификации установлены налоговым законодательством. В отношении половины активов не более 5% могут составлять ценные бумаги одного эмитента, в отношении другой половины лимит – 25%. Таким образом, минимальная диверсификация – по 25% в 2 эмитентах и по 5% в 10 эмитентах. Если фонд позиционирует себя как диверсифицированный, согласно Закону об инвестиционных компаниях 1940 года для него действуют более строгие требования: из 75% активов в одного эмитента может быть инвестировано не более 5%.

В России концентрация активов в розничных ПИФ ограничивается тремя основными лимитами (предусмотрены Указанием Банка России от 05.09.2016 № 4129-У):

- **на долю активов (денежные средства на счетах и во вкладах, ценные бумаги и права требования) одного юридического лица** – в размере 10% стоимости активов ПИФ (для ПИФ на основные российские и иностранные индексы – 20%);
- **на долю ценных бумаг одного субъекта РФ (административно-территориального образования иностранного государства), муниципального образования, государственных ценных бумаг одного иностранного государства** – в размере 10% стоимости активов ПИФ (для ПИФ на основные российские и иностранные индексы – 20%);
- **на долю финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов**, – в размере 40% стоимости активов ПИФ (применимо только к ПИФ рыночных финансовых инструментов).

Таким образом, в отличие от зарубежной практики, действующая система ограничений в России является более универсальной и простой с операционной точки зрения, что важно для осуществления контроля за ее соблюдением. Внедрение как послаблений, так и ужесточений на основе описанной зарубежной практики представляется нецелесообразным с учетом особенностей российского финансового рынка, в первую очередь ограниченного числа доступных финансовых инструментов и высокой волатильности.

Однако, по мнению Банка России, лимиты концентрации, установленные в настоящее время для ПИФ, не в полной мере учитывают отдельные риски:

1. **Лимит концентрации активов на одно юридическое лицо рассчитывается индивидуально по каждой компании даже при наличии аффилированности (контроля и значительного влияния по МСФО).**

Вместе с тем потеря финансовой устойчивости одной из компаний группы нередко негативно сказывается на всей группе. С учетом указанного риска «заражения» полагаем целесообразным действующий лимит распространить на группу связанных юридических лиц (которая будет определяться с учетом критериев контроля и значительного влияния, заложенных в МСФО).

2. Не учитывается риск на поручителя (гаранта).

В состав розничных ПИФ могут входить ценные бумаги, обеспеченные поручительством или независимой гарантией (как правило, это облигации). Такие ценные бумаги учитываются в расчете лимита только с точки зрения риска на ее эмитента. Вместе с тем при нарушении эмитентом своих обязательств по такой ценной бумаге ПИФ будет нести кредитный риск не на эмитента, а на лицо, предоставившее поручительство (независимую гарантию). Таким образом, в расчет лимита концентрации активов на одно юридическое лицо (группу связанных юридических лиц) необходимо также включить ценные бумаги, исполнение обязательств по которым обеспечено поручительством либо независимой гарантией этого юридического лица (лиц, входящих в эту группу связанных юридических лиц).

3. В расчет лимитов не попадают ценные бумаги, полученные по сделкам в качестве обеспечения, а также ценные бумаги, поступившие по сделкам репо.

В случае дефолта второй стороны сделки в состав ПИФ могут быть включены указанные ценные бумаги (в том числе при совершении сделок репо с центральным контрагентом с учетом правил дефолт-менеджмента). Таким образом, по данным операциям у ПИФ присутствует риск концентрации, который целесообразно ограничивать. В связи с этим лимиты должны рассчитываться по «сквозному принципу» (то есть учитывать ценные бумаги, полученные в качестве обеспечения, а также поступившие по сделкам репо).

Аналогичные подходы уже реализованы, в частности, в регулировании негосударственных пенсионных фондов.

Для реализации указанных инициатив потребуется подготовить новую редакцию Указания Банка России от 05.09.2016 № 4129-У.

2. АДМИНИСТРИРОВАНИЕ РОЗНИЧНЫХ ПИФ

2.1. Отказ от формирования ПИФ

Законом об инвестиционных фондах предусмотрена процедура формирования ПИФ, в рамках которой управляющая компания в течение определенного срока осуществляет первичное привлечение инвесторов путем сбора заявок на выдачу инвестиционных паев и получения имущества в ПИФ в счет оплаты инвестиционных паев.

Чтобы запустить фонд, управляющая компания должна в течение указанного срока собрать минимальную сумму, которая необходима для завершения (окончания) его формирования и устанавливается правилами ПИФ. По ее достижении имущество, поступившее в оплату инвестиционных паев, передается управляющей компании в доверительное управление, а инвесторам выдаются инвестиционные паи. Если собранная сумма окажется меньше, имущество возвращается инвесторам, а фонд исключается из реестра ПИФ.

Сумма, необходимая для завершения (окончания) формирования фонда, а также дата начала и срок привлечения средств инвесторов устанавливаются в правилах доверительного управления. Их определяет управляющая компания по своему усмотрению с учетом следующих ограничений:

- **формирование ПИФ должно начаться не позднее 6 месяцев с даты регистрации правил** (абзац первый пункта 1 статьи 13.2 Закона об инвестиционных фондах);
- **срок формирования ПИФ не может превышать 6 месяцев** (абзац третий пункта 1 статьи 13.2 Закона об инвестиционных фондах»);
- **минимальная сумма, необходимая для завершения (окончания) формирования ПИФ**, варьируется в зависимости от типа фонда и составляет 10 млн рублей для открытых ПИФ, 15 млн рублей для интервальных ПИФ и 25 млн рублей для биржевых/закрытых ПИФ (указания Банка России от 23.12.2021 № 6023-У, 6024-У, 6025-У и 6027-У).

При этом управляющая компания не вправе отказаться от формирования ПИФ как на этапе до его начала, так и в период формирования. Даже при потере актуальности (в частности, в связи с изменением планов управляющей компании или отказом инвестора, с которым ранее была достигнута соответствующая договоренность, от участия в проекте) или недостаточном спросе на инвестиционную стратегию фонда необходимо будет запустить процедуру его формирования и дождаться окончания срока формирования.

За период с 2014 года до июня 2025 года Банком России зарегистрированы правила доверительного управления 617 розничных ПИФ, 117 из которых (то есть каждый пятый) не были сформированы.

Зачастую привлечь необходимую сумму не удастся в закрытые ПИФ (несформированным остается каждый второй закрытый розничный ПИФ). Это связано с тем, что такие фонды нередко создаются под конкретных инвесторов и конкретный проект, поэтому в случае их отказа от реализации проекта найти новый источник финансирования достаточно сложно.

С учетом изложенного предлагаем **предусмотреть право управляющей компании в определенных случаях отказаться от формирования ПИФ**. Речь идет о периоде до начала формирования ПИФ, а также о случаях, когда имущество пока не поступило в оплату инвестиционных паев либо поступило менее 30% суммы, необходимой для завершения (окончания) его формирования.

Такое право позволит снизить издержки участников рынка, а также ускорит возврат инвесторам их средств, переданных в оплату инвестиционных паев.

Для реализации указанной инициативы потребуется внесение изменений в Закон об инвестиционных фондах, а также приведение в соответствие с ними ряда нормативных актов Банка России.

2.2. Ускорение операций с инвестиционными паями открытых ПИФ

В условиях ускоренной цифровизации финансового рынка и развития новых технологий особую важность для получателей финансовых услуг приобретают простота, удобство и скорость их получения.

В свою очередь, действующие процедуры выдачи, погашения и обмена инвестиционных паев открытых ПИФ предполагают их проведение в срок, как правило, от 1 до 4 рабочих дней с момента предоставления клиентом всех необходимых по законодательству документов и оплаты инвестиционных паев.

То есть, например, для получения инвестиционных паев при их выдаче клиент в день T предоставляет управляющей компании ПИФ заявку на выдачу инвестиционных паев и иные прилагаемые к ней документы, комплект документов на открытие лицевого счета в реестре владельцев инвестиционных паев (опционально), а также оплачивает инвестиционные паи. Вместе с тем зачисление инвестиционных паев на лицевой счет данного клиента в реестре на практике произойдет не ранее одного из следующих 4 рабочих дней (от T+1 до T+4).

Такая практика контрастирует с иными популярными финансовыми продуктами (открытие депозита, заключение брокерского договора или договора доверительного управления ценными бумагами и так далее), вызывает вопросы и недоверие со стороны клиентов («деньги уплачены, а паи еще не зачислены») и, таким образом, замедляет развитие рынка открытых ПИФ.

В связи с этим управляющие компании ПИФ обращались в Банк России с инициативой о принятии мер, в том числе регуляторных, которые позволят ускорить действующие операции с инвестиционными паями и проводить их в день получения от клиента всех необходимых документов, в том числе несколько раз в течение этого дня.

Действующие процедуры выдачи, погашения и обмена инвестиционных паев открытых ПИФ урегулированы статьями 21, 22 и 23 Закона об инвестиционных фондах, главами 6, 7 и 9 Указания Банка России от 23.12.2021 № 6023-У, а также соответствующими нормативными актами, регулирующими процедуры проведения операций в реестре владельцев инвестиционных паев и в депозитарном учете.

Вместе с тем предварительное исследование и консультации с участниками рынка, проведенные Банком России, показали, что барьеры, препятствующие ускорению совершения указанных операций, лишь частично лежат в плоскости регулирования¹ – основные сложности связаны с текущей моделью операционного взаимодействия управляющей компании ПИФ и иных финансовых организаций, участвующих в проведении данных операций (держателя реестра, специализированного депозитария ПИФ, кредитной организации, в которой открыты счета ПИФ).

¹ Например, нужно предусмотреть в регулировании возможность расчета СЧА ПИФ несколько раз в течение дня.

Так, например, в рамках процедуры выдачи инвестиционных паев открытого ПИФ необходимо:

1. Открыть клиенту лицевой счет в реестре владельцев инвестиционных паев. Соответственно, по общему правилу управляющая компания ПИФ передает держателю реестра полученный от клиента комплект документов, держатель реестра проводит необходимые проверки и принимает решение об открытии (отказе в открытии) лицевого счета.
2. Удостовериться в том, что денежные средства, переданные клиентом в оплату инвестиционных паев, поступили на транзитный банковский счет ПИФ. С этой целью управляющая компания ПИФ должна получить от кредитной организации, в которой открыт транзитный счет ПИФ, юридически значимую информацию о поступлении денежных средств клиента.
3. Включить денежные средства, переданные клиентом в оплату инвестиционных паев, в состав ПИФ путем их перевода на основной банковский счет ПИФ. Для этого управляющая компания ПИФ должна дать соответствующее поручение кредитной организации, а также получить от нее юридически значимую информацию о поступлении денежных средств на основной банковский счет ПИФ.
4. Определить СЧА и РСП ПИФ, а также согласовать их со специализированным депозитарием ПИФ.
5. Осуществить выдачу инвестиционных паев. Для этого управляющая компания ПИФ направляет держателю реестра ПИФ комплект документов, необходимый для выдачи инвестиционных паев. Держатель реестра проводит необходимые проверки и принимает решение о зачислении (об отказе в зачислении) инвестиционных паев на лицевой счет клиента.
6. В случае если в оплату инвестиционных паев клиентом передается иное имущество, а не денежные средства (например, ценные бумаги), то указанные выше процедуры дополняются необходимостью получения и проверки документов, подтверждающих поступление имущества в оплату инвестиционных паев, получения согласия специализированного депозитария на включение его в состав ПИФ и включения такого имущества в состав ПИФ.

Предварительные обсуждения с участниками рынка показали, что ускорению указанных промежуточных процедур препятствуют следующие ключевые операционные сложности:

1. Каждая из процедур требует определенного времени на обмен документами, их проверку и осуществление соответствующих результирующих действий. Готовность всех участников процесса (в первую очередь регистраторов и специализированных депозитариев) к значимому ускорению на своей стороне в настоящее время не подтверждена, поскольку такое ускорение будет сопряжено для них с существенными затратами на перестройку и дальнейшее поддержание обновленных бизнес-процессов.
2. Ускорение процедур, связанных с оплатой инвестиционных паев и включением имущества в состав ПИФ, предполагает по смыслу выстраивание новых процессов взаимодействия с кредитными организациями и иными организациями, обеспечивающими учет и движение имущества, передаваемого в оплату инвестиционных паев (в том числе с брокерами, депозитариями). Так, в частности, требуется проработать вопрос о подготовке документов, подтверждающих наличие и движение такого имущества, в онлайн-режиме, об их юридической значимости и последствиях выявления ошибок в таких документах после проведения операций с инвестиционными паями.

3. Отдельный ключевой вопрос, напрямую затрагивающий права и законные интересы клиентов, – определение СЧА ПИФ, на основании которой проводится выдача, погашение или обмен инвестиционных паев в течение дня. В настоящее время такое определение осуществляется на конец каждого рабочего дня и занимает 1–2 рабочих дня. Это позволяет определять СЧА, обладая всей полнотой информации об активах и обязательствах ПИФ и их справедливой стоимости, а также осуществлять сверку корректности расчета со специализированным депозитарием. Возможность получения аналогичной по качеству достоверной информации внутри дня и источники ее получения, а также возможность специализированного депозитария оперативно проводить сверку расчета СЧА ПИФ в течение дня – все эти вопросы требуют отдельной оценки и в настоящее время участниками рынка в полной мере не проработаны и не согласованы.

Также показательно, что действующее регулирование уже позволяет осуществлять выдачу инвестиционных паев в конце дня Т, однако, по имеющейся информации, ни один участник рынка так и не смог запустить такую выдачу вследствие описанных операционных сложностей.

Процедура выдачи инвестиционных паев ПИФ наиболее сложная с операционной точки зрения. В свою очередь, процедуры погашения и обмена инвестиционных паев сопряжены, по сути, с теми же сложностями, но в меньшем объеме.

Таким образом, Банк России концептуально поддерживает инициативу участников рынка об ускорении операций с инвестиционными паями открытых ПИФ, однако полагает, что указанная инициатива должна быть проработана в первую очередь с точки зрения формирования новой операционной модели взаимодействия между собой участников рынка, задействованных в соответствующих процедурах.

Банк России выражает готовность принять участие в выработке такой модели, однако полагает нецелесообразным навязывать участникам рынка подходы к организации бизнес-процессов в рамках взаимодействия между собой.

В свою очередь, вопрос о необходимости и конкретном содержании изменений в регулирование, требуемых для реализации новой операционной модели, может быть поставлен только после разработки такой модели.

Хочется отметить, что большинство подходов, направленных на ускорение операций с инвестиционными паями открытых ПИФ, также могут быть экстраполированы на биржевые, интервальные и закрытые ПИФ. Однако с практической точки зрения с учетом особенностей операций с паями таких ПИФ вопрос об их ускорении стоит не столь остро.

2.3. Объединение биржевых ПИФ

Статья 22.1 Закона об инвестиционных фондах, а также глава 8 Указания Банка России от 23.12.2021 № 6023-У предусматривают процедуру так называемого объединения открытых ПИФ.

Данная процедура осуществляется по решению управляющей компании и по правовой форме представляет собой обмен (конвертацию) всех инвестиционных паев одного открытого ПИФ на паи другого открытого ПИФ под управлением той же управляющей компании. При этом управляющая компания должна заблаговременно раскрыть информацию о проведении такого обмена (конвертации), что позволяет владельцам инвестиционных паев, не согласным с принятым управляющей компанией решением и предстоящим объединением, подать заявку на погашение или обмен своих инвестиционных паев.

Наличие процедуры объединения открытых ПИФ позволяет управляющей компании гибко реагировать на ситуации, в которых дальнейшее доверительное управление каким-либо из открытых ПИФ представляется нецелесообразным – например, по причине небольшого объема ПИФ, оттока владельцев инвестиционных паев или потери актуальности инвестиционной стратегии ПИФ. При этом не возникает необходимости прибегать к процедуре прекращения ПИФ, а владельцы инвестиционных паев имеют возможность бесшовно продолжить инвестирование. Также одним из важных преимуществ процедуры является сохранение владельцем инвестиционных паев права на налоговые льготы, предусмотренные для долгосрочного владения инвестиционными паями, поскольку обмен (конвертация) инвестиционных паев с точки зрения НК РФ не рассматривается как реализация инвестиционных паев.

За период с апреля 2013 года до июня 2025 года процедура объединения открытых ПИФ была проведена 228 раз.

Вместе с тем практика и запросы участников рынка ПИФ показывают, что потребность в объединении ПИФ может возникать в отношении не только открытых, но и биржевых ПИФ.

Правовая и экономическая модель биржевых ПИФ в целом аналогична модели открытых ПИФ – с той лишь разницей, что инвестиционные паи биржевого ПИФ в обязательном порядке обращаются на бирже и, соответственно, приобретаются (реализуются) розничными инвесторами не через управляющую компанию, а на биржевых торгах или через специальное уполномоченное управляющей компанией лицо.

С учетом изложенного представляется целесообразным **внести изменения в регулирование биржевых ПИФ, предусмотрев процедуру обмена (конвертации) по решению управляющей компании всех инвестиционных паев одного биржевого ПИФ на паи другого биржевого ПИФ под управлением той же управляющей компании.** При этом владельцам инвестиционных паев должна быть предоставлена вся необходимая информация и возможность до проведения такого обмена (конвертации) реализовать принадлежащие им инвестиционные паи на бирже или продать их уполномоченному лицу по справедливой РСР.

Для реализации такой инициативы потребуются внесение изменений в Закон об инвестиционных фондах и Указание Банка России от 23.12.2021 № 6024-У, а также отдельные корректировки в иные нормативные акты Банка России.

ВОПРОСЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ

1. Считаете ли вы, что в докладе затронуты все перспективные направления изменения регулирования розничных ПИФ или, по вашему мнению, требуется проработка дополнительных инициатив?
2. Какие из приведенных в докладе перспективных направлений изменения регулирования розничных ПИФ необходимо реализовать, а какие, по вашему мнению, не будут востребованы?
3. Существуют ли иные риски (сложности), которые связаны с проанализированными в докладе перспективными направлениями изменения регулирования розничных ПИФ, но не были затронуты?
4. Каким критериям должны соответствовать ЦФА для их включения в розничные ПИФ (например, по типу ЦФА, лицу, их выпустившему, объемам, ликвидности, наличию кредитного рейтинга)?
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?
6. Для решения каких прикладных задач могут быть востребованы в России структуры мастер-фидер фондов?
7. Какой, по вашему мнению, должна быть модель взаимодействия участников рынка, задействованных в операциях выдачи, погашения и обмена инвестиционных паев, позволяющая ускорить такие операции?

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ВВП – валовой внутренний продукт

ГК РФ – Гражданский кодекс Российской Федерации

Директива 2009/65/EC – Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)

Директива 2011/61/EU (AIFMD) – Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) № 1060/2009 and (EU) № 1095/2010

Закон о ЦФА – Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

Закон об инвестиционных фондах – Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»

МСФО – международные стандарты финансовой отчетности

НК РФ – Налоговый кодекс Российской Федерации

ПИФ – паевые инвестиционные фонды

Постановление ФКЦБ России от 03.07.2002 № 22/пс – Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 03.07.2002 № 22/пс «О приостановлении выдачи, погашения и обмена инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов»

ПФИ – производные финансовые инструменты

РСП – расчетная стоимость инвестиционного пая

СЧА – стоимость чистых активов

Указ Президента РФ от 26.07.1995 № 765 – Указ Президента Российской Федерации от 26.07.1995 № 765 «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации»

Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У – Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»

Указание Банка России от 23.12.2021 № 6023-У – 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»

Указание Банка России от 23.12.2021 № 6024-У – Указание Банка России от 23.12.2021 № 6024-У «О требованиях к правилам доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого не предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов»

Указание Банка России от 23.12.2021 № 6025-У – Указание Банка России от 23.12.2021 № 6025-У «О требованиях к правилам доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого не предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов»

Указание Банка России от 23.12.2021 № 6027-У – Указание Банка России от 23.12.2021 № 6027-У «О требованиях к правилам доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого не предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов»

ЦФА – цифровые финансовые активы

AIF (Alternative Investment Fund) – фонд альтернативных инвестиций

CIMA (Cayman Islands Monetary Authority) – Управление денежного обращения Каймановых островов

CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) – Комиссия по надзору за финансовым сектором Люксембурга

ESMA (European Securities and Markets Authority) – Европейское управление по ценным бумагам и рынкам

FCA (Financial Conduct Authority) – Управление по финансовому регулированию и надзору Великобритании

IOSCO (International Organization of Securities Commissions) – Международная организация комиссий по ценным бумагам

LDI (Liability-Driven Investment) – инвестиции, ориентированные на обязательства

NURS (Non-UCITS Retail Scheme) – розничные инвестиционные фонды, не являющиеся UCITS

PFIC (Passive Foreign Investment Company) – иностранная инвестиционная компания с пассивным доходом

RIAIF (Retail Investor Alternative Investment Fund) – розничный фонд альтернативных инвестиций

SEC (Securities and Exchange Commission) – Комиссия по ценным бумагам и биржам США

UCITS (Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities) – предприятие коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги