



Банк России

ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ РОЗНИЧНЫХ ПИФ

Отчет об итогах публичного обсуждения
доклада для общественных консультаций

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	2
1. Инвестиционная деятельность и риски розничных ПИФ	3
1.1. Новые объекты инвестирования: неторгуемые ценные бумаги и цифровые финансовые активы.....	3
1.2. Новые инвестиционные стратегии.....	4
1.2.1. Расширение использования плеча	4
1.2.2. Фонды фондов	5
1.3. Актуализация механизмов управления риском ликвидности	6
1.4. Совершенствование лимита концентрации	7
2. Администрирование розничных ПИФ	9
2.1. Отказ от формирования ПИФ.....	9
2.2. Ускорение операций с инвестиционными паями открытых ПИФ	9
2.3. Объединение биржевых ПИФ.....	10
3. Дополнительные предложения участников рынка.....	12
Список сокращений.....	13

Материал подготовлен Департаментом инвестиционных финансовых посредников.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

ВВЕДЕНИЕ

В июле 2025 года Банк России опубликовал доклад для общественных консультаций [«Перспективные направления развития регулирования розничных ПИФ»](#) (далее – доклад). Его цель заключалась в определении ключевых направлений совершенствования регулирования розничных ПИФ, которые позволяют повысить их инвестиционную привлекательность, эффективность функционирования отрасли и защиту прав розничных инвесторов.

Банк России получил письменную обратную связь по докладу. Кроме того, затронутые в нем инициативы обсуждались на конференции НАУФОР «Рынок коллективных инвестиций 2025», форуме РБК Capital Markets 2025 и во время отдельных встреч с представителями рынка.

Банк России благодарит участников рынка, а также иных заинтересованных лиц (далее совместно – респонденты) за содержательные ответы и конструктивные предложения по вопросам, поднятым в докладе.

В целом доклад был положительно воспринят профессиональным сообществом. Большинство тем, обозначенных в нем, уже давно назрело и достаточно долго обсуждается на рынке. По итогам общественных консультаций респонденты согласились с позицией Банка России в отношении большинства инициатив.

Наиболее востребованными инициативами участники рынка назвали разрешение инвестировать часть средств розничных ПИФ в ЦФА и неторгуемые ценные бумаги, введение процедуры объединения биржевых ПИФ и предоставление управляющей компании права отказаться от формирования ПИФ.

Основную дискуссию вызвало предложение Банка России рассчитывать лимит концентрации не на одно юридическое лицо, а на группу связанных юридических лиц. По мнению участников рынка, действующие ограничения обеспечивают необходимый уровень защиты интересов инвесторов, их ужесточение не соответствует текущему состоянию российского финансового рынка.

В Банк России от респондентов также поступили дополнительные инициативы по развитию розничных ПИФ – например, предложение обеспечить в регулировании возможность реализации преимущественного права управляющей компании розничного ПИФ приобретать дополнительные акции, не допущенные к организованным торгам.

Цель настоящего отчета – принимая во внимание полученные ответы респондентов, обозначить позицию Банка России и дальнейшие шаги по совершенствованию регулирования розничных ПИФ как в рамках инициатив, которые вошли в доклад, так и по наиболее значимым дополнительным инициативам, относящимся к теме доклада.

1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ И РИСКИ РОЗНИЧНЫХ ПИФ

1.1. Новые объекты инвестирования: неторгуемые ценные бумаги и цифровые финансовые активы

Инициативы

Банк России рассматривает в докладе возможность разрешить инвестировать средства розничных ПИФ в неторгуемые ценные бумаги и ЦФА. При этом в целях ограничения рисков владельцев инвестиционных паев предлагается в отношении неторгуемых ценных бумаг установить лимит в размере 10% (20% – для закрытых ПИФ), а возможности по приобретению ЦФА расширять постепенно – в соответствии с выработанными критериями, с учетом становления рынка ЦФА и достижения ими необходимого уровня ликвидности и прозрачности ценообразования.

Вопрос о критериях, которым должны соответствовать ЦФА для их включения в розничные ПИФ, был поставлен на обсуждение.

Мнение респондентов

Большинство респондентов высказались за предоставление возможности инвестировать в неторгуемые ценные бумаги и ЦФА в розничных ПИФ, поскольку это увеличит перечень доступных инвестиционных стратегий за счет новых инструментов. Вместе с тем некоторые управляющие компании выразили свои опасения в отношении реализации данных инициатив, обратив внимание на неликвидность (низкую ликвидность) таких инструментов и сложности в обеспечении их корректной оценки на ежедневной основе.

Поэтапное расширение доступа розничных ПИФ к инвестициям в ЦФА респонденты также поддержали. По мнению одного из них, в качестве критериев доступа розничных ПИФ к ЦФА могут быть установлены минимальный оборот, спред, независимая оценка, DVP-расчеты, надежное хранение. При этом на первом этапе допустимо ограничиться только ЦФА, обращающимися на платформах зарегистрированных операторов обмена. В свою очередь, управляющие компании сошлись во мнении, что к ЦФА должны применяться те же требования, что и к соответствующим традиционным финансовым инструментам (долговым, производным и прочим). Поступило также предложение отложить реализацию инициативы и приступить к обсуждению критерии, после того как сформируется практика в ПИФ для квалифицированных инвесторов.

Позиция Банка России

Полагаем, что возможность инвестировать в неторгуемые ценные бумаги и ЦФА в розничных ПИФ позволит в перспективе получить дополнительную доходность без существенного увеличения уровня рисков для инвесторов. При этом, с учетом предлагаемых ограничений (лимит на неторгуемые ценные бумаги и ЦФА в размере 10% (20% – для закрытых ПИФ) и действующих требований к оценке активов, считаем обозначенные в ходе общественных консультаций риски контролируемыми.

В отношении допуска розничных ПИФ к ЦФА, с учетом обозначенных рисков, на первом этапе выражаем готовность допустить приобретение в розничные ПИФ только так называемых plain vanilla долговых ЦФА.

Дальнейшие шаги

Мы подготовим в I квартале 2026 года нормативный акт, который внесет изменения в Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У, чтобы разрешить инвестировать часть средств розничных ПИФ в неторгуемые ценные бумаги.

Допуск к инвестициям в ЦФА потребует больше времени, поскольку для этого необходимо на уровне закона создать правовую базу для включения ЦФА в ПИФ. Надеемся, что соответствующий законопроект примут в 2026 году. После этого будут подготовлены необходимые изменения в требования к составу и структуре ПИФ.

1.2.Новые инвестиционные стратегии

1.2.1. Расширение использования плеча

Инициатива

В докладе, в ответ на запрос участников рынка позволить создавать розничные ПИФ с повышенным размером финансового рычага, Банк России проанализировал международный опыт и предложил комплексную модель ограничения рисков, которая должна быть интегрирована в регулирование для защиты интересов инвесторов и ограничения системных рисков. Эта модель предполагает введение риск-лимитов, норматива достаточности капитала для управляющих компаний, а также установление отдельных требований к системе управления рисками, учету, отчетности и раскрытию информации. При этом, поскольку пересмотр регулирования финансового рычага в розничных ПИФ потребует масштабной работы по совершенствованию действующего законодательства и нормативных актов Банка России, в ходе общественных консультаций Банк России предложил оценить заинтересованность и готовность отрасли к дополнительной нагрузке и затратам.

Мнение респондентов

Большинство респондентов посчитали расширение возможности использования плеча в розничных ПИФ целесообразным. По их мнению, важно, чтобы отрасль коллективных инвестиций предоставляла те же возможности, что и самостоятельное инвестирование через брокера. При этом участники рынка согласились практически со всеми приведенными в докладе принципами регулирования финансового рычага в ПИФ. Разногласия вызвала только необходимость покрытия капиталом управляющей компании рисков, выходящих за пределы доверительной вероятности при определении показателя VaR.

Вместе с тем лишь немногие управляющие компании выразили заинтересованность в ПИФ с повышенным размером финансового рычага и готовность на практике создавать такие ПИФ. Это связано как со сложностью предложенной Банком России модели ограничения рисков, так

и с необходимостью существенных затрат на доработку и администрирование соответствующих бизнес-процессов.

Некоторые управляющие компании предложили отказаться от реализации данной инициативы из-за рисков, с которыми она сопряжена.

Позиция Банка России

Полагаем, что предложенный в докладе механизм регулирования финансового рычага в ПИФ позволит снизить риски для пайщиков и для финансового рынка в целом. При этом считаем необходимым установить требование о покрытии капиталом рисков, выходящих за пределы доверительной вероятности при определении показателя VaR. Оно направлено на обеспечение финансовой устойчивости управляющей компании, ведь при недостаточности имущества ПИФ для исполнения всех обязательств взыскание может быть обращено на ее собственное имущество. В этом случае могут пострадать интересы иных клиентов по договорам доверительного управления, в том числе пайщиков других фондов, а также реализоваться системные риски.

Дальнейшие шаги

Мы считаем целесообразной доработку регулирования розничных ПИФ в целях предоставления возможности более широкого использования плеча, однако это ресурсоемкая задача как для Банка России, так и для участников рынка.

В связи с этим соответствующее регулирование планируется реализовать позднее – с учетом приоритетности иных направлений развития регулирования розничных ПИФ.

1.2.2. Фонды фондов

Инициатива

Банк России в связи с запросом участников рынка рассмотрел в докладе вопрос целесообразности предоставления возможности создавать структуры мастер-фидер фондов в России и пришел к выводу, что требуется дополнительное обсуждение и обоснование наличия добавленной стоимости, которую такие фонды могут приносить инвестору, поскольку 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.

Мнение респондентов

Участники рынка согласились с тем, что конструкция мастер-фидер фондов, описанная в докладе, не отвечает их запросам. Вместе с тем обеспечение диверсификации за счет приобретения в состав активов одного фонда паев другого фонда, находящегося под управлением той же управляющей компании, продолжает быть для них актуальным. По мнению управляющих компаний, такая возможность позволит оптимизировать управление при выдаче/погашении инвестиционных паев, избегать изменения позиций в портфеле, снизить транзакционные издержки, комбинировать активное и пассивное управление, а также упростит реализацию стратегий фондов «целевой даты» (target-date funds) и «распределения активов» (multi-asset

funds). При этом конфликта интересов в таком случае они не усматривают, поскольку роль управляющего перед клиентом – учредителем управления не меняется из-за того, что само управление структурируется сложнее. Одновременно отрасль коллективных инвестиций высказалась против запрета взимания двойного вознаграждения.

Позиция Банка России

По нашей оценке, в ходе общественных консультаций участники рынка не представили конкретных моделей управления активами по схеме «фонд своих фондов», которые предполагают создание новые инвестиционных конструкций, несущих реальную добавленную стоимость для инвесторов. Полагаем, что описанные респондентами стратегии могут быть реализованы через один фонд и при этом с гораздо меньшими издержками на управление (расходами на управляющую компанию, специализированного депозитария, держателя реестра, которые в фонде своих фондов взимаются дважды).

Также мы не готовы согласиться с позицией управляющих компаний об отсутствии конфликта интересов. Полагаем, что в случае введения возможности создавать фонды своих фондов управляющие компании, принимая инвестиционные решения, могут отдавать предпочтение инвестированию в свои фонды, действуя не в наилучших интересах инвесторов, а стремясь увеличить свое вознаграждение, поддержать неэффективный фонд, что недопустимо.

Дальнейшие шаги

Банк России готов продолжить обсуждение данного вопроса с участниками рынка и прорабатывать возможные регуляторные решения, если участники рынка предоставят дополнительные аргументы в пользу ценности создания фондов своих фондов и предложения по управлению возникающими рисками.

1.3. Актуализация механизмов управления риском ликвидности

Инициатива

В докладе Банк России предложил обсудить возможность установления права для управляющих компаний ПИФ применять широко используемые за рубежом инструменты управления ликвидностью, направленные на обеспечение справедливого распределения затрат между инвесторами, такие как swing pricing, сборы, предотвращающие «размытие» (anti-dilution levy), и скидки/надбавки в пользу фонда (subscription/redemption fees). На наш взгляд, их использование позволит защитить инвесторов от затрат, не имеющих к ним прямого отношения.

Мнение респондентов

Респонденты поддержали указанную инициативу. При этом одна из управляющих компаний предложила также для урегулирования проблем с ликвидностью предоставить управляющей компании право временно вводить лимиты на погашение инвестиционных паев (redemption gates) в стрессовых рыночных условиях. В обоснование целесообразности реализации этого предложения управляющая компания указала, что испытывала потребность в таком

механизме в 2023–2024 годах во время распространения на ПИФ действия Указа Президента от 05.08.2022 № 520.

Позиция Банка России

Лимиты на погашение (redemption gates) относятся к инструментам, используемым для урегулирования возникших проблем с ликвидностью и временно ограничивающим в стрессовых рыночных условиях право инвестора на погашение инвестиционных паев. На практике в розничных ПИФ не наблюдалось системных проблем с ликвидностью, а в случае, описанном управляющей компанией – инициатором, этот механизм вряд ли будет эффективен из-за длительного характера действия контрсанкционных мер и проблем с оценкой активов, распоряжение которыми ограничено. При этом для установления права управляющей компании вводить лимиты на погашение в исключительных случаях и только в интересах владельцев инвестиционных паев требуется комплексный анализ и детальная проработка регулирования, в том числе необходимо определить случаи, когда управляющая компания сможет воспользоваться таким правом.

С учетом изложенного, уже существующих механизмов управления ликвидностью в розничных ПИФ и предложенных в докладе дополнительных механизмов полагаем нецелесообразным внедрение лимитов на погашение в текущих условиях.

Дальнейшие шаги

В 2025 году – начале 2026 года Банк России планирует подготовить предложения по внесению изменений в Закон об инвестиционных фондах.

После их принятия потребуется также подготовить ряд нормативных актов Банка России.

1.4. Совершенствование лимита концентрации

Инициатива

Для снижения рисков концентрации в розничных ПИФ Банк России предложил:

- 1) действующий лимит концентрации на одно юридическое лицо распространить на группу связанных юридических лиц (которая будет определяться с учетом критериев контроля и значительного влияния, заложенных в МСФО);
- 2) включить в расчет лимита концентрации активов на одно юридическое лицо (группу связанных юридических лиц) ценные бумаги, исполнение обязательств по которым обеспечено поручительством либо независимой гарантией этого юридического лица (лиц, входящих в эту группу связанных юридических лиц);
- 3) учитывать в расчете лимитов концентрации ценные бумаги, полученные в качестве обеспечения, а также поступившие по сделкамrepo.

Мнение респондентов

Участники рынка не поддержали предложения Банка России. Они опасаются, что их инвестиционные возможности будут существенно ограничены ввиду недостаточности активов на рынке, а ограничение концентрации, наоборот, приведет к повышению рисков за счет приобретения ценных бумаг эмитентов более низкого кредитного качества и с более низкой ликвидностью. Также участники рынка отметили сложности при оценке наличия/отсутствия связаннысти в текущих условиях – из-за того, что многие публичные компании отказались от раскрытия информации о структуре собственности и своей отчетности в связи с санкциями.

Рынок настаивает на том, что действующие ограничения обеспечивают необходимый уровень защиты интересов инвесторов, их ужесточение не соответствует текущему состоянию российского финансового рынка.

В качестве альтернативного предложения от одного из респондентов поступила инициатива увеличить лимит концентрации на одно юридическое лицо до 15% либо по аналогии с регулированием UCITS предусмотреть правило 10/25/50 (то есть, сохранив действующий лимит, разрешить инвестировать в одно лицо 25% стоимости активов розничного ПИФ при условии, что совокупно стоимость активов юридических лиц, в каждое из которых инвестировано более 10%, не должна превышать 50% стоимости активов).

Позиция Банка России

По данным проведенных нами исследований текущей и потенциальной емкости рынка, опасения участников рынка не подтверждаются, а предложенные нами меры отвечают лучшим стандартам диверсификации инвестиционных портфелей, что благоприятно в первую очередь для розничных инвесторов. Кроме того, в настоящее время аналогичные требования уже эффективно действуют в отношении других участников рынка с более строгой инвестиционной декларацией – НПФ.

Дальнейшие шаги

В I квартале 2026 года Банк России подготовит необходимые изменения в Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У.

2. АДМИНИСТРИРОВАНИЕ РОЗНИЧНЫХ ПИФ

2.1. Отказ от формирования ПИФ

Инициатива

В докладе Банк России предложил 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. По нашему мнению, такое право позволит снизить издержки участников рынка, а также ускорит возврат инвесторам их средств, переданных в оплату инвестиционных паев.

Мнение респондентов

Большинство респондентов подтвердили необходимость установления такого права. При этом участники финансового рынка отмечали, что потребуется также предусмотреть стандарты уведомления инвесторов и возврата средств.

Дальнейшие шаги

В 2025 году – начале 2026 года Банк России планирует подготовить предложения по внесению изменений в Закон об инвестиционных фондах.

После их принятия потребуется корректировка отдельных нормативных актов Банка России.

2.2. Ускорение операций с инвестиционными паями открытых ПИФ

Инициатива

Поскольку управляющие компании ПИФ обращались в Банк России с инициативой о принятии мер, в том числе регуляторных, которые позволяют ускорить операции с паями и проводить их в день приема соответствующей заявки (поступления оплаты), Банк России в докладе проанализировал, какие сложности препятствуют этому, и пришел к выводу, что они связаны с текущей моделью операционного взаимодействия управляющей компании ПИФ и иных организаций, участвующих в проведении данных операций (например, банков, держателей реестров, депозитариев). В связи с этим, по нашему мнению, для реализации инициативы от участников рынка требуется прежде всего разработать новые подходы к организации бизнес-процессов. В свою очередь, вопрос о необходимости и конкретном содержании изменений в регулирование, требуемых для реализации новой операционной модели, может быть поставлен только после ее разработки.

Мнение респондентов

По итогам общественных консультаций участники рынка представили новую модель операционного взаимодействия для осуществления операций по выдаче инвестиционных паев в день приема заявки (оплаты паев).

Указанная модель предполагает введение дополнительного внутридневного интервала расчета СЧА. Расчет СЧА будет осуществляться не только на 23:59, но и на 15:00. По заявкам, принятым с 00:00 до 15:00, выдача паев будет осуществляться в день приема заявки по РСП на 15:00 этого же дня. По заявкам, принятым с 15:01 до 23:59, выдача паев будет осуществляться на следующий день по РСП на 23:59 дня приема заявки. Для расчета СЧА и РСП на 15:00 предлагается использовать альтернативную модель оценки активов, допустимую в соответствии с МСФО (на основании средневзвешенных биржевых цен), а также промежуточные выписки и отчеты на 15:00 от кредитной организации, брокера и депозитария.

Позиция Банка России

Полагаем, что предлагаемая в настоящее время участниками рынка модель выдачи паев в день приема заявки (оплаты паев) в целом приемлема, но требует внесения концептуальных изменений в регулирование деятельности кредитных организаций и депозитариев для обеспечения возможности управляющих компаний получать промежуточные выписки и отчеты на 15:00. Таким образом, требуются дополнительные консультации относительно практической возможности реализации таких изменений.

Отдельно обращаем внимание, что, на наш взгляд, в случае выдачи управляющей компанией инвестиционных паев в день приема заявки (получения оплаты), иные операции с паями (погашение и обмен) также должны осуществляться в день приема заявки.

Дальнейшие шаги

Банк России поддерживает инициативу об ускорении операций с паями и прорабатывает вопрос возможности внесения в регулирование изменений, в том числе требуемых для получения управляющими компаниями необходимых первичных документов.

2.3. Объединение биржевых ПИФ

Инициатива

В докладе Банк России отметил целесообразность введения процедуры обмена (конвертации) по решению управляющей компании всех инвестиционных паев одного биржевого ПИФ на паи другого биржевого ПИФ под управлением этой же управляющей компании (по аналогии с открытыми ПИФ). При этом регулятор обратил внимание, что в случае принятия такого решения владельцам инвестиционных паев должна предоставляться вся необходимая информация, а также возможность до проведения такого обмена (конвертации) реализовать принадлежащие им инвестиционные паи на бирже или уполномоченному лицу по справедливой РСП.

Мнение респондентов

Большинство респондентов поддержали инициативу и отметили ее в качестве одной из наиболее востребованных.

Дальнейшие шаги

В 2025 году – начале 2026 года Банк России планирует подготовить предложения по внесению изменений в Закон об инвестиционных фондах.

После их принятия потребуется корректировка отдельных нормативных актов Банка России.

3. ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ПРЕДЛОЖЕНИЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА

Мы получили несколько дополнительных инициатив по совершенствованию регулирования ПИФ, которые планируем реализовать. Все они носят точечный характер и направлены на устранение практических проблем, с которыми сталкиваются управляющие компании.

В частности, мы подготовим необходимые изменения в Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У, чтобы обеспечить возможность реализации управляющими компаниями розничных ПИФ преимущественного права на приобретение дополнительных акций, не допущенных к организованным торговам. Это позволит решить проблему, когда при дополнительной эмиссии выпуску акций присваивается отдельный регистрационный номер и такие дополнительные акции рассматриваются как самостоятельный объект. В связи с этим управляющие компании не могут приобретать такие акции, поскольку они не соответствуют требованиям к составу активов ПИФ.

Также мы разработаем предложения по внесению изменений в Закон об инвестиционных фондах для обеспечения возможности владельцев инвестиционных паев ПИФ для квалифицированных инвесторов получать всю необходимую информацию о фонде через номинального держателя.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

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

МСФО – международные стандарты финансовой отчетности

НПФ – негосударственные пенсионные фонды

ПИФ – паевые инвестиционные фонды

ПИФ для квалифицированных инвесторов – ПИФ, инвестиционные паи которых предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов

РСП – расчетная стоимость инвестиционного пая

СЧА – стоимость чистых активов

Указ Президента от 05.08.2022 № 520 – Указ Президента Российской Федерации от 05.08.2022 № 520 «О применении специальных экономических мер в финансовой и топливно-энергетической сферах в связи с недружественными действиями некоторых иностранных государств и международных организаций»

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»

ЦФА – цифровые финансовые активы

DVP-расчеты (Delivery Versus Payment) – поставка против платежа

VaR (Value-at-Risk) – стоимость под риском

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