



МОСКОВСКАЯ
БИРЖА

Развитие российского рынка КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Москва – 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

Резюме.....	3
Введение.....	4
1. Мировой опыт развития рынка коллективных инвестиций	6
Рынок коллективных инвестиций Индии.....	7
Рынок коллективных инвестиций ЮАР	15
Рынок коллективных инвестиций Таиланда	21
2. Рекомендации по внедрению международных мер и практик на российском рынке коллективных инвестиций	30
3. Анализ российского рынка коллективных инвестиций и рекомендации по его развитию.....	37
4. Рекомендации Московской Биржи по развитию рынка коллективных инвестиций России	61
Заключение	65
Приложение 1. Общая характеристика РКИ Индии	67
Приложение 2. Общая характеристика РКИ ЮАР	96
Приложение 3. Общая характеристика РКИ Таиланда	109
Приложение 4. Обзор российского рынка коллективных инвестиций	120

Резюме

В настоящем Докладе представлен общий концептуальный подход к российскому рынку коллективных инвестиций (РКИ) на основе изучения локального и международного опыта развития рынков коллективных инвестиций, а также список основных рекомендаций и мер, способствующих повышению роли институциональных инвесторов на национальном рынке капитала.

Введение

Логика и структура Доклада

Актуальность темы исследования. Рынок коллективных инвестиций (РКИ) и институциональные инвесторы, в том числе пенсионные фонды, инвестиционные фонды и страховые компании, составляют существенную часть и являются важным элементом рынков капитала, позволяя аккумулировать значительные финансовые ресурсы, в основном, неквалифицированных инвесторов, которые в дальнейшем размещаются на рынках капитала в целях привлечения дополнительного финансирования и получения инвестиционного дохода.

От уровня развития сегмента коллективных инвестиций в значительной степени зависит уровень развития рынка капитала каждой страны, по этой причине многие государства ставят перед собой задачу развития рынка коллективных инвестиций, субъекты которого предоставляют, в основном, «длинные» деньги, необходимые для реализации долгосрочных инфраструктурных проектов. Учитывая реализацию работ по национальным проектам, принятым в 2018 г. в рамках Указа Президента России В. В. Путина «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года», становится всё более актуальным вопрос наращивания объемов рынка коллективных инвестиций как одного из возможных источников финансирования различных направлений деятельности для компаний, ориентирующихся на развитие в связи с возникающими новыми возможностями.

Цели и задачи исследования. На развивающихся рынках есть ряд успешных примеров реализации комплекса стимулирующих мер, которые привели к росту активов институциональных инвесторов и большему распространению продуктов рынка коллективных инвестиций среди населения. Под коллективными инвестициями институциональных инвесторов понимаются инвестиции пенсионных и инвестиционных фондов, а также страховых организаций, осуществляемые на организованных торгах.

Таким образом, основной целью представленной Концепции развития российского рынка коллективных инвестиций и мер по стимулированию институциональных инвесторов является выявление регуляторных, инфраструктурных и иных сдерживающих развитие рынка барьеров, а также разработка мер, стимулирующих институциональных инвесторов к увеличению

объема инвестирования в финансовые инструменты, в том числе, обращающиеся на биржевом рынке.

В этой связи в Докладе приведено исследование успешного международного опыта развивающихся стран с анализом примеров реализации релевантных для России мер, способствующих активному росту изучаемых рынков коллективных инвестиций, выполненное компанией ООО «ПрайсвотерхаусКуперс Консультирование». Для этого были решены следующие задачи: 1) выделено 3 юрисдикции в качестве основных объектов исследования; 2) установлены основные параметры и особенности функционирования РКИ в исследуемых странах в 2012-2018 гг.; 3) определены факторы, обуславливающие высокий уровень развития каждого рынка; 4) выявлены меры, предпринятые участниками рынка для его развития, а также оценка влияния этих мер на соответствующие рынки.

Кроме того, компанией АО «Эксперт РА» был детально изучен локальный опыт развития рынка коллективных инвестиций за 2012-2019 гг. на основе анализа результатов интервью с топ-5 компаниями каждого сегмента институциональных инвесторов, анкетирования топ-20 компаний, а также изучения законодательства, регулирующего деятельность и принципы инвестирования управляющих и страховых компаний, и негосударственных пенсионных фондов. Для этого были решены следующие задачи: 1) проведён аналитический обзор каждого сегмента РКИ – рынок доверительного управления, рынок НПФ и страховой рынок; 2) выявлена текущая структура инвестиционных портфелей участников РКИ; 3) проанализировано законодательство, регулирующее РКИ и налоговое регулирование каждого сектора; 4) по результатам анкетирования выявлены основные барьеры, мешающие развитию рынка коллективных инвестиций в России; 5) предложены меры по стимулированию инвестирования – регуляторные, инфраструктурные, налоговые, законодательные и федеральные.

На основе обоих исследований ПАО Московская Биржа в настоящем Докладе предлагает общий концептуальный подход к российскому рынку коллективных инвестиций и список адаптивных рекомендаций и мер, способствующих его развитию.

1. Мировой опыт развития рынка коллективных инвестиций.

Анализ мирового опыта развития рынка коллективных инвестиций проводился компанией ООО «ПрайсвотерхаусКуперс Консультирование», целью которого стало выявление мер, повлиявших на повышение роли коллективных инвестиций на национальных рынках капитала, которые можно адаптировать под российские условия.

Объектом исследования является совокупность мер, предпринимаемых регуляторами и организаторами торгов, направленных на развитие рынка капитала, совершенствование регулирования финансового рынка, расширение номенклатуры финансовых инструментов на организованном рынке.

При этом рассматривались только развивающиеся страны, не входящие в перечень оффшорных зон в понимании российского законодательства.

Выбор юрисдикций производился в 2 фазы:

1. Были собраны данные по отобраным критериям и проведен анализ перспективности страны для целей исследования на основе значений и/или динамики значений выбранных критериев. Несоответствие по одному или нескольким критериям приводило к выбыванию страны из списка. По результатам анализа был сформирован лонг-лист юрисдикций для анализа.

Критерии отбора:

- 1) Инвестиционная привлекательность страны (рейтинг инвестиционной привлекательности развивающихся рынков Bloomberg, страновые рейтинги Moody's ratings, S&P ratings, Fitch ratings).
- 2) Размер и развитость рынка инвестиций:
 - прямые инвестиции в страну в абсолютном выражении и изменения в 2017 г. по сравнению с 2013 г.;
 - капитализация рынка акций в % от ВВП и в абсолютном выражении;
 - объем торгов акциями в % от ВВП и в абсолютном выражении, а также изменения в 2018 г. по сравнению с 2013 г.;
 - размер ВВП в абсолютном выражении).
- 3) Уровень экономического развития и масштаб (страна не включена в список офшоров в соответствии с российским законодательством).
- 4) Доступность информации на английском языке (на сайте крупнейших бирж и национальных регуляторов).

2. По результатам анализа был сформирован лонг-лист юрисдикций для анализа: Индия, Польша, Таиланд, Филиппины и ЮАР.

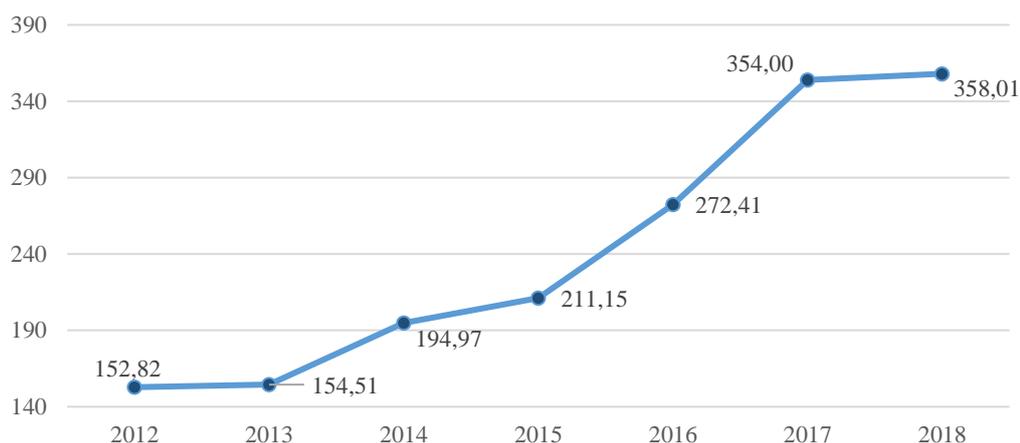
На основании этого лонг-листа было выбрано 3 юрисдикции для анализа: Индия, Таиланд и ЮАР. В дальнейшем по результатам анализа опыта Индии, Таиланда и ЮАР был сформирован перечень рекомендаций для российского рынка коллективных инвестиций.

1.1. Характеристика рынка коллективных инвестиций Индии.

1.1.1. Количественные показатели развития рынка коллективных инвестиций Индии:

Объем рынка паевых инвестиционных фондов Индии в 2018 г. составил 358,01 млрд. долл., 12,88% ВВП¹.

Рис.1. Объем рынка паевых инвестиционных фондов Индии, млрд. долл.

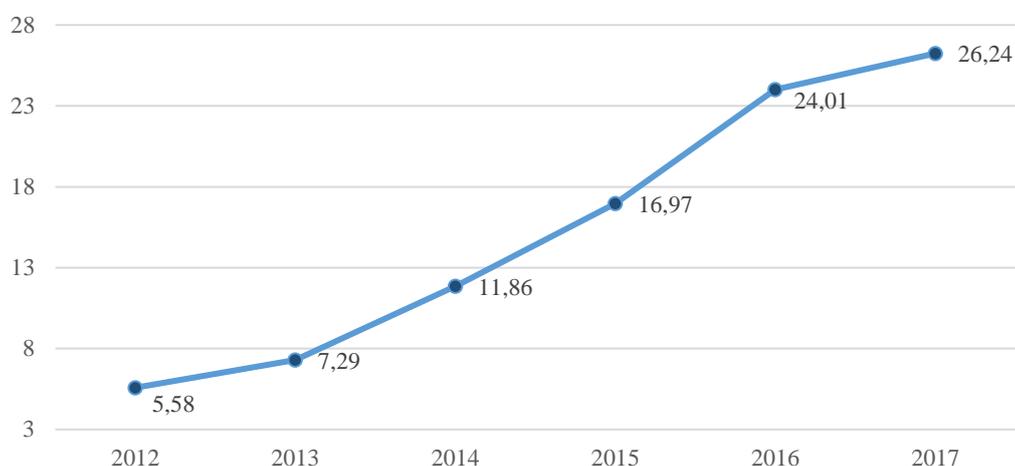


Источник: Association of Mutual Funds in India

¹Association of Mutual Funds in India

Объем пенсионного рынка Индии в 2017 г. составил 26,24 млрд. долл., 1% ВВП².

Рис.2. Объем пенсионного рынка Индии, млрд. долл.



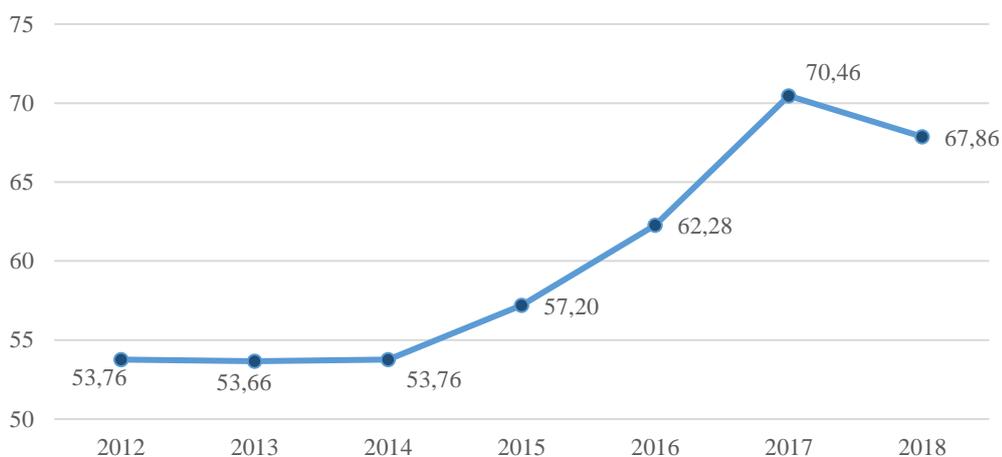
Источники:

1. TheGlobalEconomy (2012-2016 гг.)

2. Organisation for Economic Co-operation and Development (2017 г.)

Объем рынка страховых компаний Индии в 2018 г. составил 67,86 млрд. долл., 2,44% ВВП.

Рис.3. Объем рынка страховых компаний Индии, млрд. долл.



Источник: Fitch Solutions

²OECD – URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>

1.1.2. Перечень мер, способствующих развитию рынка коллективных инвестиций Индии:

Область совершенствования	Принятые меры
Обеспечение доступности и популяризация финансовых продуктов среди широких слоев населения	<p>2011 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • SEBI (Совет по ценным бумагам и биржам Индии) утвердил перечень норм, позволяющих ряду юридических лиц, в том числе брокерам и инвестиционным фондам, получать информацию из централизованных сервисов по идентификации клиентов вместо проведения подобной идентификации с нуля своими силами
	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Внедрены финансовые стимулы для инвестиционных фондов в целях расширения географии деятельности в дополнение к основным 15 городам Индии за счет увеличения доли доходов, которые они имеют право признавать в качестве собственного дохода при соблюдении пропорций притока новых средств по регионам. • Для целей увеличения доступности продуктов инвестиционных фондов для широких масс населения было разрешено проводить операции по приёму наличных средств в размере не более 20 тысяч рупий (11,7 тыс. рублей по курсу на 1 сентября 2012 года) на одного инвестора в течение финансового года.
	<p>2013 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • SEBI постановил, что инвестиционные фонды должны маркировать свои схемы в зависимости от длительности, объектов инвестирования и уровня риска тремя цветовыми кодами для отображения уровня риска схемы.

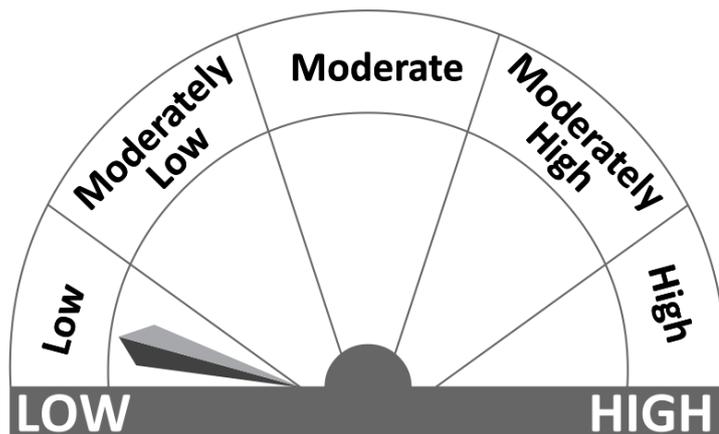
Область совершенствования	Принятые меры
	<ul style="list-style-type: none"> • Для целей снижения стоимости торговли для УК в сегменте долговых ценных бумаг инвестиционным фондам было разрешено осуществлять прямые продажи на специализированных площадках долговых инструментов бирж посредством регистрации в специальном статусе. • SEBI анонсировал возможность прямой продажи схем инвестиционных фондов для целей исключения расходов на посредников. <p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Повышен разрешенный порог для операций с наличными для инвестиционных фондов с 20 000 до 50 000 рупий в год на одного инвестора. <p>2015 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Внедрен «рискометр» – механизм визуального отображения связи риска, срочности и доходности для клиентов инвестиционных фондов, отражающий 5 уровней риска на смену трехуровневой цветовой системе. <p>2017 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Введена опция переводов в инвестиционные фонды с электронных кошельков физических лиц для расширения доступа домохозяйств к финансовым рынкам.
Обеспечение открытости информации о деятельности УК	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Для целей повышения прозрачности и улучшения качества раскрытия информации УК обязали раскрывать полугодовые финансовые

Область совершенствования	Принятые меры
	<p>результаты на собственном сайте, а также посредством размещения рекламного сообщения не менее чем в одной национальной газете на английском языке и одной региональной газете.</p> <p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Опубликовано требование по раскрытию информации для инвестиционных фондов о величине управляемых активов, типах инвесторов, поступлений от спонсоров и участников на ежемесячной основе на собственном сайте.
Запуск инвестиционных фондов недвижимости в виде траста (REITs)	<p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> SEBI утвердил новые нормативные акты, позволившие инвестиционным фондам осуществлять инвестиции в сектор недвижимости.
Международная интеграция и иностранные инвесторы	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Государство либерализовало нормы, позволяющие Квалифицированным финансовым инвесторам (КФИ) производить прямую покупку по схемам индийских инвестиционных фондов суммарно вплоть до 10 млрд. долл. в год. Ранее такое право предоставлялось только КФИ, зарегистрированным регулятором (SEBI) и иностранным венчурным инвесторам. Данный шаг позволил привлечь большее количество малых инвесторов из-за границы. <p>2017 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Министерство финансов постановило, что все новые портфели инвестиционных компаний, открытые между 1 июля 2015 и 31 августа 2015, должны быть приведены в соответствие с

Область совершенствования	Принятые меры
	<p>требованиями FATCA к 30 апреля 2017 для целей обеспечения межгосударственного обмена информацией.</p>
<p>Изменения пруденциального регулирования в страховом секторе</p>	<p>2013 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Повышен коэффициент риска с 90% до 750% для долговых бумаг, эмитированных негосударственными органами. • Добавлен коэффициент риска в 145% в рамках внедрения Solvency II. • ПФИ с фиксированным доходом разрешены к использованию для хеджирования процентного риска (использование свопов процентной ставки и форвардных соглашений).

Область совершенствования	Принятые меры
Совершенствование регулирования НПС	<p>2015 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Вместо предыдущей схемы софинансирования пенсии (Swavalamban) была введена новая схема для граждан с неорганизованной занятостью – APY. • Для целей стимулирования участия в схеме государство объявило, что государство будет софинансировать 50% взноса в размере 1000 рупий в год в течение первых пяти лет для лиц, вошедших в программу до 31 марта 2016 года и не являющихся бенефициарами иных схем социального обеспечения. Лица, не располагающие подтвержденным доходом, также могли участвовать в программе. Минимальный возрастной порог вступления в схему составил 18 и максимальный 40 лет. Пенсия выплачивается по достижении участником возраста 60 лет. • Принят ряд нормативных актов, направленных на совершенствование регулирования Национальной пенсионной системы: <ol style="list-style-type: none"> 1) Постановление PFRDA* «Об агрегаторе», 2015 2) Постановление PFRDA «О точках присутствия (PoP)», 2015 3) Постановление PFRDA «О пенсионных фондах», 2015 <p>* Управление по регулированию и развитию пенсионных фондов Индии</p>

Рис.4. «Рискометр», введенный SEBI



1.2. Характеристика рынка коллективных инвестиций ЮАР.

1.2.1. Количественные показатели развития рынка коллективных инвестиций ЮАР.

Объем рынка паевых инвестиционных фондов ЮАР в 2016 г. составил 188,18 млрд. долл., 63,5% ВВП. Падение в 2015 г. связано с резким падением курса Южноафриканского рэнда к Доллару США.

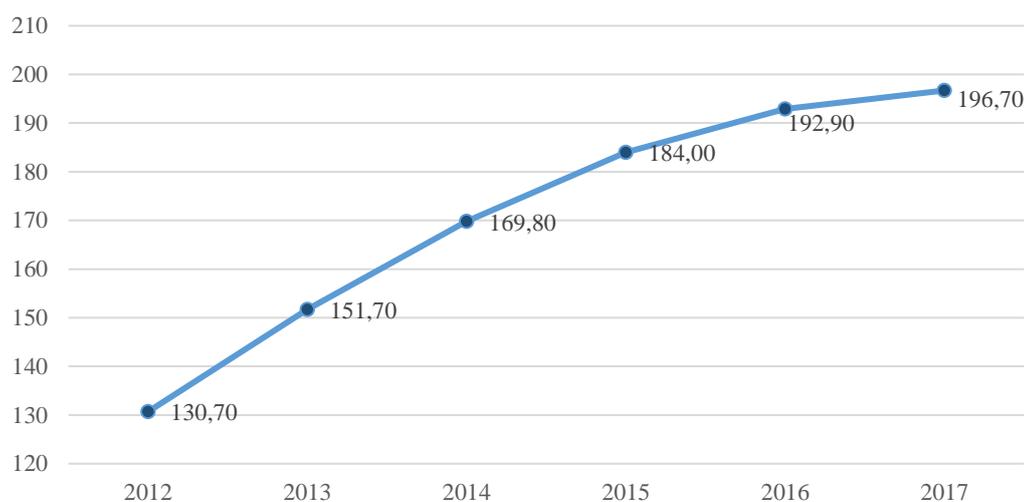
Рис.5. Объем рынка паевых инвестиционных фондов ЮАР, млрд. долл.



Источник: TheGlobalEconomy

Объем рынка пенсионных фондов ЮАР в 2017 г. составил 196,7 млрд. долл., 56,36% ВВП.

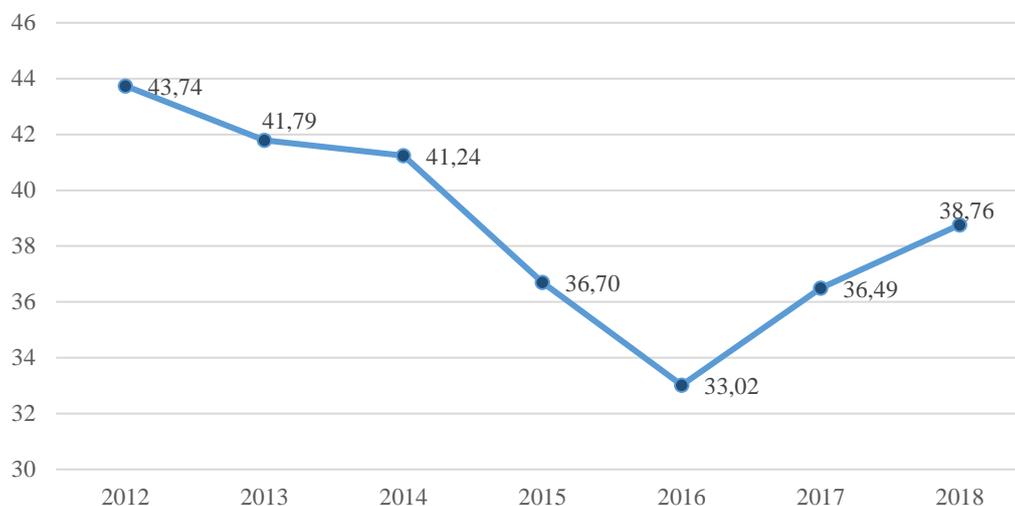
Рис.6. Объем пенсионного рынка ЮАР, млрд. долл.



Источник: Statista

Объем рынка страховых компаний ЮАР в 2018 г. составил 38,76 млрд. долл., 10,53% ВВП.

Рис.7. Объем рынка страховых компаний ЮАР, млрд. долл.



Источник: Fitch Solutions

1.2.2. Перечень мер, способствующих развитию рынка коллективных инвестиций ЮАР:

Область совершенствования	Принятые меры
Имплементация риск-ориентированного подхода к регулированию страховой деятельности, основанного на принципах Solvency II	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Регулятор – Совет по финансовым услугам (FSB) приступил к разработке нового риск-ориентированного подхода к оценке финансовой устойчивости для кратко- и долгосрочного страхования в ЮАР. В основу режима Solvencyassessmentandmanagement (SAM) положены принципы Директивы Solvency II, утвержденной ЕС, с адаптацией к условиям в ЮАР. • Внедрен риск-ориентированный подход к организации и осуществлению надзора за деятельностью страховых организаций.

Область совершенствования	Принятые меры
	<ul style="list-style-type: none"> • Регулятор (FSB) внедрил практику проведения полугодовых стресс-тестов для шести крупнейших страховщиков и годовых для всех зарегистрированных страховых компаний в целях обеспечения финансовой устойчивости и повышения доверия к участникам рынка. <p>2013 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Обеспечена подготовка к внедрению новых регуляторных требований в рамках системы «Оценка и управление финансовой устойчивостью (Solvencyassessmentandmanagement (SAM))» в 2 фазы: облегченная в 2014 г. для оценки эффекта внедрения требований и полный объем в 2015 г.
<p>Пересмотр норм пруденциального регулирования пенсионных фондов</p>	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ужесточены требования к капиталу и к ликвидности фондов. • Расширены возможности вложения в трасты и партнерства.
<p>Пересмотр («ослабление») лимитов инвестирования для схем коллективных инвестиций</p>	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Пересмотрены лимиты инвестирования для схем коллективных инвестиций в ценные бумаги: <ol style="list-style-type: none"> 1) разрешено размещение до 10% активов в долевые ценные бумаги, не котирующиеся на бирже; 2) упразднен принцип использования рейтингов как основы для включения в портфель долговых ценных бумаг; 3) упрощено включение в портфель иностранных бумаг.

Область совершенствования	Принятые меры
	<p>2016 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Внедрено специальное изъятие из общих правил регулирования лимитов по схемам коллективных инвестиций в ценные бумаги для стимулирования вложений в финансовые инструменты, создаваемые по принципам исламского права, сроком от 36 месяцев до момента отмены специальных мер по персональному запросу управляющих.
<p>Внедрение регулирования хедж-фондов</p>	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Разработана Программа регулирования деятельности хедж-фондов, предусматривающая отнесение хедж-фондов к схемам коллективных инвестиций в рамках CISCA (Акт о контроле схем коллективного инвестирования).
	<p>2013 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Пересмотрены положения CISCA в части регулирования деятельности хедж-фондов и разделения функций доверительных управляющих (trustee) и кастодианов (custodian). Сформирована рабочая группа для финализации результатов работы по разработке и установлению режима правового регулирования хедж-фондов. Подготовлен и представлен для публичного обсуждения первый проект нормативного акта, устанавливающего режим правового регулирования хедж-фондов (в рамках CISCA). В соответствии с положениями данного проекта хедж-фонды рассматриваются как вид схем коллективного инвестирования.

Область совершенствования	Принятые меры
Инвестиционные трасты (REITs)	<p>2013 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • На бирже JSE (Йоханнесбург) представлены инвестиционные трасты недвижимости.
Пересмотр требований к управляющим схемами коллективных инвестиций	<p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Внедрены требования к капиталу для управляющих схемами коллективных инвестиций. • Управляющие схемами коллективных инвестиций должны поддерживать достаточный уровень капитала, включая: <ol style="list-style-type: none"> 1) обеспечения наличие у менеджера достаточного капитала для обеспечения непрерывной работы в течение 13 недель (операционный капитал); 2) предоставление средств для покрытия первоначальных расходов в портфеле (начальный капитал); 3) обеспечение наличия достаточного капитала, когда менеджер за собственный покупает доли у инвестора или продает ему доли (капитал с учетом риска позиции).
Ужесточение требований к оценке активов в рамках схем коллективных инвестиций	<p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ужесточены требования к управляющим схемами коллективных инвестиций, управляющим долговыми бумагами ипотечного участия (ParticipationBond) в части необходимости привлечения независимых оценщиков.
	<p>2015 г.</p>

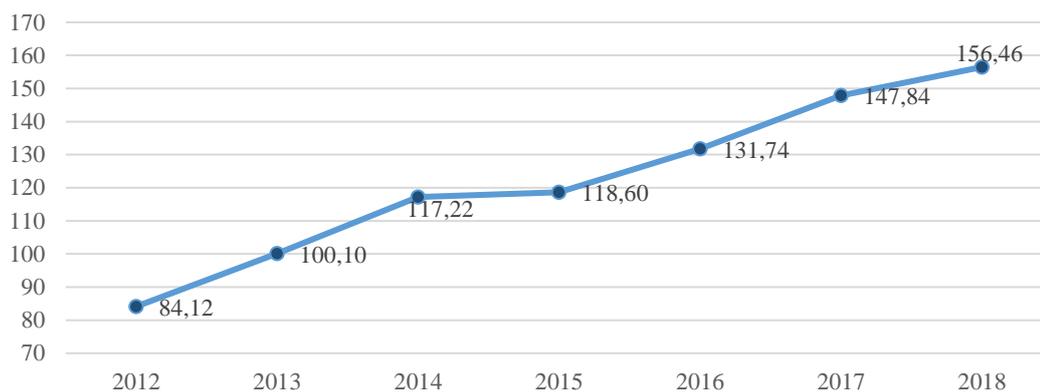
Область совершенствования	Принятые меры
	<ul style="list-style-type: none"> • Разработан стандарт оценки стоимости чистых активов портфелей схем коллективных инвестиций.
<p>Регулирование деятельности иностранных институциональных инвесторов</p>	<p>2017 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Начата разработка законодательства, разрешающего деятельность иностранных ПИФ.

1.3. Характеристика рынка коллективных инвестиций Таиланда.

1.3.1. Количественные показатели развития рынка коллективных инвестиций Таиланда.

Объем рынка паевых инвестиционных фондов Таиланда в 2018 г. составил 156,46 млрд. долл., 30,98% ВВП.

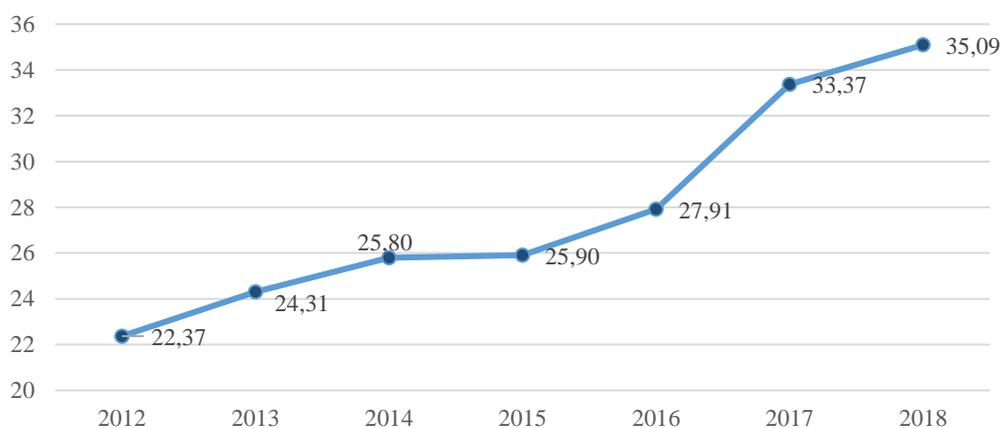
Рис.8. Объемы рынка паевых инвестиционных фондов Таиланда, млрд. долл.



Источник: Association of Investment Management Companies

Объем рынка пенсионных фондов Таиланда в 2018 г. составил 156,46 млрд. долл., 6,95% ВВП.

Рис.9. Объем пенсионного рынка Таиланда, млрд. долл.



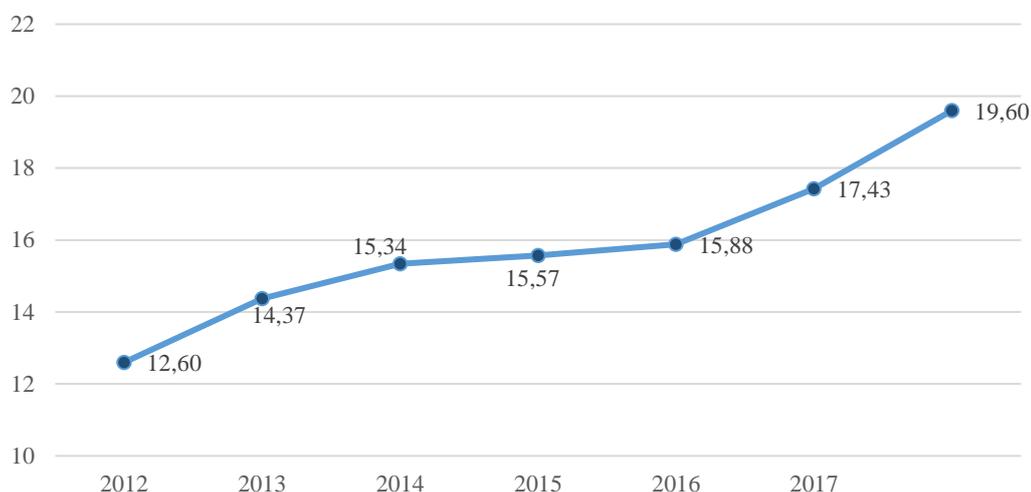
Источники:

1. TheGlobalEconomy (2012-2016 гг.)

2. Organisation for Economic Co-operation and Development (2017-2018 гг.)

Объем рынка страховых компаний Таиланда в 2018 году составил 19,60 млрд. долл., 3,88% ВВП.

Рис.10. Объем рынка страховых компаний Таиланда, млрд. долл.



Источник: Fitch Solutions

1.3.2. Перечень мер, способствующих развитию рынка коллективных инвестиций Таиланда:

Область совершенствования	Принятые меры
Внедрение дополнительных требований к выпуску различных видов ценных бумаг	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> С целью обеспечения прозрачности и надежности механизмов выпуска ценных бумаг ужесточены требования к процедурам выпуска отдельных категорий и типов долговых ценных бумаг, включающие обязательное привлечение лицензированных финансовых посредников.
Популяризация финансовых продуктов и услуг среди	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Установлено новое требование о проведении «теста приемлемости» (suitabilitytest) для посредников при

Область совершенствования	Принятые меры
населения, защита прав потребителей	<p data-bbox="746 295 1422 481">реализации долевых и долговых ценных бумаг для оценки соответствия предлагаемого инструмента потребностям и риск-профилю инвестирования клиента.</p> <p data-bbox="651 533 758 571">2013 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="699 607 1422 891">• Для целей развития рынка коллективных инвестиций был разработан план по повышению финансовой грамотности и предоставлению инструментов инвестирования для широкой публики с целью выработки практических решений: <ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="699 904 1422 1137">1) разработаны правила для финансовых советников по предоставлению базовых советов клиентам для осознания важности грамотного распределения вложений по типам активов; <li data-bbox="699 1151 1422 1384">2) персонал финансовых советников должен быть адекватно обучен для предоставления корректных советов по распределению средств для каждого индивидуального инвестора; <li data-bbox="699 1397 1422 1592">3) контент по распределению средств по типам активов должен быть включен в обучающие материалы для обновления лицензии финансового советника; <li data-bbox="699 1606 1422 1688">4) проведение медиа кампании в СМИ на постоянной основе. <li data-bbox="699 1702 1422 1843">• Разработан сайт www.start-to-invest.com и мобильное приложение с модулем расчета риск/доходность. <li data-bbox="699 1856 1422 2040">• Запущены: <ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="699 1906 1422 2040">1) «супермаркет инвестиций» – агрегатор предложений инвестиционных фондов различных управляющих компаний с

Область совершенствования	Принятые меры
	<p>возможностью просмотра сравнительной информации для принятия информированного решения об инвестициях;</p> <p>2) «супермаркет облигаций» – источник информации о коммерческих долговых ценных бумагах для розничных инвесторов. Данный сервис предоставляет сводную информацию по ценам облигаций вместе с величиной ликвидности на вторичном рынке, основную информацию о торгуемых инструментах, калькуляторы цены и доходности долговых ценных бумаг, а также сравнительную информацию в виде ставок депозитов и государственных безрисковых облигаций.</p> <p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Развитие нормативных актов с описанием требований к финансовым советникам в части консультирования по распределению вложений по типам активов. • Расширение перечня организаций, имеющих право реализации розничных инвестиционных продуктов для целей обеспечения массового доступа к каналам дистрибуции инвестиционных продуктов. • Повышение ответственности финансовых посредников в части обязательств по предоставлению сравнительной информации по аналогичным продуктам инвестирования, а также ужесточение требований к внутренним процедурам, направленным на обеспечение адекватной информированности клиентов относительно условий инвестирования.

Область совершенствования	Принятые меры
	<p>2016 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Гармонизация регулирования структурированных долговых ценных бумаг в соответствии с международными нормами.
Обеспечение доступа субъектов МСП к финансовым рынкам	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Обеспечено создание сегмента «Рынка альтернативных инвестиций» на Фондовой бирже Таиланда для обеспечения возможности субъектов МСП, поддерживаемых государством, привлекать средства на фондовых рынках.
	<p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Разработка нормативного регулирования деятельности трастов частных инвестиций, позволяющие привлекать средства для инвестирования во вновь организованные бизнесы, субъекты МСП, реструктурированные бизнесы или научные / технологические стартапы.
Гармонизация законодательства и взаимная интеграция финансовых рынков	<p>2012 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> Предприняты меры, направленные на развитие связей рынка капитала Таиланда с иными странами азиатско-тихоокеанского региона посредством участия в деятельности АСЕАН, включая участие в инициативе АСЕАН, направленной на развитие интегрированной торговой системы, действующей на Фондовой бирже Таиланда, Малазийской и Сингапурской биржах (theAseanLinkageinitiative). Дальнейшие планы по развитию системы

Область совершенствования	Принятые меры
	<p>включают в себя создание каналов связи для систем клиринга и взаиморасчетов. Участие с разрешения регулятора Таиландского депозитария ценных бумаг (ThailandSecuritiesDepositoryCo., Ltd. (TSD)) в депозитарном обеспечении трансграничной торговли и предоставления услуг иностранным инвесторам.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Обеспечена разработка единой регуляторной Рамочной программы трансграничного инвестирования в части требований к выпуску ценных бумаг, раскрытия информации, разработки типового проспекта с целью развития опций трансграничного инвестирования в схемы коллективных инвестиций для аккредитованных (квалифицированных) инвесторов и широких слоев населения. • Приняты меры, направленные на привлечение иностранных инвесторов в качестве эмитентов посредством гармонизации требований к листингу на Фондовой бирже Таиланда для ценных бумаг стоимостью более 5 млрд. бат.
	<p>2013 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Пересмотрены правила инвестирования для схем коллективных инвестиций с целью стимулирования инвестиций в регион «Большой Меконг» (GreaterMekongSub-region (GMS)). • Предприняты меры, направленные на дальнейшую гармонизацию стандартов раскрытия информации с Малайзией и Сингапуром.

Область совершенствования	Принятые меры
	<ul style="list-style-type: none"> • Достигнуто соглашение в рамках Рамочной программы коллективных инвестиций АСЕАН по кросс-предложению продуктов схем коллективных инвестиций в Малайзии и Сингапуре. • Обеспечение международного признания Таиланда для возможности трансграничной реализации таиландских финансовых продуктов, в том числе адаптация к требованиям ЕС к реализуемым инструментам, требованиям к инфраструктуре бирж, требованиям ФАТФ и т.д. <p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Разработка мер, направленных на обеспечение возможности реализации схем коллективных инвестиций АСЕАН (ASEAN Collective Investment Schemes ("ASEAN CIS")) розничным инвесторам в Таиланде и таиландских схем коллективных инвестиций в иных странах АСЕАН. • Облегчение возможности размещения иностранных инвестиционных продуктов на Фондовой бирже Таиланда.
Совершенствование пруденциального регулирования схем коллективных инвестиций	<p>2015 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Пересмотрены требования к капиталу управляющих компаний для того, чтобы снизить уровень рыночной волатильности. • Ужесточены требования к ИТ-безопасности. • Обновлено сценарии стресс-тестирования и проведены стресс-тесты на уровне регулятора.

Область совершенствования	Принятые меры
	<ul style="list-style-type: none"> • Переход к регулированию на принципиальной основе («principle-based approach») для обеспечения возможностей для инвестиционных фондов и управляющих компаний по развитию бизнеса с одновременным сохранением уровня защиты инвесторов. • Повышение лимитов инвестирования в инфраструктурные фонды и фонды недвижимости для отдельных категорий пенсионных фондов. • Доработка системы лимитов в соответствии с международными практиками.
Создание и продвижение новых форм (схем) коллективных инвестиций	<p>2012 г.</p> <p>Разрешение регулятором создания инвестиционных фондов недвижимости в форме траста (realestateinvestmenttrusts (REIT))</p>
	<p>2014 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Развитие регулирования инфраструктурных трастов, направленных на инвестирование в объекты инфраструктуры в Таиланде и регионе. • Расширение номенклатуры продуктов, номинированных в иностранных валютах, которые могут предлагать своим клиентам компании, работающие с ценными бумагами. Институциональные и квалифицированные инвесторы имеют право инвестировать в бумаги, номинированные в иностранной валюте с аналогичным уровнем риска и сложности инструментов как у представленных на национальном рынке, в том числе: долговые ценные бумаги, не

Область совершенствования	Принятые меры
	<p>имеющие рейтинга, аккредитованные инвестиционные фонды, иностранные сукук-бонды (аналог облигаций в странах шариата), иностранные валютные бонды.</p>
	<p>2016 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Учреждение Таиландского фонда будущего (ThailandFutureFund) с целью стимулирования общественных инвестиций в инфраструктурные проекты.
	<p>2017 г.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Финализация концепции регулирования ICO (первичное размещение криптоактивов).

2. Рекомендации по внедрению успешных международных мер и практик, направленных на развитие российского рынка коллективных инвестиций.

2.1. На рынке ПИФ.

Из числа рассмотренных стран наибольшую динамику продемонстрировал рынок инвестиционных фондов Индии, выросший с 152 млрд. долл. в 2012 г. до 358 млрд. долл. в 2017 г.

Мерами, оказавшими наибольшее влияние на развитие рынка инвестиционных фондов Индии, являются меры, связанные с расширением доступа широких слоев населения, в том числе с низкими уровнями дохода, к этим инструментам, а также меры по стимулированию посредников:

- Повышение доли доходов посредников при привлечении средств в территориях, не относящихся к 15 крупнейшим городам.
- Право посредников производить продажи инвестиционных продуктов за наличные для слоев населения с низким уровнем доходов.
- Введение стандартов информирования клиентов, в том числе обладающих низким уровнем финансовой грамотности посредством внедрения визуального инструмента - «рискометра» - для демонстрации связи между сроком инвестиций, риском и ожидаемой доходностью.
- Интеграция с финтех-платежными системами для обеспечения возможности продаж инвестиционных продуктов.

Также к эффективным мерам можно отнести расширение номенклатуры продуктов для инвестирования на биржах и своевременное активное взаимодействие регулятора с участниками рынка для обновления нормативно-правовой базы, необходимой для запуска новых типов инструментов.

В других юрисдикциях также проводилась работа по улучшению правил информирования населения, введения кодексов профессиональной этики, расширения номенклатуры продуктов и стандартизации требований к ним.

С учетом особенностей российского законодательства рекомендуется рассмотреть целесообразность комплексной реализации следующих мер:

- Разработать детальные требования к качеству корпоративного управления управляющих компаний инвестиционных фондов и прочих профессиональных участников рынка ценных бумаг с целью повышения ответственности органов управления за принимаемые решения, в том числе в области системы управления рисками аналогично лучшим

мировым практикам обеспечения прозрачности деятельности и реализации инвестиционных и бизнес-стратегий на основе пруденциальных принципов регулирования.

- Рассмотреть возможность упрощения доступа к инвестированию для малоимущих слоёв населения за счёт упрощения требований к финансовым посредникам для индивидуально незначимых сумм – рассмотреть возможность создания цифровой платформы для снижения стоимости заключения индивидуальных договоров с физическими лицами, в частности при идентификации клиентов.
- Провести стандартизацию требований к раскрытию информации в маркетинговых материалах для клиентов, демонстрации связи доходности и рискованности инвестиций (аналог «рискометра»).
- Улучшить правила информирования населения о сути бизнеса профессионального участника рынка ценных бумаг и о предлагаемых продуктах для избегания ассоциаций с финансовыми пирамидами; повышать уровень доверия к сектору.
- Рассмотреть возможность создания постоянно обновляемого бенчмарка на базе участника инфраструктуры торгов, обладающего достаточной для этого информацией, в части доходности и степени ассоциируемого риска по предлагаемым продуктам (аналогично существующему по банковским депозитам).
- Провести информационную кампанию по увеличению доверия к рынку инвестиций, развивать культуру инвестирования в продукты рынка капитала, отличные от банковских депозитов и иностранных валют.
- Расширить перечень налоговых льгот для физических и юридических лиц при приобретении инвестиционных продуктов в небольших объемах, например, упростить механизм налогового вычета для ИИС для обеспечения паритета инвестиционной привлекательности с банковскими продуктами.

2.2. На пенсионном рынке.

Общим для всех юрисдикций является наличие трехкомпонентной системы, в рамках которой регулятор стимулирует развитие рынка в двух направлениях:

- Расширение охвата пенсионной системы.
- Развитие стимулирования участия в добровольных пенсионных схемах.

Наибольшего роста удалось добиться Индии, увеличившей размер пенсионного рынка с 5,58 млрд. долл. в 2012 г. до 26,24 млрд. долл. в 2017 г.

Регулятор проводил активную работу по развитию пруденциального регулирования с 2012 г. и по реформированию системы НПС с 2014-2015 гг.

К основным мерам, оказавшим наибольшее влияние на развитие пенсионного рынка, можно отнести:

- Повышение требований к раскрытию информации.
- Утверждение четкой структуры лимитов инвестирования в разрезе отдельных активов.
- Расширение номенклатуры инструментов, разрешенных к инвестированию.
- Развитие альтернативных форм добровольного пенсионного страхования (приобретение продуктов у страховых компаний, развитие продуктов на основе фондов жизненного цикла с изменением профиля рисков в зависимости от срока до пенсии).
- Регламентирование каналов продаж (точек присутствия).

Также существенного роста удалось достичь ЮАР, где величина пенсионного рынка выросла с 130,7 млрд. долл. в 2012 г. до 196,7 млрд. долл. в 2017 г. Со стороны регулятора были предприняты аналогичные меры, указанные выше.

Уникальным является опыт Таиланда, обеспечившего рост пенсионного рынка с 22,37 млрд. долл. в 2012 г. до 35,09 млрд. долл. в 2017 г. Регулятор реализовывал те же меры, однако на рынке Таиланда существует стратифицированная система форм добровольного страхования в зависимости от уровня дохода застрахованного. Компании защищены лимитами по выплате пенсий «сверху» в рамках предлагаемого продукта, что позволяет привлекать разные группы клиентов, подстраивая условия под конкретную группу.

Таким образом, с учетом изложенного выше, а также особенностей российского законодательства рекомендуется рассмотреть целесообразность комплексной реализации следующих мер:

- Совершенствование требований к качеству корпоративного управления пенсионных фондов с целью повышения ответственности органов управления за принимаемые решения, в том числе в области системы управления рисками аналогично лучшим практикам, существующим в иных секторах. Например, рекомендации ОЭСР/G20 в Базельских соглашениях по обеспечению прозрачности деятельности и реализации инвестиционных и бизнес-стратегий на основе пруденциальных принципов регулирования.

- Совершенствование пруденциального надзора с целью обеспечения финансовой устойчивости пенсионных фондов в области достаточности средств фонда для покрытия обязательств; раскрытия информации о составе активов и доходности, ограничений на операции с учредителями, вкладчиками и иными связанными сторонами с возможностью последующего расширения использования принципов риск-ориентированного подхода к надзору на основе принципа пропорциональности.
- Повышение прозрачности деятельности пенсионных фондов перед неквалифицированными инвесторами, например, посредством проведения стандартизации требований, в том числе минимальных требований к раскрытию информации в маркетинговых материалах для клиентов, демонстрации связи риска и доходности инвестиций (аналог «рискометра», реализованного в Индии).
- Пересмотр структуры разрешенных к инвестированию инструментов; развитие пенсионных схем, построенных на принципе автоматических фондов жизненного цикла; возможность вложений пенсионных фондов в инфраструктурные проекты.
- Обеспечение большей гибкости для пенсионных фондов при формировании пенсионных продуктов за счет снижения регламентации сроков и принципов выплат по данным продуктам.
- Проведение информационной кампании с целью улучшения восприятия надежности пенсионных продуктов, а также повышения финансовой грамотности населения (на фоне дискуссий, вызванных проведением реформы трудового компонента пенсии, может потребоваться дополнительная работа по улучшению образа добровольного страхования).
- Повышение привлекательности пенсионных фондов как формы инвестиций относительно альтернативных форм сбережений средств.
- Развитие маркетплейсов инвестиционных продуктов, обеспечивающих возможность сравнения различных форм и типов продуктов, как на уровне отдельного сектора, так и на кросс-секторальной основе.
- Создание системы гарантирования взносов по НПО.
- Введение возможности выплаты по схемам добровольного пенсионного страхования всей суммы уплаченных взносов и накопленного инвестиционного дохода в момент выхода на пенсию.
- Использование инструментов софинансирования для стимулирования населения к участию в программах НПО.

- Гармонизация налоговых вычетов по пенсионным продуктам с аналогичными инвестиционными продуктами других субъектов рынка коллективных инвестиций.

2.3. На страховом рынке.

Общим для всех рассматриваемых юрисдикций является направленность на соответствие в той или иной мере требованиям Solvency II.

Наиболее активную динамику роста продемонстрировал страховой рынок Индии, показавший взрывной рост в период с 2014 по 2017 гг. (с 53,76 млрд. долл. до 70,46 млрд. долл.). Причины роста связаны, прежде всего, с пересмотром лимитов инвестирования регулятором в 2013 г.; изменением требований к достаточности капитала страховых компаний и изменением правил относительно участия иностранных лиц в капитале страховых организаций.

С учетом особенностей российского законодательства рекомендуется рассмотреть целесообразность комплексной реализации следующих мер:

- Внедрение принципов регулирования Solvency II для отечественного рынка страхования, в том числе в части регламентации требований к процедурам корпоративного управления; оценке достаточности капитала; требований к раскрытию информации с учетом специфики российского рынка.
- Пересмотр действующих лимитов вложений в различные виды активов и рассмотреть возможность внедрения свободы инвестирования и риск-ориентированного подхода вместо жесткого регламентирования лимитов инвестирования регулятором.
- Проведение информационной кампании на государственном уровне для целей улучшения восприятия надежности страховых продуктов и повышения доверия к страховым компаниям, а также повышения финансовой грамотности населения.
- Популяризация возможности обращения клиентов страховых компаний к страховому финансовому омбудсмену или регулятору для повышения степени защиты прав потребителей и обеспечения качества услуг страховщиков.
- Детализация требований к страховщикам в части описания правил страхования, процесса признания страховых случаев и проведения выплат для целей защиты интересов всех заинтересованных сторон – страховщиков, застрахованных, выгодоприобретателей.

- Повышение привлекательности инвестиционно-страховых продуктов, доступных широкому кругу лиц при условии: 1) прозрачности рисков, выгод и пр., для приобретателя полиса; 2) сравнения продуктов на финансовых маркетплейсах; 3) расширения перечня налоговых льгот для физических и юридических лиц при приобретении продуктов страховых компаний с инвестиционной компонентой.

По результатам анализа предпринятых мер, приведенных выше, можно выделить несколько общих, которые реализовывались во всех юрисдикциях вне зависимости от конкретного сектора рынка, и были направлены на улучшение инвестиционного климата.

В основе лежало повышение доверия между участниками рынка коллективных инвестиций и их клиентами, уровня информированности клиентов при принятии инвестиционных решений, а также увеличение инвестиционной привлекательности продуктов, предлагаемых участниками рынка коллективных инвестиций. В их числе:

- Развитие требований к качеству корпоративного управления участников рынка коллективных инвестиций.
- Проведение работы по повышению финансовой грамотности населения и привлекательности предлагаемых продуктов рынка коллективных инвестиций.
- Развитие требований к отчетности компаний и усовершенствование подхода к надзору для повышения прозрачности бизнеса управляющих компаний.
- Уточнение законодательства для увеличения доли населения, инвестирующего в продукты рынка коллективных инвестиций.
- Расширение номенклатуры доступных к инвестированию биржевых и внебиржевых инструментов.
- Активное взаимодействие между регуляторами и участниками рынков коллективных инвестиций с целью определения направлений доработки нормативно-правовой базы для оптимизации инфраструктуры и создания новых инструментов.
- Упрощение правил получения налоговых вычетов клиентами рынка коллективных инвестиций.
- Реализация инфраструктурных проектов, финансируемых за счет долгосрочных инструментов рынка коллективных инвестиций.

При этом отметить позитивное влияние поэтапности и последовательности реализации мер, которую демонстрировали национальные регуляторы. Проведение стабильной долгосрочной политики, соответствующей ранее анонсированным стратегическим планам, позволило повысить доверие населения к инструментам, обеспечивающим наличие «длинных» денег в экономике и как следствие обеспечить стабильное развитие рынка коллективных инвестиций в исследуемых странах.

3. Анализ российского рынка коллективных инвестиций и рекомендации по его развитию.

Анализ российского рынка коллективных инвестиций и рекомендации по его развитию подготовлен рейтинговым агентством «Эксперт РА».

С этой целью было изучено действующее законодательство, регулирующее рынок коллективных инвестиций - инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды, а также страховой рынок. Кроме того, выполнен обзор основных параметров, трендов, инвестиционных политик и развития каждого сегмента институциональных инвесторов на протяжении последних 5 лет. Для выявления барьеров, сдерживающих развитие рынка, были проведены очные встречи с топ-5 компаниями каждого сегмента, мнения остальных топ-20 компаний указанных рынков собирались в виде письменных интервью.

По результатам исследования были идентифицированы основные проблемы и сдерживающие факторы на российском рынке коллективных инвестиций и разработаны рекомендации по развитию индустрии и повышению заинтересованности инвесторов в продуктах фондового рынка.

3.1. Регуляторные меры.

НПФ

1. Проработать возможность отмены обязательного требования по инвестированию пенсионных накоплений через управляющую компанию (по аналогии с пенсионными резервами).

По мнению негосударственных пенсионных фондов, все крупные фонды уже созрели для того, чтобы отказаться от услуг управляющей компании. По действующему законодательству, НПФ может размещать пенсионные резервы самостоятельно или через управляющую компанию, при этом пенсионные накопления должны инвестироваться через управляющую компанию. Такая практика, по словам опрошенных, является полумерой, и не ведет к увеличению эффективности работы НПФ. Крупные фонды либо уже имеют свою инфраструктуру и свой штат специалистов, либо готовы создать необходимые условия в кратчайшие сроки и полностью отказаться от услуг управляющих компаний. В то же время для небольших и средних фондов содержание инфраструктуры и проведение собственной экспертизы может оказаться слишком затратным и невыгодным, поэтому для них останутся актуальными услуги

управляющих компаний как по размещению резервов, так и по инвестированию накоплений.

2. Проработать вопрос перехода к использованию единой методики оценки стоимости активов в целях регулирования деятельности НПФ.

Наличие двух стоимостей оценки активов, по мнению негосударственных пенсионных фондов, значительно усложняют регулирование и подготовку отчетности. В целях спецдепозитарного контроля используется одна оценка стоимости активов, в целях бухгалтерского учёта – другая. Разрозненность подходов приводит к необходимости удваивания операций учета, избыточной нагрузке на бэк-офис фонда, снижению общей эффективности работы НПФ.

3. Расширить список инструментов инвестирования пенсионных накоплений за счет клиринговых сертификатов участия, драгоценных металлов, депозитов в центральном контрагенте, БПИФ.

Управляющие компании

1. Предлагается пересмотреть подход к расчету минимального процента ликвидной части в п. 2.9 Указания Банка России от 05.09.2016 N 4129-У, смягчить требования к расчету доли ликвидной части в паевых инвестиционных фондах.

По мнению управляющих компаний, избыточным является требование к величине ликвидной части чистых активов паевого инвестиционного фонда в зависимости от оттоков за последние 36 месяцев (п 2.9 Указания Банка России от 05.09.2016 N 4129-У). Данное ограничение может нарушать права пайщиков относительно ожидаемой доходности, так как обязывает управляющую компанию обеспечивать необоснованно большую ликвидную часть исходя из оттоков предыдущих периодов.

2. Пересмотреть подходы к системе категоризации клиентов, смягчить отдельные требования, в частности, ограничивающие права действующих инвесторов.

По мнению управляющих компаний, которых грядущие изменения в закон «О рынке ценных бумаг» в части разделения инвесторов на категории коснутся прежде всего, в текущем виде законопроект создаст множество проблем для существующих клиентов-инвесторов и затруднит привлечение новых. Избыточное

ограничение рисков инвесторов может привести к снижению доступа к финансовым услугам и ликвидности самого рынка. Компании также отмечают, что добросовестным участникам рынка коллективных инвестиций «закручивание гаек» создаст излишние трудности, в то время как от недобросовестных игроков клиентов это не оградит.

Страховые компании

1. Пересмотреть подход к порядку инвестирования средств страховых резервов и собственных средств страховщиков в целях расширения перечня разрешенных для инвестирования активов в части акций крупных и высоконадежных эмитентов, не включенных в высший котировальный лист.

Участники рынка коллективных инвестиций, в частности, страховые компании по страхованию жизни, в числе ключевых факторов, ограничивающих возможности по инвестированию и эффективность вложений, отмечают несоответствие требованиям регулирующего законодательства отдельных акций крупнейших и высоконадежных эмитентов. Акции этих эмитентов несмотря на то, что их историческая и потенциальная доходность может превосходить среднюю по рынку доходность, не могут включаться в портфель компаниями ввиду их нахождения в котировальном листе недостаточного уровня. В то же время, эмитенты этих акций могут иметь максимальные кредитные рейтинги, а их долговые бумаги полностью соответствовать требованиям регулятора в части принятия их в покрытие собственных средств и резервов.

2. Пересмотреть подход к порядку инвестирования средств страховых резервов страховщиков и включить в перечень разрешенных для инвестирования активов остатки денежных средств на брокерских счетах при условии наличия у брокера кредитного рейтинга высокого уровня.

Одним из самых больших затруднений для участников рынка при совершении сделок на биржевом рынке и одновременно существующей необходимости соответствия требованиям регулятора является невозможность принятия в покрытие остатков денежных средств на брокерских счетах. Ввиду того, что сделки по покупке ценных бумаг совершаются в основном в режиме Т+, регуляторные требования создают большие сложности при необходимости совершения единоразовой покупки значительного объема (в масштабах страховых резервов компании) ценных бумаг на бирже.

3. Пересмотреть подход к порядку инвестирования средств страховых резервов и собственных средств страховщиков в части расширения возможностей по инвестированию в биржевые ценные бумаги.

Многие участники рынка высказывают мнение, что ограничение в 45% для облигаций (за исключением ОФЗ) и 20% для акций от объема страховых резервов и собственных средств снижают возможности инвестирования на бирже и получения более высокого дохода.

Общие для НПФ, УК и СК

1. Необходима детальная проработка действующей регуляторной нормативной базы в целях исключения дублирования форм отчетности и избыточных норм, достижения стабильности в части содержания отчетности, а также значительное снижение частоты изменений и введения новых регулятивных требований.

Большинство участников опроса высказали мнение, что регуляторная нагрузка носит избыточный характер. Так, игроки рынка отмечают дублирование отдельных форм отчетности между собой в части содержащейся в них информации, а также запросов информации регулятором с предоставленной ранее отчетностью, участвовавшие в последнее время изменения структуры и содержания отчетности, ее крайне высокую детализацию. Компании вынуждены регулярно обновлять программное обеспечение, а частая перенастройка систем в результате многочисленных изменений приводит к огромным временным и финансовым издержкам, а также порождает большое количество ошибок. Как отмечают страховые компании, избыточная регуляторная нагрузка также сдерживает их рвение в части приобретения новых инструментов и ценных бумаг. По мнению негосударственных пенсионных фондов, значительные сложности вызывает необходимость сбора большого объема доказательной документации о целесообразности приобретения актива по каждой совершенной сделке.

2. Проработать вопрос перехода на пропорциональное рейтинговое регулирование (разрешить инвестирование в объекты с низким уровнем рейтинга при условии невысокой доли и высокой диверсификации таких вложений).

Кредитные рейтинги – удобный инструмент, снижающий расходы на управление инвестициями. Однако применение кредитных рейтингов во многом ограничивается установлением минимальных требований к уровню рейтинга

(отсечек). Это касается регулирования, тендеров и конкурсов, допуска к участию в торгах на фондовом рынке, а также подходов к оценке рисков вложений самими хозяйствующими субъектами. Таким образом, возможности широкой и дробной рейтинговой шкалы, позволяющей применять дифференцированный подход к оценке финансовой надежности/кредитоспособности, не используются в полной мере.

3. В связи с этим, предлагается рассмотреть и проработать вопрос снижения прямого регулирования в пользу косвенных механизмов, например, стресс-тестирования.

По мнению участников рынка, регуляторные требования и стресс-тестирование – два равноправных механизма контроля, которые при одновременном использовании становятся избыточными и оказывают дополнительное давление на бизнес. Одновременное их использование, как это происходит в настоящее время, негативно отражается на доходности и ограничивает возможности инвестирования. С точки зрения поиска баланса между риском и доходностью наиболее оптимальным является механизм стресс-тестирования, так как он не вводит ограничения на инвестирование и размещение пенсионных средств по структуре активов, кроме заложенных в сценариях стресс-тестирования (в основном по уровню рейтинга). Поэтому стресс-тестирование дает возможность выстраивать собственную стратегию в пределах, позволяющих проходить стресс-тестирование.

Общие для НПФ и СК

- 1. Пересмотреть подход к порядку инвестирования средств страховых резервов страховщиков и включить в перечень разрешенных для инвестирования активов сделки РЕПО при условии высокой надёжности контрагента и ценных бумаг.**
- 2. Рассмотреть вопрос вывода сделок РЕПО из-под действия ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений при условии высокой надёжности контрагента и ценных бумаг.**

Опрошенные участники рынка отмечают значительные преимущества сделок РЕПО в части доходности перед овернайт депозитами, которым приходится отдавать предпочтение ввиду невозможности принятия в покрытие страховых резервов сделок РЕПО. Существующие требования никак не дифференцируют сделки РЕПО по уровню надежности контрагента и ценных бумаг, тем самым вынуждая страховые компании держать средства в кредитных организациях.

Негосударственные пенсионные фонды также сталкиваются с проблемами при совершении сделок РЕПО. Регулирование рассматривает сделки РЕПО не с экономической точки зрения (как деньги, переданные под обеспечение бумаг), а как физическую покупку бумаг фондом, что может приводить к нарушению лимитов, установленных в Положении Банка России N 580-П.

3.2. Стресс-тестирование.

1. Необходима детальная проработка и точечная настройка параметров и сценариев стресс-тестирования для увеличения потенциальной доходности инвестиций, их диверсификации, учета специфики бизнеса компаний и фондов.

В целом, все опрошенные игроки рынка сходятся во мнении, что стресс-тестирование – это действенный механизм косвенного регулирования. Так, для большинства крупных фондов и компаний стресс-тестирование не стало проблемой, так как их инвестиционные политики предусматривают схожий консервативный подход к инвестированию. В то же время участники опроса отмечают отдельные недостатки в действующих параметрах стресс-тестирования, которые требуют доработки.

Опрошенные страховые компании, специализирующиеся на страховании жизни, отметили, что текущая конфигурация стресс-тестирования требует высокой ликвидности вложений. В то же время с учетом специфики бизнеса по страхованию жизни для компаний важно сохранять сбалансированное соотношение срочности страховых резервов и активов. Необходимость следовать требованиям, диктуемым стресс-тестированием, приводит к дисбалансу. Так, например, долгосрочный депозит в очень надежном банке дисконтируется по сроку, что подталкивает компании к инвестированию в краткосрочные овернайты при долгосрочных страховых резервах. По словам негосударственных пенсионных фондов, применяемые сценарии и параметры стресс-тестирования напрямую влияют на изменение структуры инвестиционных портфелей НПФ и подталкивают фонды к значительному увеличению доли ОФЗ в портфелях. Один из фондов также заметил, что стимулирующая мера по консолидации активов с более высоким кредитным рейтингом, заложенная в текущей версии сценария стресс-тестирования, обладает ограниченной эффективностью, так как в случае наличия у НПФ достаточного объема собственных средств и высокого уровня диверсификации активов, фонд может покрывать значительный объем дефицита.

3.3. Законодательные и инфраструктурные меры.

НПФ

Негосударственный сектор пенсионной системы находится в фазе стагнации. Среди основных тому причин опрошенные участники рынка назвали неустойчивость государственной пенсионной политики, мораторий пенсионных накоплений, барьеры для заключения договоров ОПС (неготовность использования ЭЦП, удержание инвестиционного дохода при переходах) и пренебрежение добровольным элементом пенсионных накоплений. Среди ключевых мер, которые позволили бы повысить эффективность пенсионной системы и увеличить приток денег (как в систему, так и на фондовый рынок), участники рынка назвали следующие:

- 1) **Отмена моратория на накопительную часть пенсии.**
- 2) **Развитие системы гарантий добровольно сформированных пенсионных средств**, что позволило бы более активно привлекать средства физических лиц.
- 3) **Отмена ограничений по использованию бюджетных средств для финансирования НПО в государственных образовательных и медицинских учреждениях.**
- 4) **Стимулирование по развитию НПО в государственных компаниях и допуск всех НПФ к предоставлению соответствующей услуги на условиях открытых конкурсов.**

С 2004 г. Правительством Югры реализуется региональная программа по дополнительному пенсионному обеспечению работников бюджетной сферы «Две пенсии для бюджетников», которая позволяет каждому работнику бюджетной сферы получать сразу две пенсии – страховую пенсию по старости и дополнительную окружную пенсию. Гражданин делает взносы на свой личный пенсионный счет, такая же сумма добавляется из окружного бюджета. Все опрошенные сошлись во мнении, что программа успешно работает уже 15 лет и позволяет привлечь дополнительные средства в пенсионную систему.

- 5) **Разработка стимулов для региональных и муниципальных органов исполнительной власти по реализации пенсионных прав через НПФ**
- 6) **Распространение программы дополнительного пенсионного обеспечения отдельных категорий граждан, аналогичной**

реализуемой в Ханты-Мансийском автономном округе, на другие регионы РФ

Общие для НПФ, УК и СК

Участники опроса охарактеризовали степень проникновения финансовых услуг российского фондового рынка среди частных инвесторов как низкую, в то же время отметили очень высокий потенциал роста этого сегмента. Количество уникальных клиентов-физлиц в системе торгов за последние 3 года увеличилось в 2,7 раз. Интерес к финансовым услугам российского фондового рынка среди частных инвесторов существенно вырос с появлением в 2015 г. индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). Налоговые преференции и широкая реклама на фоне снижения ставок по банковским депозитам стимулировали увеличение вложений населения в ценные бумаги. И потенциал роста еще не исчерпан: в России пока менее 2% населения имеют открытые счета на фондовом рынке.

Степень проникновения финансовых услуг российского фондового рынка среди корпоративных клиентов с точки зрения эмитентов акций и облигаций оценивается как высокая. Фондовый рынок является основной площадкой для привлечения капитала отечественными компаниями. В то же время активность в инвестировании средств на рынке оценивается как низкая. Причина кроется в относительно высоких реальных (с учетом инфляции) ставках по депозитам в условиях необходимости сохранения высокой ликвидности средств в интересах бизнеса.

Степень проникновения финансовых услуг российского фондового рынка среди институциональных клиентов (НПФ, банки, страховые компании и другие финансовые организации) оценивается как высокая, что обусловлено спецификой их бизнеса.

Сдерживает инвестирование средств частных и институциональных клиентов в финансовые инструменты, в том числе, обращающиеся на биржевом рынке, ряд законодательных, инфраструктурных и прочих барьеров, устранение которых могло бы способствовать более активному притоку новых клиентов и средств на фондовый рынок.

Так, например, одна из опрошенных компаний обратила внимание на высокие риски инвестирования в акции, связанные ограниченностью или невозможностью реализации прав миноритарных владельцев акций. В частности, существует риск делистинга акций по желанию мажоритарного акционера,

принудительного выкупа без согласия владельцев акций, в законе отсутствуют четкие формулировки цен выкупа при корпоративных событиях, отсутствует возможность самостоятельного листинга акций, находящихся в собственности.

1. Повышение качества корпоративного управления, разработка процедуры согласования цены выкупа со всеми акционерами при делистинге бумаг по решению мажоритарных акционеров могли бы увеличить привлекательность вложений в биржевые ценные бумаги для частных и институциональных инвесторов.

Большинство опрошенных участников рынка заявили, что испытывают нехватку инструментов инвестирования на фондовом рынке, в том числе, доступных неквалифицированному инвестору, а также вариативности параметров выпусков ценных бумаг. В связи с этим, участниками рынка были высказаны пожелания по **расширению ассортимента инвестиционных инструментов.**

Таким образом необходимо:

2. Расширить инвестиционные возможности и продукты:

- **акциями³**
- **консервативными корпоративными бумагами;**
- **выпусками ОФЗ с большей вариативностью по срокам;**
- **выпусками еврооблигаций с меньшей лотностью;**
- **новыми биржевыми паевыми инвестиционными фондами;**
- **иностранными инструментами, прошедшими процедуру листинга.**

мнению ряда участников рынка, сдерживающее влияние на развитие рынка коллективных инвестиций оказывают завышенные комиссии или сложность их расчёта. В качестве примера можно привести расходы, которые несет пайщик при инвестировании в паевые инвестиционные фонды. Клиент либо не всегда понимает, что помимо вознаграждения управляющей компании или брокеру придется понести дополнительные расходы (вознаграждение депозитарию, оценщику, регистратору и аудитору, также действуют скидки и надбавки при покупке и продаже паев), либо прекрасно это понимает и отказывается от инвестирования по причине высокой суммарной комиссии. Участники опроса также отмечают, что существующие тарифы, в частности тарифы по сделкам с паями, ограниченными в обороте, осуществляемыми через брокера, являются завышенными, и тем самым сдерживают приток инвесторов на рынок ЗПИФ, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

³ Представленных не только в высшем котировальном списке.

3. Провести анализ действующих на рынке комиссий и вознаграждений и рассмотреть вопрос агрегирования комиссий для клиента (уход от скрытых комиссий, дополнительных расходов) и перехода к единой комиссии.

Большинство участников опроса в числе рисков, связанных с инвестированием средств на фондовом рынке, называют риски технических сбоев на бирже, остановки торгов, а также низкий уровень развития IT-систем участников фондового рынка. В частности, страховые компании выражают обеспокоенность тем, что отсутствие возможности своевременно реализовать ценные бумаги может приводить к несвоевременному исполнению ими обязательств перед клиентами, что в свою очередь может повлечь за собой регуляторные санкции и судебные разбирательства. Недостаточный уровень развития IT-инфраструктуры затрудняет привлечение клиентов, усложняет процессы взаимодействия с контрагентами, увеличивает количество ошибок при совершении операций. В свою очередь, высокий уровень автоматизации существенно снижает издержки и повышает производительность бизнеса, снижает вероятность технических сбоев и несанкционированного доступа к информации, позволяет обеспечить защиту прав собственников ценных бумаг.

4. Необходимо непрерывное совершенствование и оптимизация IT-инфраструктуры, инвестирование в разработку и внедрение новых технологий организаторами и участниками торгов, финансовыми организациями.

В российской практике внедрена система параллельного учета, при которой учет имущества ведется и управляющей компанией, и специализированным депозитарием, позволяя реализовать двойной контроль за составляемой отчетностью, избежать операционных ошибок и сознательных нарушений законодательства. В то же время стоимость минимизации операционных ошибок путем ведения такого двойного учета значительна – такого мнения придерживаются большинство опрошенных компаний. Специализированный депозитарий, как участник рынка коллективных инвестиций, функциональными обязанностями которого являются учет и контроль в рамках инвестиционных процессов, в силу необходимости исполнения своих функций должен обеспечить наличие необходимых технологий, постоянно их совершенствовать и развивать. Для управляющей компании, в свою очередь, поддержка и развитие таких технологий – это по своей сути непрофильный процесс, который может осуществляться в ущерб эффективности бизнеса по управлению активами при недостатке ресурсов.

5. Одним из вариантов снижения нагрузки может стать передача функций по ведению учета и составлению отчетности, взаимодействию с регулятором, а также выполнению части внутренней деятельности спецдепозитариям.

Одной из главных проблем, которая негативно сказывается на привлекательности российского фондового рынка, опрошенные назвали низкую информационную прозрачность эмитентов финансовых инструментов и несвоевременное раскрытие информации. Не обладая исчерпывающими данными о текущем состоянии эмитента, инвесторы воздерживаются от вложения средств в бумаги компании, а акционеры не имеют возможности в полной мере оценить риски и выстроить отношения с менеджментом. Низкая информационная прозрачность ведет к увеличению стоимости заимствований. Согласно лучшим мировым практикам, публичные компании стремятся к максимальной прозрачности перед акционерами и инвесторами, а также эффективности взаимодействия с ними, что повышает их привлекательность в глаза инвесторов.

6. Пересмотреть подходы к объемам и срокам раскрытия информации эмитентами финансовых инструментов.

Московская Биржа раскрывает ряд ценовых показателей на организованных торгах ценными бумагами. При этом в законодательных актах используется общеупотребительное понятие «рыночная цена», которое фактически отсутствует в перечне цен, публикуемых Московской Биржей. Такое несоответствие может приводить к разночтениям и неоднозначной трактовке понятия «рыночная цена» НПФ, органами власти, спецдепозитариями и т.д. Это ведет к возникновению неожиданных рисков, связанных с применением законодательства.

7. Предлагается сократить количество и унифицировать раскрываемые ценовые параметры.

Существует неоднозначное толкование передачи прав на получение накопленного, но невыплаченного купона в случае дефолта ценной бумаги и ее продажи. Если дефолт происходит после срока выплаты очередного купона, то накопленный и невыплаченный купон никак не котируется Московской Биржей. Судебная практика противоречива: половина судей склоняется к тому, что купон продается вместе с бумагой, половина считает иначе.

8. Требуется более явное отражение факта перехода прав на купон в случае дефолта и продажи ценной бумаги на бирже для исключения неоднозначной трактовки.

3.4. Налоговые стимулы

НПФ

Налоговый кодекс Российской Федерации предусматривает ряд льгот для работодателей и физических лиц, участвующих в программе негосударственного пенсионного обеспечения. Во-первых, это отнесение юридическим лицом расходов по отчислению взносов в негосударственный пенсионный фонд в пользу работников к расходам на оплату труда и тем самым уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль. Во-вторых, с 2010 года отчисления работодателей в негосударственные пенсионные фонды не облагаются страховыми взносами. Для физических лиц предусмотрены следующие льготы по налогообложению:

1. пенсионные взносы предприятий в НПФ в пользу работников не облагаются налогом на доходы физических лиц;
2. вкладчик, уплачивающий из личных средств пенсионные взносы по договору негосударственного пенсионного обеспечения с НПФ, заключенному в свою пользу и (или) в пользу супруга, родителей, детей-инвалидов, имеет право на получение социального налогового вычета по налогу на доходы физических лиц по взносам, внесенным с 1 января 2007 года;
3. пенсии, выплачиваемые по индивидуальным договорам, заключенным с фондом гражданами в свою пользу, налогом на доходы физических лиц не облагаются.

Большинство опрошенных назвали существующие налоговые льготы недостаточными. Расширение списка льгот, связанных с программами негосударственного пенсионного обеспечения, могло бы способствовать притоку взносов от граждан и работодателей.

Среди возможных мер налогового стимулирования:

1. Освобождение дохода от размещения пенсионных резервов от налога на прибыль

Статьей 251 части второй Налогового кодекса Российской Федерации предусмотрен перечень доходов, которые не учитываются при определении налоговой базы по налогу на прибыль организаций.

К таким доходам подпунктом 31 пункта 1 статьи 251 НК РФ отнесен доход в виде сумм дохода от инвестирования средств пенсионных накоплений, формируемых в соответствии с законодательством Российской Федерации, полученных организациями, выступающими в качестве страховщиков по обязательному пенсионному страхованию.

В то же время, согласно пункту 2 НК РФ Статьи 295 налогообложению подлежит доход, полученный от размещения пенсионных резервов, что ставит в неравное положение, с точки зрения налогообложения, ПН и ПР и приводит к снижению доходности по пенсионным резервам.

- 2. Повышение предельной величины размера налогового вычета для физических лиц с суммы уплаченных взносов по НПО со 120 тыс. рублей до 400 тыс. рублей**
- 3. Повышение для работодателей предела расходов на взносы по НПО (на сегодняшний день расходы ограничены 12% от ФОТ)**
- 4. Дифференциация социальных налоговых вычетов, связанных с НПО, для разных возрастных групп.**

Общие для НПФ, УК и СК

Российский налоговый кодекс также предусматривает целый набор льгот для частных инвесторов:

1. Не требуется платить НДФЛ от прибыли с продажи ценных бумаг, если инвестор владел этими бумагами 3 года и более (бумаги должны быть куплены не ранее 1 января 2014 года).
2. Доход от продажи акций компаний высокотехнологичного сектора не облагается НДФЛ уже через год владения.
3. Купонный доход с облигаций федерального займа, региональных и муниципальных облигаций не облагается налогом.
4. С начала 2018 года не взимается НДФЛ с российских корпоративных облигаций, номинированных в рублях и эмитированных с 1 января 2017 года.
5. Возможность получать до 52 тыс. руб. ежегодно или полученный доход от купли-продажи ценных бумаг не будет облагаться НДФЛ при инвестировании через ИИС.

Некоторые из перечисленных льгот появились сравнительно недавно, но, по мнению участников опроса, рынок и инвесторы все еще испытывают потребность в расширении перечня налоговых стимулов. Вот несколько возможных мер налогового стимулирования для частных инвесторов, которые могли бы увеличить привлекательность инвестиций для частных инвесторов и потенциально способствовать расширению рынка коллективных инвестиций:

- 1. Уравнять налогообложение доходов по ценным бумагам и банковским депозитам.**
- 2. Отменить налог на дивиденды.**
- 3. Рассмотреть введение дополнительных налоговых льгот по инвестированию в бумаги МСП по аналогии с РИИ.**
- 4. Рассмотреть вопрос увеличения предельного размера налогового вычета для физических лиц по доходам, полученным при реализации ценных бумаг.**
- 5. Рассмотреть вопрос увеличения предельного размера налогового вычета на взносы на ИИС, который может получить клиент в течении календарного года.**
- 6. Исключить валютную переоценку при инвестировании в ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, из налогообложения по аналогии с действующими условиями для ОФЗ Минфина РФ.**
- 7. Отменить налог на прибыль от инвестиций в корпоративные облигации для компаний по страхованию жизни по аналогии с тем, как это сделано для физических лиц.**
- 8. Распространить функции налогового агента на профучастника при выплате дохода по ценным бумагам иностранных эмитентов.**
- 9. Рассмотреть возможность налоговых льгот при долгосрочном владении паев ЗПИФ, паи которых ограничены в обороте**

3.5. Меры федерального уровня: финансовая грамотность, доходы населения и компетенции участников рынка.

Самыми значительными барьерами, сдерживающими инвестирование частными лицами, опрошенные назвали низкие доходы населения и недостаточную финансовую грамотность. В последние годы с развитием ИТ-систем и выходом компаний, предлагающих услуги по инвестированию, в онлайн инвестиции стали ближе и доступнее, люди сами начали интересоваться вопросами инвестирования, заниматься самообразованием, начали пробовать и смотреть, как это работает. Заработала реклама и инвестиции стали популяризироваться. Параллельно на рынке появлялись и разворачивали деятельность различные мошеннические компании – компании-однодневки, «форекс-лавки», компании пирамидального типа и т.д., деятельность которых оставляла за собой шлейф негативного впечатления. Негативный опыт принесли

с собой и кризисы 1998, 2008 и 2014 годов. Испугавшись значительного падения цен на активы, инвесторы выходили с рынка, фиксируя значительные убытки. Недостаток финансовой грамотности и искаженное мнение об инвестировании многих из них до сих пор отталкивает от вложений в биржевые инструменты.

Решением в такой ситуации может стать реализация ряда мер, направленных, в том числе, на повышение у граждан понимания необходимости инвестирования, осознанности при выборе методов инвестирования и посредников, а также доверия к финансовому рынку.

- 1. Популяризация идеи инвестирования.**
- 2. Повышение качества корпоративного управления.**
- 3. Борьба с недобросовестным поведением на рынке и мошенниками.**
- 4. Повышение доверия к финансовой сфере в целом.**
- 5. Повышение информационной прозрачности рынка.**

3.6. Вложения в инструменты структурированного финансирования.

1. Включение в регулирование инвестиций институциональных инвесторов кредитных рейтингов обязательств структурированного финансирования с постфиксом «.sf»

В соответствии с требованиями Банка России национальные рейтинговые агентства для присвоения кредитных рейтингов обязательствам структурированного финансирования используют рейтинговую шкалу с постфиксом «.sf». Цель видоизменения шкалы объясняется необходимостью информирования инвесторов о различиях между инструментами структурированного финансирования и иными финансовыми инструментами в части их природы, специфики, методов оценки рисков, а также сценариев и последствий реализации рисков. Банк России требует использования отдельной шкалы рейтингов для инструментов структурированного финансирования, опираясь на международный опыт: европейский регулятор ESMA рекомендует использование такого маркера⁴, а также международные рейтинговые агентства добавляют постфикс «.sf» к своей шкале для обозначения инструментов структурированного финансирования.

⁴ п. 40, Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies

Однако при этом в российском регулировании инвестиций институциональных инвесторов отсутствует применение кредитных рейтингов с постфиксом «.sf». Такая ситуация делает невозможной приобретение инструментов структурированного финансирования даже в рамках лимита рискового портфеля (например, в портфель пенсионных накоплений НПФ).

Инструменты структурированного финансирования представляют собой обеспеченные облигации, выпущенные в рамках сделок секьюритизации. Этот инструмент является формой поддержки развития ипотечного рынка, рынка кредитования МСП, а также финансирования ГЧП проектов. Запретительное регулирование в отношении этих инструментов в части вложений институциональных инвесторов существенно сужает круг инвесторов, повышает премию размещения и ставит экономическую целесообразность сделок под сомнение. При этом сами инструменты являются привлекательными для инвесторов в силу их высокого кредитного качества, обеспеченного мерами кредитного усиления (транширование, избыточный спрэд, резервный фонд и др.), и дополнительной премией к ОФЗ в пределах 100-150 б.п.

В связи с этим необходима актуализация рейтинговых требований в отношении инструментов структурированного финансирования с включением в требования рейтингов с постфиксом «.sf».

2. Выделение отдельного лимита на ипотечные ценные бумаги в структуре инвестиций пенсионных резервов и накоплений НПФ.

Профиль рисков активов, которые попадают в 10%-ный рисковый лимит в составе пенсионных накоплений очень широк⁵. В него попадают как неликвидные акции и паи, так и облигации «выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции), и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами», под определение которых попадают ипотечные облигации. В рамках портфеля пенсионных резервов также, согласно проекту Банка России⁶, планируется выделить 10%-ный лимит на облигации, «выплаты

⁵ Ст. 1.4.4. 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих...»

⁶ Ст. 5.14. Проект Указания Банка России «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов, объектах инвестирования, в которые негосударственные пенсионные фонды имеют право самостоятельно размещать средства пенсионных резервов, и случаях, когда управляющая компания,

(часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок, темпа роста объема валового внутреннего продукта, уровня инфляции и курсов валют иностранных государств) и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицам».

Агентство полагает, что из состава 10%-ного рискового лимита, как в портфелях пенсионных резервов, так и пенсионных накоплений стоит выделить ипотечные облигации с соответствующим рейтинговым критерием и предусмотреть для них отдельный лимит. Выделение ипотечных облигаций из общего рискового лимита стало бы демонстрацией благосклонного отношения регулятора к таким инструментам и повысило бы к ним интерес институциональных инвесторов.

За счет мер кредитной поддержки (наличие младшего транша, резервного фонда, резервного сервисера, УК, триггеров на досрочный старт амортизации) выпуски секьюритизации находятся вблизи суверенного уровня кредитного риска. 90% выпусков секьюритизации в России приходится на ипотечные ценные бумаги. В условиях ужесточения подходов Банка России к контролю банками процентного риска секьюритизация является инструментом, который необходимо развивать, особенно в ипотеке. Без соответствующего расширения инвесторской базы таких инструментов требуемая доходность по ним будет делать выпуски экономически нецелесообразными.

Включение выпусков секьюритизации в 10%-ный рисковый портфель продиктовано наличием по ним повышенного процентного риска, связанного с отсутствием прогнозируемой амортизации таких бумаг, зависимой от поступлений средств от конечных заемщиков. Включение только на этом основании выпусков секьюритизации при их высоком кредитном качестве в рисковый лимит в портфелях пенсионных накоплений наряду, с инвестиционными паями фондов, неликвидными акциями, видится избыточно консервативным подходом. Риски досрочной амортизации инвестор принимает на себя и при вложениях в обычные корпоративные облигации: например, когда при оферте прописано право эмитента менять величину купона, тем самым, управляя сроком погашения облигаций.

Для сравнения в банковском регулировании⁷ для классификации бумаг, выпускаемых в рамках сделок секьюритизации, по категориям риска при оценке

действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных резервов, вправе заключать договоры репо” (по состоянию на 26.04.2019)

⁷ п. 2.5. Положения Банка России от 3 декабря 2015 г. № 511-П “О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска”

специального процентного риска используются кредитные рейтинги. Коэффициенты риска, устанавливаемые для ценных бумаг, являющихся инструментами секьюритизации с высокими кредитными рейтингами, соответствуют коэффициентам риска по простым ценным бумагам, имеющим срок до погашения свыше 24 месяца и отнесенным к ценным бумагам с низким уровнем риска. Например, среди таких инструментов облигации субъектов Российской Федерации или корпоративные облигации с суверенным уровнем кредитного рейтинга.

Кроме того, в рамках портфелей иных институциональных инвесторов, например, страховщиков, вложения в ипотечные облигации вынесены в отдельный лимит⁸.

При этом агентство обращает внимание на то, что выделение отдельного лимита в части инструментов секьюритизации, например, в сегменте ипотеки должно происходить по отношению ко всем ипотечным бумагам, имеющим соответствующий уровень кредитного рейтинга, а не только ипотечных ценных бумаг, обеспеченных поручительством ДОМ.РФ. Для гармоничного развития рынка и предупреждения рисков концентрации на одном объекте риска, что в итоге может создать нагрузку на бюджет, важно создать условия для развития как секьюритизации на базе ДОМ.РФ, так и многотраншевых рыночных выпусков.

Агентство признает, что инструменты структурированного финансирования являются более сложными в оценке по сравнению с plainvanilla инструментами. На практике инвесторы при оценке рисков таких вложений в большей степени полагаются на мнение рейтинговых агентств, которые имеют больше ресурсов и возможностей (учитывая затраты на разработку модели и сбор статистики для нее) для оценки ожидаемых потерь по таким сделкам. В этой связи для минимизации рисков инвесторов агентство предлагает для инструментов структурированного финансирования, по которым есть привязка выплат к исполнению обязательств третьими лицами, для минимизации рисков вложений инвесторов включить в требования необходимость наличия рейтингов от двух кредитных рейтинговых агентств.

3. Выделение отдельного лимита на структурные облигации с привязкой к кредитному риску (CLN, credit-linked notes) из состава рискованного портфеля пенсионных резервов и накоплений НПФ

⁸Указание Банка России от 22 февраля 2017 г. № 4297-У "О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов», Указание Банка России от 22 февраля 2017 г. № 4298-У "О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов

Профиль рисков активов, которые попадают в 10%-ный рисковый лимит в составе пенсионных накоплений очень широк⁹. В него попадают как неликвидные акции и паи, так и облигации «выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции), и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами». В рамках портфеля пенсионных резервов также, согласно проекту Банка России¹⁰, планируется выделить 10%-ный лимит на «облигации, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок, темпа роста объема валового внутреннего продукта, уровня инфляции и курсов валют иностранных государств) и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами». Под эту категорию инструментов попадают CLN (creditlinkednotes), один из видов нового инструмента в российском праве, структурных облигаций. Состав рискового лимита возможно детализировать, выделив из него в отдельный лимит облигации, выплаты по которым привязаны к исполнению обязательств третьими лицами. В отношении таких облигаций в качестве критерия может использоваться кредитный рейтинг.

Кредитный рейтинг структурных облигаций является отражением уровня кредитного риска базового актива (контрольного лица) и эмитента. Право эмитента осуществить выплату менее номинала при кредитном событии в отношении контрольного лица соответствует тем рискам, который берет на себя инвестор, инвестируя в обычные облигации. Практика свидетельствует о том, что при дефолте необеспеченных облигаций инвестор в конечном итоге получает уровень возмещения близкий к 0%. Тот факт, что кредитный рейтинг структурных облигаций учитывает риски и эмитента, и контрольного лица, т.е. структурную компоненту, делает кредитный рейтинг наиболее эффективным критерием для ограничения рисков вложений в структурные облигации.

⁹Ст. 1.4.4. 580-П “Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих...”

¹⁰ Ст.5.14. Проект Указания Банка России “О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов, объектах инвестирования, в которые негосударственные пенсионные фонды имеют право самостоятельно размещать средства пенсионных резервов, и случаях, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных резервов, вправе заключать договоры репо” (по состоянию на 26.04.2019)

Агентство обращает внимание, что в текущих условиях регулирования в портфель пенсионных накоплений НПФ структурные облигации могут быть приобретены по критерию наличия кредитного рейтинга у эмитента. При этом риски структурной облигации не соответствуют рискам эмитента в отличие от большинства выпусков классических облигаций, поскольку содержат привязку к исполнению обязательств третьими лицами. В связи с этим необходимо включить требование о наличии кредитного рейтинга эмиссии в отношении структурных облигаций и невозможности использования критерия рейтинга эмитента в отношении структурных облигаций.

4. Выработка критериев по доступу неквалифицированных инвесторов к рынку структурных облигаций и создание локального определяющего комитета по выплатам по структурным облигациям

В октябре 2018 г. вступил в силу Федеральный закон № 75-ФЗ, установивший возможность выпуска структурных облигаций на российском рынке, однако до настоящего времени не состоялось ни одного рыночного размещения. Структурные облигации характеризуются повышенным риском и доходностью, так как предполагают погашение ниже номинала при наступлении определенных обстоятельств. Регулятивные ограничения инвестиций банков и институциональных инвесторов, отсутствие критериев для доступа на этот рынок неквалифицированных инвесторов оставляют этим инструментам небольшую аудиторию в виде профессиональных частных инвесторов. Однако, для них структурные облигации доступны и через иностранных участников и юрисдикции.

В условиях снижающихся ставок интерес к долговым инструментам с повышенной доходностью предъявляется со стороны розничных инвесторов, но их инвестиционный профиль не соответствует рискам структурных облигаций. Банк России допустил возможность инвестиций неквалифицированных инвесторов в структурные облигации, но с условием их соответствия определенным критериям.

Основные усилия в международной практике сосредоточены на выработке стандартов продаж и раскрытия информации о рисках таких продуктов. Требование к раскрытию рисков структурной облигации является обязательным условием для допуска розничных инвесторов, но не должно быть единственным. В части структурных облигаций для наиболее массового сегмента инвесторов могут быть установлены критерии по типу базового актива, лежащего в основе инструмента. Предпочтительными активами в этой связи являются долговые инструменты, как менее рискованные и волатильные инвестиции по сравнению с акциями или валютой. Таким структурным облигациям, платежи по которым

привязаны к кредитному событию по долговому инструменту контрольного лица, может быть присвоен кредитный рейтинг.

Кредитный рейтинг структурной облигации учитывает особенности определения кредитного события и кредитоспособность всех носителей кредитного риска, от которых зависит своевременность выплат инвестору: эмитента (брокера, дилера, банка), контрольного лица, контрагента, требования к которому выступают источником процентного дохода, банка залогового счета, контрагента по хеджированию (при наличии). Число носителей кредитного риска может меняться в зависимости от особенностей конкретного инструмента. Кроме того, причиной досрочного погашения облигации ниже номинала может быть не только дефолт по обязательствам контрольного лица, но и срабатывание триггеров на досрочное погашение или реструктуризация. При более широком определении кредитного события по сравнению с определением дефолта агентства в рейтинговую оценку бумаги закладывается понижающая корректировка относительно уровня кредитного риска контрольного лица.

Кредитный рейтинг контрольного лица является недостаточным для оценки рисков по структурной облигации, поскольку не учитывает риски самого эмитента в случае выпуска облигаций с баланса банка или брокера. Важно информировать инвесторов о том, что вложение средств в структурную облигацию Банка А с рейтингом ruBB с привязкой к кредитному риску компании Б с рейтингом ruAAA, это прежде всего риск размещения средств в Банке А с дополнительной структурной компонентой. Акцент на суверенном уровне риска контрольного лица не должен быть основой для продвижения продаж этих инструментов. Инвестор, купивший такую структурную облигацию, несет полный кредитный риск Банка А, вытекающий из всего спектра его операций и видов деятельности. Банк А, как правило, может не иметь в принципе на балансе обязательства компании Б, поскольку большая часть расчетов по таким инструментам проводится в денежной форме, и кредитное событие в отношении контрольного лица рассматривается лишь как независимый триггер.

В международной практике установлением факта кредитного события и назначением аукциона для определения уровня возмещения по таким инструментам занимается комитет Международной ассоциации свопов и деривативов (ISDA, International Swaps and Derivatives Association), что гарантирует независимость этих процедур. На российском рынке пока отсутствует подобный арбитр, имеющий уровень репутации и опыт ISDA, хотя ведется соответствующая работа на уровне СРО. В связи с этим есть вероятность возникновения конфликта интересов в части установления факта кредитного

события и определения уровня возмещения потерь для инвесторов в сделках, где роль расчетного агента будет выполнять сторона продавца инструмента. С учетом этого важно для большей прозрачности определения конечных выплат держателям облигаций в качестве критерия для допуска неквалифицированных инвесторов также включить требования о публичном характере обязательства контрольного лица и о привязке действий расчетного агента к положениям ISDA. В будущем после появления локального определяющего комитета и выработки независимых практик его работы возможна привязка действий расчетного агента к российскому комитету. Появление подобного российского коллегиального органа позволило бы расширить спектр доступных для структурирования инструментов, дополнив его локальными облигациями.

Участники рынка характеризуют степень проникновения финансовых услуг российского фондового рынка среди частных инвесторов как низкую и в то же время отмечают очень высокий потенциал роста этого сегмента. Степень проникновения инструментов фондового рынка среди корпоративных клиентов с точки зрения эмитентов акций и облигаций оценивается опрошенными участниками рынка как высокая. Фондовый рынок является основной площадкой для привлечения капитала отечественными компаниями. В то же время, активность в инвестировании средств корпоративными клиентами на рынке довольна низкая. Причина кроется в относительно высоких реальных (с учетом инфляции) ставках по депозитам в условиях необходимости сохранения высокой ликвидности средств в интересах бизнеса. Самый высокий уровень проникновения финансовых услуг российского фондового рынка отмечается среди институциональных клиентов (НПФ, страховые компании и другие финансовые организации), что обусловлено непосредственно спецификой их бизнеса.

Перед российской пенсионной системой стоит ряд серьезных вызовов, связанных с необходимостью повышения ее эффективности. Большинство участников опроса сходятся во мнении, что негосударственный сектор пенсионной системы находится в фазе стагнации. В качестве основных тому причин были названы неустойчивость государственной пенсионной политики, мораторий на накопительную часть пенсии, инфраструктурные барьеры для заключения договоров ОПС, пренебрежение добровольным элементом пенсионных накоплений, а также непрерывно растущие расходы на соответствие требованиям регулирования. Преодолевать эти барьеры необходимо на всех уровнях системы –

государственном, региональном, корпоративном и частном. Эффективность пенсионной системы может быть повышена за счёт стимулирования новых притоков в добровольную часть, устранения значительных ограничений при инвестировании и размещении пенсионных средств, снижения регуляторной нагрузки, увеличении времени при проведении реформ и подготовке к реформированию.

Среди ключевых рисков, связанных с инвестированием страховых резервов и собственных средств, участники рынка назвали валютный риск, риски ликвидности, дефолта, изменения процентной ставки, а также расширения санкций. Страховые компании оценивают результативность размещения средств страховых резервов и капитала как удовлетворительную. Опрошенные отметили, что текущий инструментарий и регуляторные ограничения позволяют выполнять планы в части инвестиционного дохода лишь в консервативном сценарии. В то же время, со стороны клиентов в последнее время наблюдается спрос на более рискованные и потенциально более доходные стратегии инвестирования, реализация которых затрудняется действующим регулированием. Расширить возможности страховых компаний по инвестированию в биржевые инструменты и эффективность вложений позволили бы снижение регуляторной нагрузки, упрощение действующей регуляторной нормативной базы и настройка параметров стресс-тестирования с учетом специфики бизнеса страховщиков жизни.

Инвестирование средств частных инвесторов в финансовые инструменты, обращающиеся на биржевом рынке, сдерживает негативная динамика реальных располагаемых доходов, сравнительно низкая финансовая грамотность населения, отсутствие привычки к инвестициям, недоверие к финансовой сфере, а также недостаточная информированность о возможностях инвестирования в продукты фондового рынка. Расширение ассортимента инструментов, представленных на фондовом рынке, уравнивание налогообложения доходов от фондовых инструментов с банковскими депозитами и популяризация идеи инвестирования могли бы способствовать более активному притоку новых клиентов и средств на фондовый рынок.

Таким образом, очевиден огромный потенциал рынка коллективных инвестиций, который, тем не менее, сдерживается рядом существующих регуляторных, законодательных, инфраструктурных и прочих барьеров.

Некоторые из них носят фундаментальный характер: невысокие темпы экономического роста, «заморозка» накопительной пенсии, санкционные риски, низкие доходы населения и недостаточная финансовая грамотность.

4. Рекомендации Московской Биржи по развитию рынка коллективных инвестиций России.

Выявленные фундаментальные ограничения, препятствующие поступательному и постепенному развитию российского рынка коллективных инвестиций, требуют системного подхода к мерам стимулирования на федеральном уровне, реализация которого возможна в долгосрочной перспективе. С другой стороны, инфраструктурные и регуляторные барьеры можно устранить в средне- и краткосрочной перспективе, что даст позитивный импульс развитию рынка. В первую очередь, это ограниченность инструментов на биржевом рынке, недостаточная эффективность взаимодействия участников, нехватка механизмов налогового стимулирования и высокая зарегулированность деятельности профучастников и самих инвесторов.

Опираясь на исследование и изложенные выводы, необходимо предпринять следующие шаги:

4.1. Регуляторные и инфраструктурные меры.

НПФ

1. Отменить требования по инвестированию пенсионных накоплений только через управляющую компанию.
2. Расширить список инструментов инвестирования пенсионных накоплений за счет клиринговых сертификатов участия, драгоценных металлов, депозитов в центральном контрагенте, БПИФ.
3. Передать спецдепозитариям функционал по учету в целях спецдепозитарного контроля для снижения нагрузки на НПФ.
4. Предусмотреть отдельные лимиты для инвестирования пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ в ипотечные ценные бумаги и структурные облигации с привязкой к кредитному риску (CLN).

Управляющие компании

1. Смягчить требования к расчету минимальной доли ликвидной части в ПИФ.
2. Предпринять меры по ускорению выдачи инвестиционных паев.
3. Создать стимулы для расширения географии деятельности УК.

4. Разработать схематичный формат с информацией о соотношении риск/доходность и срочности фонда (по аналогии с «рискометром» на примере Индии, см. Рис.4).
5. Предоставить возможность при идентификации клиентов использовать данные, накопленные организатором торговли.
6. Предоставить возможность внесения наличных и переводов с электронных кошельков в фонды для населения (с ограничением максимальной суммы).
7. Разработать регулирование деятельности инвестиционных фондов, инвестирующие в инструменты с повышенным риском (хедж-фондов).
8. Обеспечить возможность первичного размещения ЗПИФ недвижимости на организованных торгах.
9. Принять нормативный акт Банка России по допуску ценных бумаг иностранных биржевых инвестиционных фондов к организованным торгам.

Страховые компании

1. Разрешить при инвестировании страховых резервов и собственных средств включение в портфели страховых компаний акций не только из высшего котировального списка.
2. Включить остатки денежных средств на брокерских счетах (при условии высокого кредитного рейтинга) в перечень разрешенных активов при инвестировании страховых резервов.
3. Расширить возможности по инвестированию страховых резервов и собственных средств в ценные бумаги и инструменты срочного рынка, допущенные к организованным торгам.
4. Способствовать распространению электронных каналов продаж при ужесточении требований к ним для защиты прав застрахованных.
5. Разрешить сделки РЕПО при инвестировании страховых резервов.

Общие для НПФ, УК и СК

1. Исключить избыточные требования и дублирование форм/содержания отчетности в целях снижения нагрузки по ведению учета и формированию отчетности, передав функционал спецдепозитариям.
2. Перейти на пропорциональное рейтинговое регулирование (допустить невысокую долю вложений с низким рейтингом при диверсификации инвестиционного портфеля).

3. Оптимизировать ИТ-инфраструктуру с учетом новых технологий организаторами и участниками торгов, профессиональными участниками, финансовыми организациями.
4. Сократить количество и унифицировать раскрываемые ценовые параметры.
5. Определить и явно отразить факт перехода прав на купон в случае дефолта и продажи ценных бумаг на бирже для исключения неоднозначного толкования.
6. Ввести прозрачную агрегированную комиссию за управление активами.
7. Расширить инвестиционные возможности за счет новых инструментов (новые акции IPO/SPO, акции из второго котировального списка, новые корпоративные облигации с высокими кредитными рейтингами, новые выпуски ОФЗ с большей вариативностью по срокам, БПИФ, иностранные инструменты, прошедшие процедуру листинга).
8. Предусмотреть возможность использования кредитного рейтинга при инвестировании в структурные продукты.
9. Принять нормативный акт Банка России, устанавливающий критерии структурных облигаций, доступных для неквалифицированных инвесторов.

4.2. Налоговые меры.

НПО

1. Увеличить размер налогового вычета для физических лиц с суммы уплаченных взносов по НПО со 120 тыс. руб. до 400 тыс. руб.
2. Повысить для работодателей предел расходов на взносы по НПО (сейчас ограничены 12% от ФОТ).
3. Дифференцировать социальные налоговые вычеты, связанные с НПО, для разных возрастных групп.

Общие для НПО, УК и СК

1. Отменить налог на дивиденды.
2. Ввести дополнительные налоговые льготы по инвестированию в бумаги МСП по аналогии с РИИ.
3. Увеличить предельный размер налогового вычета для физических лиц по доходам, полученным при реализации ценных бумаг.

4. Увеличить предельный размер взноса на ИИС типа Б.
5. Исключить валютную переоценку при инвестировании в ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, из налогообложения по аналогии с действующими условиями для еврооблигаций Минфина России.
6. Предоставить брокерам и управляющим функции налогового агента при выплате физическим лицам дохода по ценным бумагам иностранных эмитентов.
7. Рассмотреть возможность налоговых льгот при долгосрочном владении паями ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.
8. Освобождение от НДФЛ купонного дохода по корпоративным и государственным облигациям, входящего в цену сделки, при совершении сделок на вторичном рынке.
9. Определение порядка налогообложения дивидендов, передаваемых по операциям РЕПО, заключенным с участием центрального контрагента.

4.3. Законодательные, федеральные и прочие меры

НПФ

1. Создать систему гарантирования добровольных сформированных пенсионных накоплений.
2. Увеличить лимит использования бюджетных средств для финансирования НПО в государственных образовательных и медицинских учреждениях
3. Стимулировать развитие НПО в государственных компаниях и допуск всех НПФ к предоставлению соответствующей услуги на условиях открытых конкурсов.
4. Распространить программу дополнительного пенсионного обеспечения отдельных категорий граждан на другие регионы РФ (например, по аналогии с программой, реализуемой в ХМАО РФ).

Общие для НПФ, УК и СК

- Повышение качества корпоративного управления эмитентов.
- Развитие национального проекта по повышению финансовой грамотности населения и компетенции участников рынка в целях:
 - популяризации идеи инвестирования;
 - борьбы с недобросовестным поведением на рынке и мошенничеством;
 - повышения доверия к финансовой системе в целом;
 - повышения информационной прозрачности рынка.

Заключение

В заключении стоит отметить, что участники российского рынка коллективных инвестиций характеризуют степень проникновения финансовых услуг рынка капитала среди частных инвесторов как относительно невысокую, но в то же время отмечают высокий потенциал роста этого сегмента в будущем. Степень проникновения инструментов фондового рынка среди корпоративных клиентов с точки зрения эмитентов акций и облигаций оценивается участниками рынка как довольно высокая. Фондовый рынок является основной площадкой для привлечения капитала отечественными компаниями. Однако, активность при инвестировании средств корпоративными клиентами на рынке довольно низкая. Самый высокий уровень проникновения финансовых услуг российского фондового рынка отмечается среди институциональных клиентов - НПФ, страховых и инвестиционных компаний, что обусловлено непосредственно спецификой их бизнеса.

Перед российской пенсионной системой стоит ряд серьезных вызовов, связанных с необходимостью повышения ее эффективности. Большинство опрошенных сходятся во мнении, что негосударственный сектор пенсионной системы находится в фазе стагнации. Основной причиной недостаточного развития индустрии НПФ служит невозможность строить долгосрочные планы развития из-за неопределенности вокруг будущих пенсий и федерального проекта ИПК/ГПП. Кроме того, на развитие негосударственного пенсионного страхования негативно влияют инфраструктурные барьеры для заключения договоров ОПС, неразвитость добровольного элемента пенсионных накоплений, а также непрерывно растущие расходы на соответствие требованиям регулирования. Преодолевать эти барьеры необходимо на всех уровнях системы – государственном, региональном, корпоративном и частном. Эффективность пенсионной системы может быть повышена за счёт стимулирования новых притоков в добровольную часть, устранения значительных ограничений при инвестировании и размещении пенсионных средств, снижения регуляторной нагрузки, увеличении времени при проведении реформ и подготовке к реформированию.

Среди ключевых рисков, связанных с инвестированием страховых резервов и собственных средств, участники рынка отметили валютный риск, риски

ликвидности, дефолта, изменения процентной ставки, а также расширения санкций. Страховые компании оценивают результативность размещения средств страховых резервов и капитала как удовлетворительную. Опрошенные считают, что текущий инструментарий и регуляторные ограничения позволяют выполнять планы в части инвестиционного дохода лишь в консервативном сценарии. В то же время, со стороны клиентов в последнее время наблюдается спрос на более рискованные и потенциально более доходные стратегии инвестирования, реализация которых затрудняется избыточными ограничениями со стороны действующего регулирования. Таким образом, упрощение действующей регуляторной нормативной базы и настройка параметров стресс-тестирования с учетом специфики бизнеса страховщиков жизни позволили бы расширить возможности страховых компаний по инвестированию в биржевые инструменты и повысить эффективность вложений.

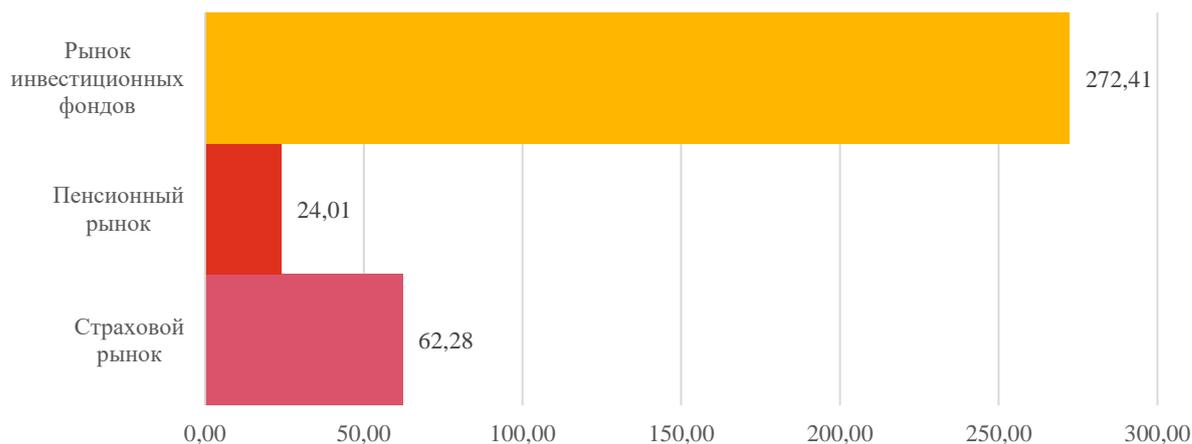
Инвестирование средств частных инвесторов в финансовые инструменты, обращающиеся на биржевом рынке, сдерживает негативная динамика реальных располагаемых доходов, сравнительно низкая финансовая грамотность населения, отсутствие привычки к инвестициям, недоверие к финансовой сфере, а также недостаточная информированность о возможностях инвестирования в продукты фондового рынка. Поэтому расширение ассортимента инструментов, представленных на биржевом и внебиржевом рынках, уравнивание налогообложения доходов от фондовых инструментов с банковскими депозитами и популяризация идеи инвестирования могли бы способствовать более активному притоку новых клиентов и средств на рынок коллективных инвестиций.

Приложение 1. Общая характеристика рынка коллективных инвестиций Индии

Индия является одной из наиболее динамично развивающихся стран, за период с 2013 по 2018 год рост капитализации бирж превысил 83%¹¹.

Рынок коллективных инвестиций представлен паевыми инвестиционными фондами, государственными и негосударственными пенсионными фондами, а также страховыми компаниями. Объемы рынков коллективных инвестиций представлены на графике.

Объемы рынков коллективных инвестиций Индии в 2016 г., млрд. долл.



Источник данных: Fitch Solutions, Global Economy.com и Association of Mutual Funds in India

Привлечение инвестиций осуществляется на государственном уровне на основе секторального принципа, то есть стимулирующие меры направлены на инвестирование в отдельные отрасли экономики. Сайт содействия иностранным инвесторам: <https://www.investindia.gov.in/>

Регуляторы рынков

- **Securities & Exchange Board of India (SEBI)** является регулятором рынка ценных бумаг¹². Основные функции SEBI включают защиту интересов инвесторов, продвижение и регулирование индийских рынков ценных бумаг. Также SEBI регулирует деятельность инвестиционных фондов
- **Reserve Bank of India (RBI)** отвечает за реализацию денежно-кредитной политики, выпуск монет и банкнот, является регулятором банковской системы, а также регулятором валютных рынков¹³

¹¹ World Bank Open Data.

¹² Securities and Exchange Board of India Act, 1992. - URL: https://www.sebi.gov.in/sebi_data/attachdocs/1456380272563.pdf (дата обращения 2019-10-01).

¹³ Reserve Bank of India/About. - URL: <https://www.rbi.org.in/Scripts/AboutusDisplay.aspx#EP> (дата обращения 2019-10-01).

- **Insurance Regulatory and Development Authority of India (IRDAI)** является регулятором страховой деятельности¹⁴
- **The Pension Fund Regulatory and Development Authority (PFRDA)** является регулятором национальной пенсионной системы¹⁵

Биржи

Список бирж, признаваемых регулятором SEBI¹⁶:

Фондовые биржи Индии

№	Наименование биржи	Биржа является активной до
1	BSE Ltd.	Постоянно
2	Calcutta Stock Exchange Ltd.	Постоянно
3	India International Exchange (India INX)	28 декабря 2019 года
4	Metropolitan Stock Exchange of India Ltd.	15 сентября 2020 ¹⁷ года
5	National Stock Exchange of India Ltd.	Постоянно
6	NSE IFSC Ltd.	28 мая 2020 года

В 2012 г. SEBI ужесточил регуляторные меры для региональных бирж, что привело к добровольному уходу с рынка 18 бирж¹⁸. В 2013 году Калькуттская фондовая биржа прекратила торговлю на C-STAR (CSE ONLINE Screen-based Trading And Reporting System)¹⁹.

¹⁴ Insurance Regulatory And Development Authority Of India Act, 1999. - URL: https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral_NoYearLayout.aspx?page=PageNo108&flag=1 (дата обращения 2019-10-01).

¹⁵ The Pension Fund Regulatory And Development Authority Act, 2013. - URL: <http://legislative.gov.in/sites/default/files/A2013-23.pdf> (дата обращения 2019-10-01).

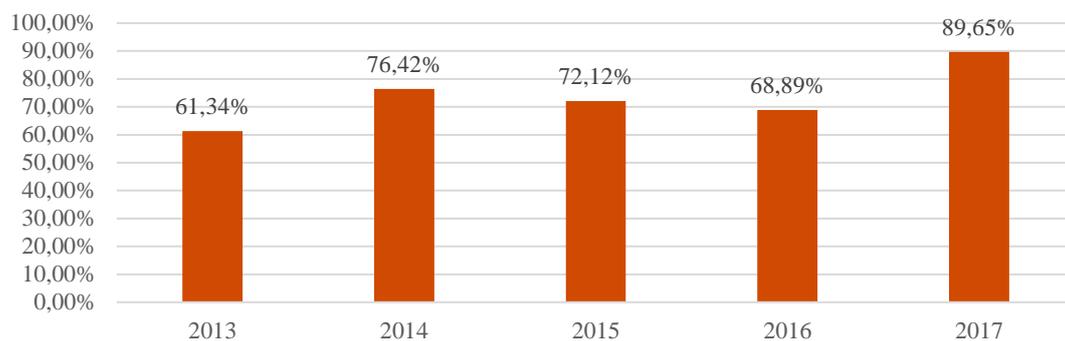
¹⁶ <https://www.sebi.gov.in/stock-exchanges.html>

¹⁷ Securities and Exchange Board Of India Notification No. SEBI/LAD-NRO/GN/2019/31. – URL: https://www.msei.in/Gazette_Notification_MSEI%20Renewal_of_Recognition_dated_September_13_2019.pdf (дата обращения 2019-10-01).

¹⁸ 15 regional stock exchanges to shut operations as Sebi deadline approaches. - URL: <https://www.livemint.com/Money/foV0xOfxkv4GSJjQ5z1PUL/15-regional-stock-exchanges-to-shut-operations-as-Sebi-deadl.html> (дата обращения 2019-10-01).

¹⁹ Calcutta Stock Exchange suspends trading on C-star after SEBI directive. - URL: <https://economictimes.indiatimes.com/calcutta-stock-exchange-suspends-trading-on-c-star-after-sebi-directive/articleshow/19384305.cms> (дата обращения 2019-10-01).

Капитализация бирж Индии, в % к ВВП



Источник: World Bank Open Data

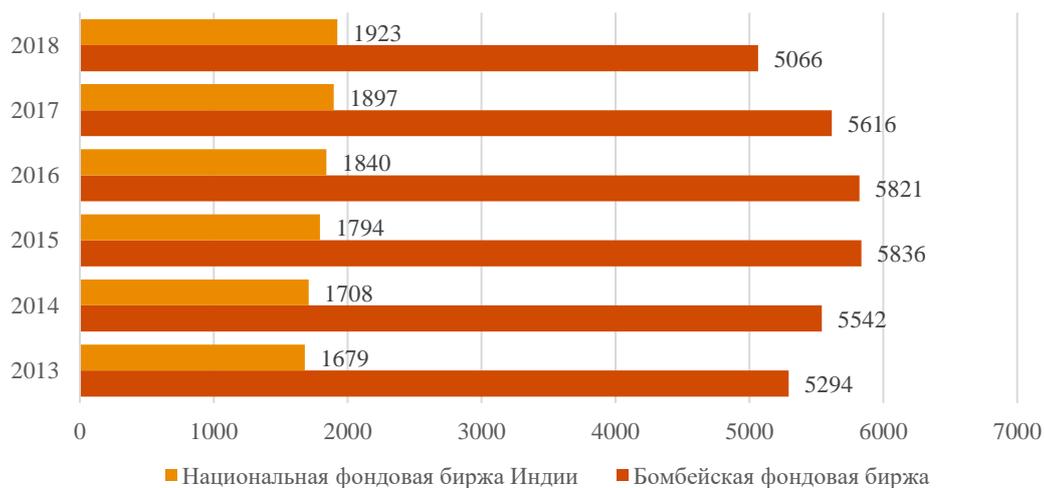
Капитализация основных бирж Индии и количество размещенных компаний:

Капитализация Бомбейской фондовой биржи и Национальной фондовой биржи Индии, млн. долл.



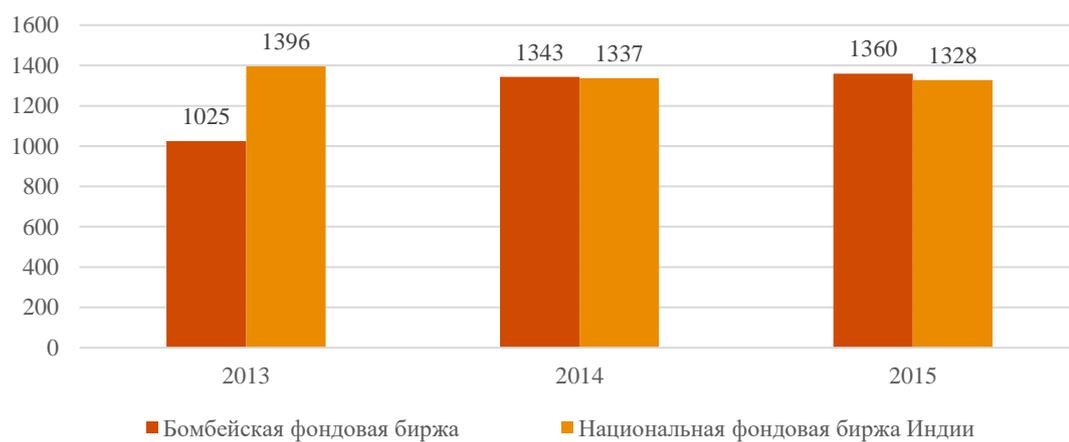
Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Количество компаний, размещенных на Бомбейской фондовой бирже и Национальной фондовой бирже Индии



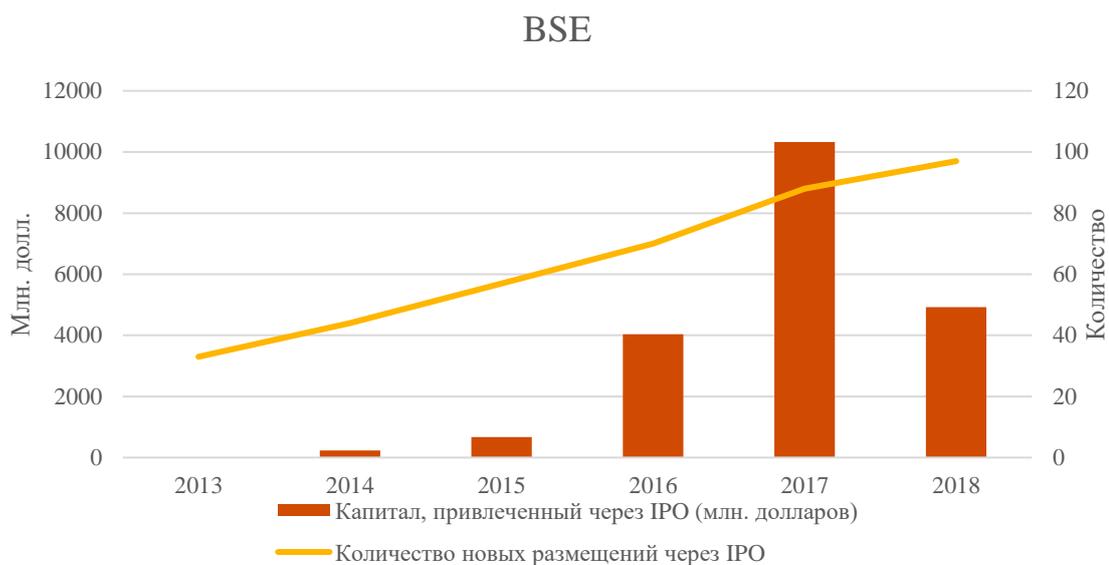
Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Количество участников фондового рынка



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

ИПО на Бомбейской фондовой бирже



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

ИПО на Национальной фондовой бирже



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

В рамках анализа налогового регулирования не было идентифицировано специфических мер, направленных на содействие развитию рынка коллективных инвестиций. Общий механизм налогообложения предполагает уплату налога с капитальных доходов (англ. – Capital gains tax) со ставкой, изменяющейся в зависимости от длительности удержания финансового инструмента – 15% при удержании до 1 года и 10% по истечении этого срока²⁰.

²⁰ PwC Worldwide Tax Summaries Online - URL: <http://taxsummaries.pwc.com/> (дата обращения 2019-10-01).

Национальная фондовая биржа Индии

Национальная фондовая биржа Индии является крупнейшей по капитализации (National Stock Exchange of India Limited (NSE)) и одним из лидеров по внедрению новых инструментов торговли²¹.

Основные меры по развитию Национальной фондовой биржи Индии²²

Год	Основные меры по развитию биржи
2012	<ul style="list-style-type: none"> • Начаты торги фьючерсами и опционными контрактами на базе Индекса FTSE 100. • Запущена платформа EMERGE, предназначенная для листинга и торгов бумагами средних и малых компаний, которые недостаточно велики для того, чтобы торговаться на основной платформе.
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Запущена платформа «Новый Долговой сегмент» (NDS). Платформа согласованной торговой отчетности работает с ценными бумагами с фиксированным доходом и быстро завоевывает позиции на рынке. До недавнего времени рынок был неформальным, и большинство сделок напрямую заключались между различными участниками. Открытие NSE этого сегмента привело к прозрачности и эффективности заключения сделок на долговом рынке.
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Запущена платформа NMF-II – платформа для паевых инвестиционных фондов²³. <ul style="list-style-type: none"> ○ Совет по ценным бумагам и биржам Индии разрешил дистрибьюторам взаимных фондов использовать инфраструктуру биржи для облегчения операций с взаимными фондами для своих клиентов. Чтобы предоставить возможность дистрибьюторам и членам биржи получить доступ к инфраструктуре, для выполнения операций с взаимными фондами, NSE разработала онлайн-платформу NMF II, облегчающую подписку, погашение, использование инструментов Систематический инвестиционный план (SIP), Систематический план вывода средств (SWP), Систематический план перевода (STP), Switch и другие транзакции паев взаимных фондов. • Запущен сегмент NBF II для фьючерсов, основанных на процентной ставке. На платформе размещены ПФИ, основанные на 6-, 10- и 13-летних государственных бондах (Government of India Security (NBF II)) и 91-дневных казначейских облигациях (Government of India Treasury Bill (91DTB)). • Запущена торговля на India VIX Index futures²⁴. India VIX – это первый в Индии индекс волатильности, который является ключевым показателем рыночных ожиданий краткосрочной волатильности. India VIX рассчитывается NSE на основе книги заказов NIFTY Options. • Начата торговля по индексу NIFTY 50 (на тот момент CNX NIFTY) на бирже Осаки.
2016	<ul style="list-style-type: none"> • Запущены фьючерсы NIFTY 50, торгующиеся на TAIFE (Тайваньская биржа фьючерсов). • Запущена платформа для выпуска суверенных долговых облигаций.

²¹ NSE 26th annual report - URL: https://www.nseindia.com/global/content/about_us/nseannualreport26agm.pdf (дата обращения 2019-10-01).

²² Там же.

²³ NSE Mutual Fund Platform. - URL: <https://www.nsenmf.com/Html/MFFAQ.aspx> (дата обращения 2019-10-01).

²⁴ VIX Frequently Asked Questions. - URL: https://www.nseindia.com/content/indices/FAQs_on_India_VIX.pdf (дата обращения 2019-10-01).

Год	Основные меры по развитию биржи
	<ul style="list-style-type: none"> Запущена электронная платформа для формирования заказов для частного размещения долговых ценных бумаг.
2017	<ul style="list-style-type: none"> Представлена биржа NSE IFSC – международная фондовая биржа в Индии 1st IFSC SEZ at GIFT City Gandhinagar (в специальной экономической зоне GIFT City – первый в Индии оперативный умный город и международный центр финансовых услуг.)
2018	<ul style="list-style-type: none"> Запущена платформа для трехстороннего рынка РЕПО в долговом сегменте и «e-Gsec» платформа для неконкурентных торгов, Датированных индийских государственных ценных бумаг (G-Sec) и казначейских обязательств (T-bills). Запущены валютные ПФИ на Non-FCYINR pairs. Запущен NIFTY SME Индекс, 72 индекса с фиксированным доходом и 3 гибридных индекса. <ul style="list-style-type: none"> На 30 августа 2019 года в индекс были включены 146 компаний, вес которых в индексе не превышает 4%²⁵. Чтобы стать частью NIFTY SME EMERGE, акции должны соответствовать следующим критериям: <ul style="list-style-type: none"> Акции должны быть перечислены под платформой NSE EMERGE. <ul style="list-style-type: none"> На момент ежеквартального обзора акции должны были торговаться минимум 25% торговых дней, при этом как минимум 10 торговых дней приходилось на предыдущие 3 месяца. Минимальное количество составляющих в индексе – 20. Подписан Меморандум о взаимопонимании (memorandum of understanding) для усиления взаимодействия с фондовой биржей Коломбо (CSE).

Бомбейская фондовая биржа

Основные меры по развитию Бомбейской фондовой биржи²⁶

Год	Основные меры по развитию биржи
2013	BSE запускает «BSEIndia Mobile» – бесплатное мобильное приложение, позволяющее инвесторам следить за рынками в режиме реального времени. Оно предоставляет инвесторам прямой доступ ко всем индексам биржи. Приложение позволяет инвесторам отслеживать движение цены акций в любое время суток.
	BSE начинает торговлю производными инструментами с валютой и процентными ставками в качестве базовых активов.
	Eurex Group и Бомбейская фондовая биржа объявляют о технологическом альянсе
2014	BSE – первая биржа, которая запустила бета-версию e-Boss (системы надзора за участниками).
	BSE запускает институциональную торговую платформу на BSE для субъектов МСП.
	BSE запускает новый долговой сегмент.
	BSE начинает торговлю фьючерсными контрактами с базовым активом процентной ставкой (IRF) по 10-летним государственным ценным бумагам.
	BSE обновляет свою торговую платформу Bolt Plus.
	BSE представляет DPC (Direct Payout of units to Clients – прямой перевод паев клиентам) на платформе BSE StAR MF.
BSE создала три новых центра обслуживания инвесторов.	

²⁵ NSE NIFTY SME EMERGE factsheet. - URL: https://www.nse-india.com/content/indices/Factsheet_NIFTY_SME_EMERGE_Index.pdf (дата обращения 2019-10-01).

²⁶ BSE Media release <https://www.bseindia.com/markets/MarketInfo/MediaRelease.aspx> (дата обращения 2019-10-01).

Год	Основные меры по развитию биржи
	<p>Акционеры BSE одобрили слияние BSE и Объединенной фондовой биржи Индии (USE).</p> <p>Выпуск основного циркуляра по всем вопросам, связанным с листингом.</p> <p>SEBI инициировала процесс формализации своего подхода, основанного на оценке риска, к надзору за посредниками на рынке, включая фондовых брокеров, в соответствии с лучшими мировыми практиками.</p>
2015	<p>Asia Index Private Limited выпускает:</p> <ul style="list-style-type: none"> • S&P Индекс стабильности дивидендов BSE <p>Четыре индекса S&P BSE Factor:</p> <ul style="list-style-type: none"> • семейство S&P BSE AllCap Index; • индексы S&P BSE AllCap, S&P BSE SENSEX и обратные индексы; • индексы S&P BSE MidCap Select и S&P BSE SmallCap Select; • производственный индекс S&P BSE India. <p>BSE вводит контракты двойных и парных опционов в сегменте валютных дериватов.</p> <p>BSE внедрила API для новых функций на платформе BSE StAR MF.</p> <p>BSE запускает решение XBRL для онлайн-подачи информации об акционерах и финансовых результатов.</p> <p>BSE обеспечила небанковские кредитные организации возможностью сдавать отчетность о данных залогов онлайн.</p> <p>BSE облегчает открытие счета в соответствии с инициативой SEBI.</p> <p>BSE представляет инвестиционный продукт «овернайт».</p> <p>BSE представляет новую услугу – направление сообщений с подтверждением заказа.</p> <p>BSE стала первой биржей в Индии, которая внедрила PTP (Precision Time Protocol – Протокол точного времени).</p> <p>Внедрение потока рыночных данных Order-By-Order BSE и пробной торговой сессии в сегменте капитала.</p> <p>Индийская клиринговая корпорация (ICCL) обеспечила возможность электронного подтверждения банковских гарантий, выданных в пользу ICCL, в отношении требований к ликвидным активам (залоговому обеспечению) для участников клиринга.</p> <p>Индийские эмитенты получают новый доступ к информации об основных акционерах.</p> <p>Функциональность проверки предотвращения кросс-сделок на основе PAN для сегмента производных ценных бумаг.</p> <p>Asia Index Private Limited запускает индексы S & P BSE Gold Hedged.</p> <p>BSE вводит механизм торговли на основе «чистой цены» для избранной группы корпоративных и государственных облигаций. Это делается для того, чтобы обеспечить прозрачность ценообразования при торговле корпоративными и государственными облигациями.</p> <p>BSE внедряет механизм искусственного интеллекта для обнаружения слухов в целях противодействия инсайдерскому трейдингу.</p> <p>BSE публикует таксономию XBRL для открытого доступа.</p> <p>BSE доработала нормы для отсроченного представления / непредставления данных, относящихся к надзору за рисками.</p>
2016	<p>BSE запускает веб-портал для RTA (Registrars and Share Transfer Agents – Регистраторы и агенты по передаче акций) для системного раскрытия информации.</p> <p>BSE запускает проверку для предотвращения разворотов в сегменте деривативов.</p> <p>BSE запускает среду тестирования алгоритмов торговли для участников.</p> <p>BSE представляет голосовой поиск в новой версии мобильного приложения BSEIndia для телефонов на ОС Android.</p> <p>BSE запускает электронный механизм для выпуска долговых ценных бумаг на условиях частного размещения.</p> <p>Запущена платформа BSE Online для системы суверенных «золотых» облигаций RBI (Чтобы упростить систематическую торговлю SGB (суверенными «золотыми» облигациями), биржа ввела возможность онлайн-сбора заявок на их эмиссию. Биржа</p>

Год	Основные меры по развитию биржи
	<p>получила одобрение от RBI, чтобы действовать в качестве приемного пункта для выпусков SGB. Онлайн средство сбора заявок доступно участникам торгов в сетевой системе iBBS.</p> <p>Принятие 2,75% суверенных «золотых» облигаций (SGB) в качестве обеспечения требований (ликвидные активы) от участников</p> <p>В дополнение к существующему списку приемлемых залоговых депозитов (ликвидных активов) участники также могут размещать облигации 2,75% Sovereign Gold Bond.</p> <p>100% дочерняя компания BSE, Marketplace Tech Infra Services, начинает работу с торговой платформой BEST на базе Thomson Reuters.</p> <p>Asia Index Private Limited запускает индекс S&P BSE Bharat 22 и S&P BSE SENSEX Next 50.</p> <p>BSE внедрила новую систему подачи корпоративных объявлений для мгновенного распространения информации о корпоративных действиях.</p> <p>BSE запускает фьючерсы на S&P BSE SENSEX 50.</p>
2017	<p>BSE представляет «S + Framework» для расширенного мониторинга для компаний, торгующихся на главной платформе BSE (BSE Exclusive Main Board Companies).</p> <p>Электронная система подачи заявок BSE (BEFS) успешно запускает представление идентификационного номера GST (GSTIN).</p> <p>Управляющие соглашаются оплачивать услуги BSE за транзакцию на двусторонней основе за услуги платформы BSE StAR MF.</p> <p>Ряд банков получил возможность электронного мандата на BSE StAR MF и 32 из 37 управляющих компаний, на которые приходится 80% всех активов под управлением, согласны платить комиссию за транзакции BSE.</p> <p>Asia Index Private Limited выпускает S&P Private banks index BSE и S&P Индекс ставок арбитража BSE.</p> <p>BSE внедрила глобальный стандарт отчетности XBRL, который будет принят всеми биржами в Индии.</p>
2018	<p>BSE запускает «BSE Startups», новую платформу для предпринимателей для листинга стартапов.</p> <p>BSE запускает «чатбот», «Ask Motabhai», для более быстрого и удобного доступа к информации о фондовом рынке.</p> <p>BSE запустила «BSE-Direct» для розничных инвесторов по неконкурентным торгам G-sec и ГКО.</p> <p>BSE запустила систему стимулирования для участников торгов по неконкурентным торгам G-sec и ГКО.</p> <p>BSE начала торговлю фьючерсами с базовыми активами золото и серебро.</p> <p>BSE начинает торговлю фьючерсными контрактами на оманскую неочищенную нефть в секции товарных деривативов.</p> <p>BSE начала торговлю товарными деривативами.</p> <p>BSE отказывается от транзакционных сборов в сегменте акций индекса S&P BSE SENSEX 30.</p> <p>BSE стала первой индийской биржей, которая признана SEC на рынке ценных бумаг в оффшорной зоне США.</p> <p>Взаимный фонд BSE StAR внедряет механизм электронного мандата.</p> <p>Marketplace Tech Infra Services и Legasis Services приняли решение о партнерстве для совместного продвижения решений по комплаенс, этике и управлению компаниям различных отраслей.</p> <p>BSE запустили сервис для публикации рыночных данных в Google Assistant.</p>

Типы субъектов коллективных инвестиций

Количество размещенных инвестиционных фондов на Национальной фондовой бирже Индии



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Паевые инвестиционные фонды

Регулятор

Деятельность инвестиционных фондов в Индии регулируется Советом по ценным бумагам и биржам (SEBI).

Основные законодательные акты, регулирующие деятельность паевых инвестиционных фондов:

- Акт о комиссии по ценным бумагам и биржам Индии (Securities and Exchange Board of India Act, 1992);
- Правила регулирования для ПИФ (SEBI (Mutual Funds) Regulations, 1996).

Особенности организационной структуры ПИФ

Инвестиционный фонд создается в форме траста, в который входят²⁷:

- Спонсор (учредитель траста);
- Доверительный управляющий («trustee»);

²⁷ SEBI Investments in Mutual Funds – FAQs. - URL: https://www.sebi.gov.in/sebi_data/faqfiles/may-2017/1494501305219.pdf (дата обращения 2019-10-01).

- Управляющая компания;
- Кастодиан.

Спонсор (Sponsor) – лицо, в одиночку или совместно с другими лицами, осуществляющее регистрацию инвестиционного фонда. Спонсор формирует траст, назначает доверительных управляющих, а также обладает правом назначения управляющей компании или менеджера фонда.

Доверительный управляющий (Trustee) – инвестиционный фонд может находиться под управлением доверительного управляющего (Совета доверительных управляющих). Совет доверительных управляющих регулируется Indian Trust Act, а трастовая компания - Companies Act 1956 г. Доверительные управляющие выступают в защиту интересов инвесторов. Они не осуществляют управления портфелем инвестиций напрямую и осуществляют назначение управляющей компании (с разрешения регулятора) для управления фондом. Доверительные управляющие одобряют предложения по введению новых или изменению текущих планов инвестирования от управляющей компании.

Доверительные управляющие играют ключевую роль по обеспечению соблюдения требований регулятора.

Управляющая компания (УК, Asset Management Company) – назначается доверительными управляющими для управления средствами фонда. Функции УК находятся под надзором собственного Совета директоров и доверительных управляющих фонда, а также регулятора. Рыночный регулятор установил минимальный лимит по количеству независимых директоров для обеспечения независимости работы УК.

Функции УК включают в себя:

- осуществление покупки и продажи в соответствии с трастовым договором;
- предоставление информации собственникам фонда по вопросам, которые могут иметь существенное влияние на их интересы;
- соблюдение Руководств по инвестированию, установленных Ассоциацией инвестиционных фондов Индии и регулятором;
- своевременное раскрытие количественных показателей для инвесторов фонда.

Кастодиан (Custodians) – лицо, ответственное за хранение информации о сделках управляющей компании. Кастодиан также ответственен за организацию хранения документарных ценных бумаг. Бездокументарные ценные бумаги хранятся в депозитариях. Кастодиан выполняет операции по поручению УК под надзором доверительных управляющих.

Регулирование инвестиционной деятельности

В отношении инвестиционных фондов установлен риск-ориентированный подход к регулированию инвестиций, что означает, в частности, отсутствие строгих детализированных лимитов и требований к активам²⁸.

При этом установлены следующие требования к инвестированию²⁹:

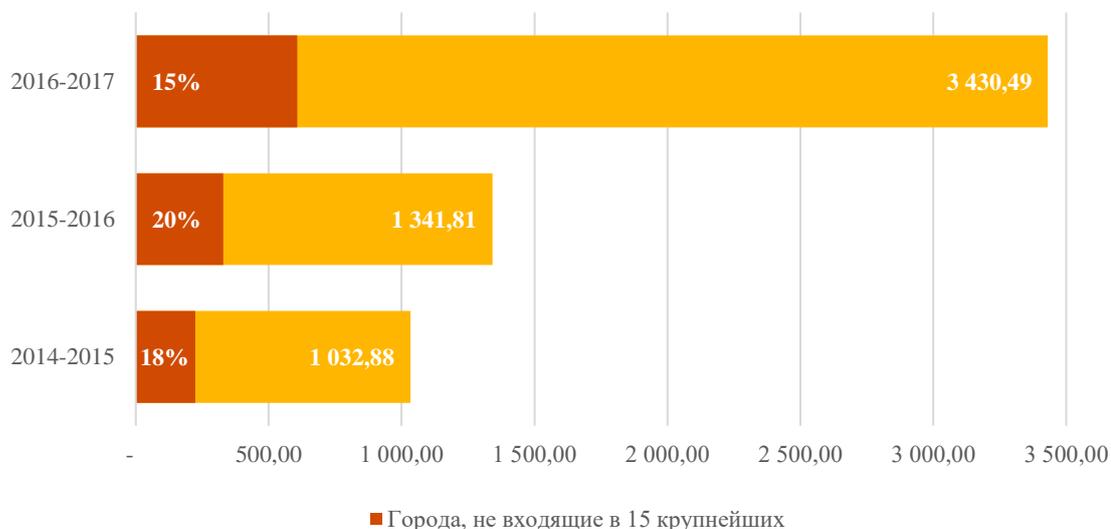
- ПИФ может инвестировать в инструменты денежного рынка, облигации закрытых подписок, секьюритизированные долговые инструменты, золото или связанные с ним инструменты, недвижимость, инфраструктурные активы или связанные с ними ценные бумаги;
- Чистая стоимость активов в разрезе индивидуального эмитента не должна превышать 10%;
- Чистая стоимость активов, вложенных в инвестора фонда, не должна превышать 10%;
- Чистая стоимость инвестиции не должна превышать 5% общего объема схемы или фонда, в который производится инвестиция;
- Ряд специфических ограничений при инвестировании в недвижимость, инфраструктуру или связанные с ними ценные бумаги.

Основное направление развития паевых инвестиционных фондов Индии – привлечение населения регионов страны (в дополнение к 15 крупнейшим городам («Beyond Top-15»)) к инвестированию и повышение доступности инвестирования посредством снижения минимально возможного порога инвестиции и обеспечения возможности инвестировать наличные денежные средства.

²⁸ SEBI Master Circular for Mutual Funds. - URL: https://www.sebi.gov.in/legal/master-circulars/jul-2018/master-circular-for-mutual-funds_39491.html (дата обращения 2019-10-01).

²⁹ Retail investment funds in India: regulatory overview. - URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Cosi/SignOn?redirectTo=%2f7-517-0357%3ftransitionType%3dDefault%26contextData%3d\(sc.Default\)%26firstPage%3dtrue%26bhcp%3d1#co_anc_hor_a468822](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/Cosi/SignOn?redirectTo=%2f7-517-0357%3ftransitionType%3dDefault%26contextData%3d(sc.Default)%26firstPage%3dtrue%26bhcp%3d1#co_anc_hor_a468822) (дата обращения 2019-10-01).

Привлечение средств паевыми инвестиционными фондами с выделением направления городов, не входящих в Топ-15 крупнейших, чистые притоки в млрд. рупий



Источник: Securities and Exchange Board of India - Handbook of Statistics 2018

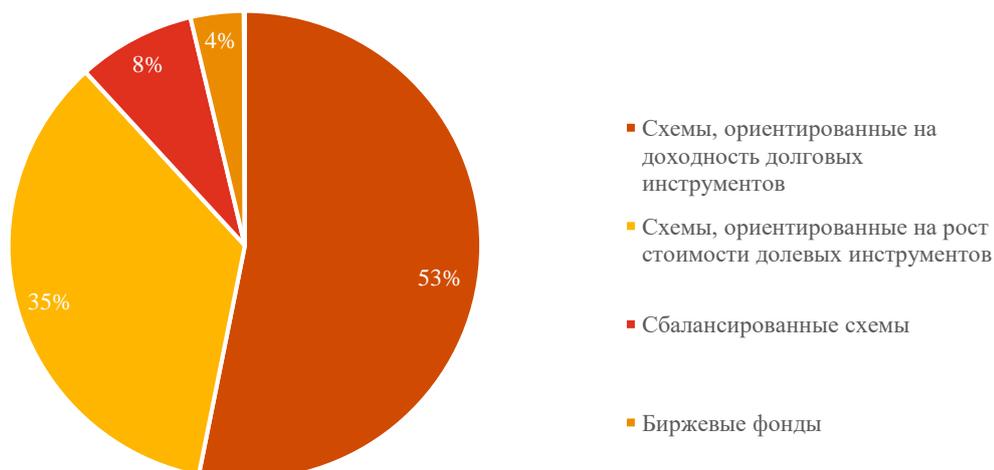
В структуре стратегий, которые используют ПИФ для привлечения инвестиций, с 2010-2011 финансового года по 2017-2018 финансовый год не было значительных изменений. При этом суммы чистых притоков выросли в 4 раза: с 5 922 млрд. до 21 360 млрд. рупий.

Стратегии, используемые ПИФ Индии для привлечения инвестиций в 2010 - 2011 гг.



Источник: Securities and Exchange Board of India - Handbook of Statistics 2018

Стратегии, используемые ПИФ Индии для привлечения инвестиций в 2017 - 2018 гг.



Источник: Securities and Exchange Board of India - Handbook of Statistics 2018

Страховые организации

Регулятор

Деятельность страховых и перестраховочных компаний, а также страховых посредников на территории Индии регулируется Службой по регулированию и развитию страховой деятельности Индии (IRDAI) (www.irdai.gov.in).

Основные законодательные акты, регулирующие деятельность страховых компаний:

- Закон о страховой деятельности 1938 г. (далее – «Закон о страховой деятельности»);
- Закон о деятельности Службы по регулированию и развитию страховой деятельности 1999 г. (далее – «Закон о деятельности IRDAI»).

В рамках своих полномочий IRDAI издала ряд приказов, постановлений и распоряжений, устанавливающих³⁰:

- порядок регистрации страховых компаний;
- требования к активам и уровню капитала для обеспечения платежеспособности страховых и перестраховочных компаний;
- порядок подготовки финансовой отчетности;
- порядок привлечения акционерного капитала;
- порядок заключения соглашений об аутсорсинге;

³⁰ Insurance and reinsurance in India: overview. - URL: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-504-6467?transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29> (дата обращения 2019-10-01).

- требования к регистрации и нормы корпоративного управления для компаний, работающих в страховом секторе.

Лицензирование

Все страховые компании обязаны получить соответствующую лицензию в IRDAI³¹.

В рамках предоставления лицензии IRDAI проверяет, в том числе, соответствие:

- допустимым лимитам иностранных инвестиций (см. ниже);
- минимальным требованиям к размеру капитала;
- минимальным требованиям к квалификации и деловой репутации директоров и/или руководителей высшего звена.

Особенности привлечения иностранных инвестиций и функционирования зарубежных страховых компаний

В настоящее время прямые иностранные инвестиции в страховом секторе (т.е. вложения в капитал индийских страховых организаций и страховых посредников) допускаются в размере, не превышающем 49 % от размера капитала компании. При этом требуется получение одобрения IRDAI.³²

В соответствии с индийским законодательством более 50 % уставного капитала страховой организации или страхового посредника должны находиться в конечной (бенефициарной) собственности индийских граждан-резидентов или индийских компаний, которые принадлежат индийским гражданам-резидентам и контролируются ими³³.

Индийским резидентам не разрешено напрямую страховать имущество, расположенное в Индии, а также водные или воздушные суда, зарегистрированные в Индии, в иностранной страховой компании без предварительного одобрения IRDAI³⁴.

При этом лицам, проживающим на территории Индии, при соблюдении определенных условий и ограничений, разрешено быть держателями страховых полисов, выданных страховыми компаниями за пределами Индии (например, в отношении медицинского страхования, уровень страхового обеспечения не должен превышать пороговые значения, установленные Резервным банком Индии)³⁵. Кроме того, в Индии допускается осуществление перестраховочной деятельности иностранными компаниями через филиалы, учрежденные на территории Индии³⁶.

³¹ Там же.

³² Там же.

³³ Там же.

³⁴ Там же.

³⁵ Там же.

³⁶ Там же.

Отдельные существенные требования к деятельности страховых организаций в Индии

Одно из ключевых требований к страхованию жизни – это обязательное получение одобрения IRDAI по всем продуктам страхования жизни в соответствии с применимыми рекомендациями по регистрации продукта, выпущенными IRDAI³⁷.

По правилам и нормам IRDAI страховые компании должны выполнять все основные профильные функции самостоятельно; только непрофильные виды деятельности могут быть переданы в аутсорсинг внешним поставщикам услуг³⁸.

Все страховые и перестраховочные компании обязаны соблюдать требования к публичному раскрытию информации, а именно публиковать ключевую информацию, включая бухгалтерский баланс и отчеты о прибылях и убытках, на своих интернет-сайтах и в газетах³⁹.

Оплата комиссии, стоимости услуг или вознаграждений страховым агентам и посредникам должна производиться в соответствии с лимитами, устанавливаемыми IRDAI в рамках действующего законодательства⁴⁰.

Страховые компании также обязаны оценивать свои активы, определять обязательства и поддерживать соблюдение обязательных нормативов платежеспособности, а также регулярно направлять в IRDAI соответствующие отчеты⁴¹.

Разрешенные для инвестирования активы и соответствующие лимиты

Несмотря на постепенное внедрение в Индии режима Solvency II, до настоящего момента подход к регулированию инвестиционной деятельности страховщиков в целом остается консервативным⁴².

Это означает, что регулятором установлены допустимые для инвестирования активы (включая государственные ценные бумаги и «одобренные» инвестиции), а также нижние и верхние пороги инвестирования⁴³.

При этом до 15 % средств страховщика могут быть инвестированы в «прочие» активы, не подпадающие под категорию «одобренных» активов, при условии их обоснованного (с учетом

³⁷ Там же.

³⁸ Там же.

³⁹ Там же.

⁴⁰ Там же.

⁴¹ Там же.

⁴² India: Financial Sector Assessment Program: Insurance Sector Regulation and Supervision-Technical Note. - URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/04/02/India-Financial-Sector-Assessment-Program-Insurance-Sector-Regulation-and-Supervision-45754> (дата обращения 2019-10-01).

⁴³ IRDAI (Investment) Regulations, 2016. - URL: https://www.irdai.gov.in/ADMINCMS/cms/fmGeneral_NoYearList.aspx?DF=RL&mid=4.2 (дата обращения 2019-10-01).

уровня принимаемых рисков) включения в инвестиционную политику страховщика и одобрения советом директоров⁴⁴.

Лимиты установлены с учетом линий бизнеса (страхование жизни, пенсионное обеспечение и аннуитеты, страхование иное, чем страхование жизни) в отношении следующих категорий активов⁴⁵:

- ценные бумаги Центрального Правительства;
- государственные ценные бумаги (включая указанные выше);
- «одобренные» инвестиции;
- прочие активы.

«Одобрённые инвестиции» включают, среди прочего, следующие⁴⁶:

- Облигации, обеспеченные приоритетными правами на основные средства, по которым у компании нет обязательств по платежам перед третьими лицами;
- Облигации, обеспеченные приоритетными правами на основные средства, стоимость которых по меньшему из бухгалтерской оценки и рыночной стоимости превышает стоимость облигации не менее, чем в 3 раза;
- Облигации, обеспеченные плавающим начислением на активы компании, выплатившей дивиденды по обычным акциям;
- Привилегированные акции компании, выплатившей дивиденды по обычным акциям не менее, чем 2 года подряд;
- Обычные акции любой компании, размещенной на бирже, по которым не менее, чем 2 года подряд выплачивался дивиденд не менее 10% от чистой прибыли;
- Необремененную недвижимость в Индии;
- Депозиты в банках, разрешенных регулятором;
- Все облигации с рейтингом и прочие долговые ценные бумаги с рейтингом и / или обеспечением в соответствии с нормативным актом регулятора. Вложения в долевые ценные бумаги в рамках инвестиционных политик, утвержденных Советом директоров страховой компании;
- Облигации компаний с рейтингом не ниже AA / A1 или эквивалента для краткосрочных бумаг, присвоенных рейтинговым агентством, зарегистрированным в соответствии с требованиями регулятора (SEBI (Credit Rating Agencies) Regulations 1999);
- Облигации, обеспеченные залогом, выпущенные Клиринговой корпорацией Индии (Clearing Corporation of India Ltd), а также иные государственные облигации и вложения в ликвидные

⁴⁴ Там же.

⁴⁵ Там же.

⁴⁶ Там же.

ПИФ, разрешенные в соответствии с нормативным актом регулятора (Mutual Fund Guidelines);

- Ипотечные и инфраструктурные облигации, разрешенные регулятором;
- Ценные бумаги индийских финансовых институтов, имеющие рейтинг A1 или аналог, присвоенных рейтинговым агентством, зарегистрированным в соответствии с требованиями регулятора (SEBI (Credit Rating Agencies) Regulations 1999);
- Инструменты денежного рынка, разрешенные регулятором.

Лимиты инвестирования для страхования жизни⁴⁷

№	Категория активов	Лимит (% от портфеля)
(i)	Государственные ценные бумаги	Не менее 25%
(ii)	Государственные ценные бумаги, ценные бумаги отдельных штатов Индии и прочие разрешенные бумаги	Не менее 50% (включая пункт (i))
(iii)	Разрешенные регулятором инструменты по спискам, определенным в нормативных актах	Не более 50%
(iv)	Бумаги, подпадающие под нормы специального регулирования	Не более 15%
(v)	Инвестиции в недвижимость и инфраструктуру	Не менее 15%

Лимиты инвестирования для пенсионного обеспечения и аннуитетов⁴⁸

№	Категория активов	Лимит (% от портфеля)
(i)	Государственные ценные бумаги	Не менее 20%
(ii)	Государственные ценные бумаги, ценные бумаги отдельных штатов Индии и прочие разрешенные бумаги	Не менее 40% (включая пункт (i))
(iii)	Бумаги, подпадающие под нормы специального регулирования	Не более 60%

Лимиты инвестирования для «общего» страхования⁴⁹

№	Категория активов	Лимит (% от портфеля)
(i)	Государственные ценные бумаги	Не менее 20%
(ii)	Государственные ценные бумаги, ценные бумаги отдельных штатов Индии и прочие разрешенные бумаги	Не менее 40% (включая пункт (i))
(iii)	Разрешенные регулятором инструменты по спискам, определенным в нормативных актах	Не более 70%
(iv)	Бумаги, подпадающие под нормы специального регулирования	Не более 15%
(v)	Инвестиции в недвижимость и инфраструктуру	Не менее 15%

⁴⁷ Там же.

⁴⁸ Там же.

⁴⁹ Там же.

Защита прав потребителя

Страховые полисы структурированы таким образом, чтобы предусмотреть меры защиты потребителей, установленные требованиями законодательства и, как правило, содержат следующее⁵⁰:

- Информацию о Страховом омбудсмене – лице, назначенном для рассмотрения жалоб страхователей и застрахованных лиц на действия страховой компании в рамках урегулирования претензий.
- Информацию о политике по рассмотрению и удовлетворению жалоб и разногласий, разрабатываемой в соответствии с требованиями IRDAI (страхователи, у которых есть жалобы на страховые компании, сначала обязаны обратиться в отдел по удовлетворению жалоб или урегулированию претензий клиентов страховой компании).
- Указание на право страхователя, застрахованного лица или выгодоприобретателя на обращение IRDAI в случае нарушения сроков рассмотрения жалобы.

В соответствии с Постановлением IRDAI о защите интересов держателей страховых полисов страховые компании обязаны придерживаться определенной практики в момент продажи страхового полиса, чтобы обеспечить правильное понимание застрахованным условий полиса. Такая практика включает⁵¹:

- Внедрение надлежащих процедур и механизмов, направленных на удовлетворение любых жалоб застрахованного;
- Четкое формулирование условий страхования (таких как гарантии, условия, обязательства застрахованного и условия расторжения полиса);
- Выполнение определенного порядка обработки претензий в целях ускорения процесса.

20 сентября 2011 года IRDAI выпустила рекомендации по освобождению от ответственности за нарушение сроков направления уведомления о претензии и подачи документов, относящиеся к определенным типам полисов и страхователей. Согласно этим рекомендациям страховые компании не должны отклонять претензии на основании нарушения сроков направления соответствующих уведомлений, если задержка была связана с объективными уважительными причинами, за исключением случаев, если бы такая претензия не была отклонена по иным основаниям⁵².

По данным из Руководства по статистике индийского страхования, было сформировано представление об отношении суммы инвестиций, которые декларируют страховые компании в формах L-12 и L-13, NL-12 и NL-13.

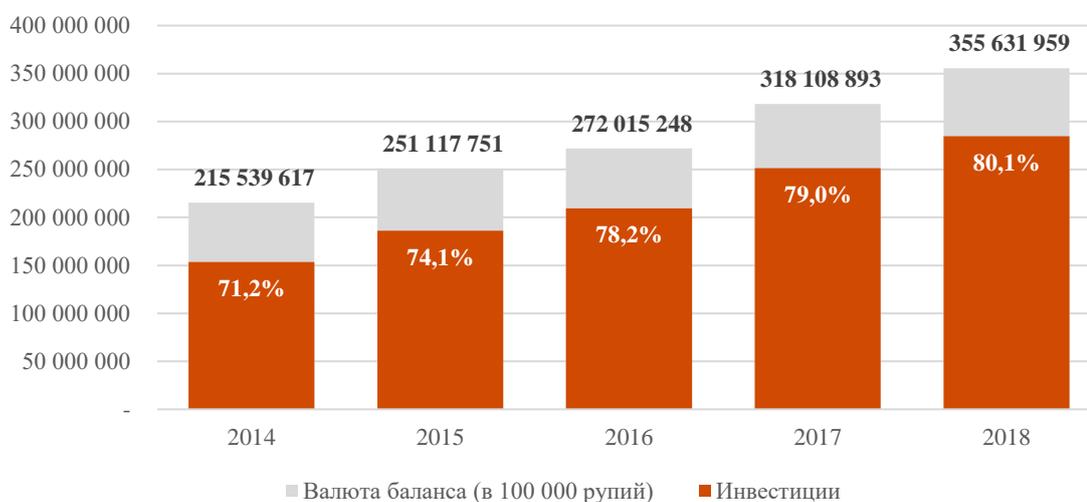
⁵⁰ Insurance and reinsurance in India: overview. - URL: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/6-504-6467?transitionType=Default&contextData=%28sc.Default%29> (дата обращения 2019-10-01).

⁵¹ Там же.

⁵² Там же.

Отношение суммы инвестиций к валюте баланса страховых компаний, занимающихся страхованием жизни, в рамках интервала с 2013 по 2018 год, растет.

Сумма инвестиций к валюте баланса, компании страхования жизни



Источник: IRDAI, Handbook on indian insurance statistics 2017-18.

Отношение суммы инвестиций к валюте баланса компаний страхования иного, чем страхование жизни, последние три года остается в пределах 74 – 76 % к валюте баланса.

Сумма инвестиций к валюте баланса, баланс компаний страхования иного, чем страхование жизни



Источник: IRDAI, Handbook on indian insurance statistics 2017-18.

Страхование жизни

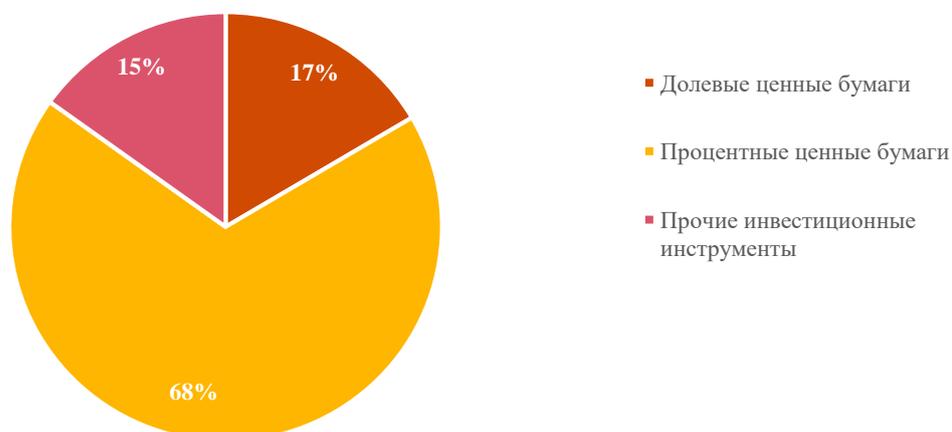
Топ-3 компании страхования жизни ⁵³.

Топ-3 компании страхования жизни Индии

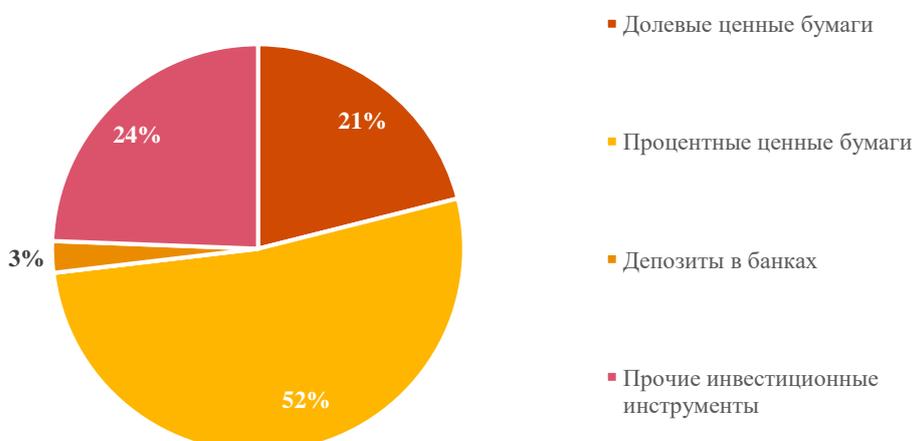
Компания (страхование жизни)	Валюта баланса (в млн. долларов США)
LIC	48 869
ICICI PRUDENTIAL	4 157
SBI	3 894

Примеры структуры направлений инвестиций компаний, занимающихся страхованием жизни (на основании форм L-12 и L-13 на 31 марта 2019 года): страхование иное, чем страхование жизни.

Структура инвестиций компании LIC на 31 марта 2019 года



Структура инвестиций компании ICICI Particulars на 31 марта 2018 года



⁵³ Fitch Solutions – India Insurance report/Q3 2019.

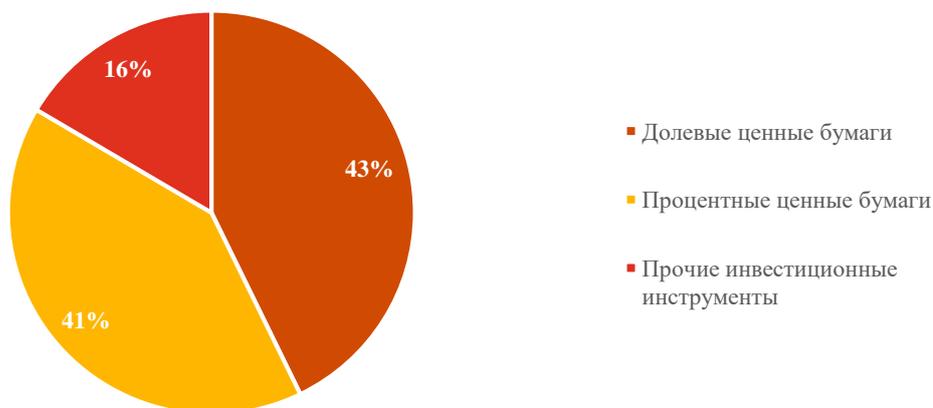
Топ-3 компании страхования иного, чем страхование жизни, являются государственными⁵⁴.

Топ-3 компании страхования иного, чем страхование жизни в Индии⁵⁵

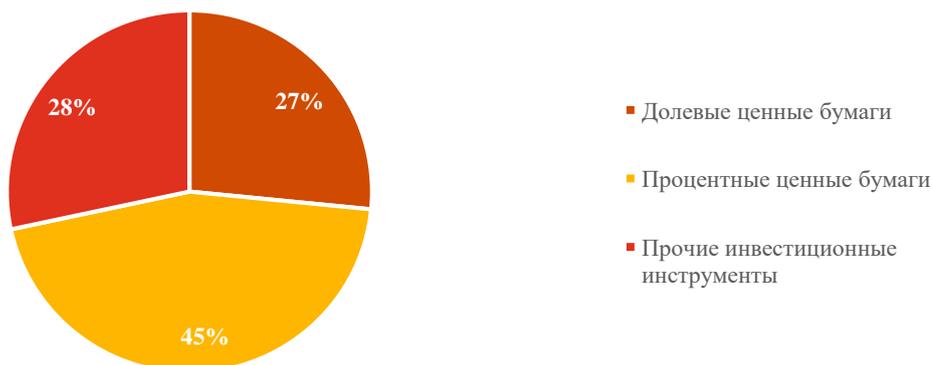
Компании страхования иного, чем страхование жизни	Валюта баланса (в млн. долларов США)
New India Assurance Company	3 489
United India Insurance Company	2 677
National Insurance	2 487

На примере двух компаний из Топ-3 были рассмотрена структура направлений инвестиций:

Структура инвестиций компании New India Assurance на 31 марта 2019 года



Структура инвестиций компании United India Insurance Company Ltd. на 31 марта 2019 года



⁵⁴ Там же.

⁵⁵ Опубликованная отчетность компаний

Пенсионные фонды

Компоненты пенсионной системы

Существующие в Индии на сегодняшний день планы пенсионного и социального обеспечения можно условно разделить на три основные категории:⁵⁶

- (a) В первую категорию входят пенсионные планы для занятых в секторе официального трудоустройства. Такие планы включают государственные пенсии и пенсионные фонды для занятых в секторе официального трудоустройства.
- (б) Во вторую категорию входят планы добровольных пенсионных накоплений для самозанятых или занятых в секторе неофициального трудоустройства.
- (в) В третью категорию входят целевые и соотнесенные с уровнем дохода планы социальной поддержки и фонды социального обеспечения малоимущих.

Регуляторы

Регулирование пенсионной системы осуществляют 4 организации – PFRDA, IRDAI, SEBI и Министерство труда и занятости⁵⁷.

PFRDA осуществляет надзор за реализацией негосударственного пенсионного страхования, в то время как пенсионные продукты, предлагаемые страховыми компаниями, регулируются IRDAI, а предлагаемые инвестиционными фондами находятся под надзором SEBI.

Аннуитетные продукты находятся под надзором IRDAI.

Существует две программы минимальной пенсии для рабочих с неорганизованной занятостью – Программа минимальной пенсии (APY) находится под надзором PFRDA, и программа минимальной пенсии (PM-SYM) под надзором Министерства труда и занятости⁵⁸.

Программа пенсионного обеспечения для пенсионных работников (EPF) также регулируется Министерством труда и занятости⁵⁹.

Основные законодательные акты, регулирующие деятельность пенсионных компаний:

- Акт о контрактах с ценными бумагами (The Securities Contracts (Regulation) Act, 1956);
- Акт о комиссии по ценным бумагам и биржам Индии (Securities and Exchange Board of India Act 1992);
- Акт о депозитариях (The Depositories Act, 1996);

⁵⁶ Pension reforms: towards a secure future. - URL: [https://www.rlcfev.com/Publication/vwLUAssets/EY-pension-reforms/\\$FILE/EY-pension-reforms.pdf](https://www.rlcfev.com/Publication/vwLUAssets/EY-pension-reforms/$FILE/EY-pension-reforms.pdf) (дата обращения 2019-10-01).

⁵⁷ Там же.

⁵⁸ Там же.

⁵⁹ Там же.

- Акт о законах о ценных бумагах (Securities Laws (Amendment) Act);
- Акт PFRDA (PFRDA Act, 2013);
- Финансовый акт (Finance Act, 2018).

Требования к активам институциональных инвесторов установлены актами указанных выше регуляторов, в том числе:

- Нормативные акты IRDAI (IRDAI (Investment) Regulations, 2016);
- Рекомендации по инвестированию PFRDA (PFRDA investment guidelines, 2017);
- Нормы по инвестированию и раскрытию информации ПИФ в деривативы (Norms for investment and disclosure by mutual funds in derivatives (SEBI/HO/IMD/DF2/CIR/P/2019/17)).

Особенности функционирования негосударственной пенсионной системы

Учитывая, что в Индии значительная часть населения не трудоустроена официально и имеет низкий уровень доходов, основные изменения в сфере пенсионного обеспечения были направлены на создание и продвижение системы пенсионных накоплений, доступной максимально широким слоям населения.

С этой целью в 2003 г. была разработана Национальная пенсионная система (НПС), которая в дальнейшем была расширена двумя пенсионными планами: Swavalamban и Atal Pension Yojana⁶⁰.

Суммы, инвестированные в НПС, освобождаются от налогов в момент наступления срока начала выплат⁶¹.

В отличие от традиционных финансовых продуктов, где все функции (продажи, администрирование, управление активом, депозитарное сопровождение) выполняются одной компанией, НПС построена с учетом разделения этих процессов⁶². Разделение позволяет клиентам оптимизировать свою выгоду, выбирая наиболее интересные предложения на каждом из шагов.

⁶⁰ Там же.

⁶¹ Govt brings NPS on a par with PF, makes it tax-free. - URL: <https://www.livemint.com/Politics/kJKDNzxTJ6FH2gon7SXntN/Govt-brings-NPS-on-a-par-with-PF-makes-it-taxfree.html> (дата обращения 2019-10-01).; NPS withdrawal made tax-free like PPF, EPF. - URL: <https://www.livemint.com/Money/2QZye6A5vOw6X8TVixMSWL/NPS-withdrawal-made-fully-taxfree-at-par-with-PPF-EPF.html> (дата обращения 2019-10-01).

⁶² National Pension System. - URL: <https://www.india.gov.in/spotlight/national-pension-system-retirement-plan-all#nps5> (дата обращения 2019-10-01).

Особенности организационной структуры компаний, предоставляющих услуги НПС

Архитектура НПС состоит из НПС Траста (NPS Trust), которому вменяются обязанности по защите интересов участников системы, Центральных учетных агентств (Central Recordkeeping Agencies (CRAs)), отвечающих за хранение данных о транзакциях, Точек присутствия (Point of Presence (POP)) для сбора премий и выдачи пенсий, Управляющих пенсионных фондов (pension fund managers (PFM)), отвечающих за размещение средств пенсионных фондов, кастодианов и депозитариев, осуществляющих хранение объектов инвестиций и доверенных банков для проведения банковских операций. В возрасте 65 лет пользователь услуг может выбрать провайдера сервиса выплат пенсионного аннуитета (Annuity Service Providers (ASP)). Инвесторы в НПС не могут иметь двух управляющих менеджеров и не могут переходить к другому ранее, чем через год⁶³.

Пенсионный фонд SBI является крупнейшим управляющей компанией в Индии с активами в управлении свыше 610 миллиардов рупий⁶⁴. На данный момент сотрудники центральных государственных органов не имеют возможности выбора управляющей компании или аллокации инвестиций в рамках НПС программы, поскольку оба решения принимаются государством.

Роль точек присутствия, как правило, выполняют банки и финансовые посредники. Застрахованный имеет право выбрать любую из них⁶⁵.

Типовые программы инвестирования

Застрахованный имеет возможность выбрать из четырех основных программ, предлагаемых управляющими компаниями⁶⁶:

- Схема E (долевые ценные бумаги) – до 75% средств могут быть инвестированы в биржевые долевые ценные бумаги;
- Схема C (корпоративный долг) – инвестиции только в высококачественные корпоративные долговые бумаги;
- Схема G (государственный долг) – инвестиции в государственные долговые бумаги;

⁶³ NPS: Frequently asked questions. - URL: <https://economictimes.indiatimes.com/mf/analysis/nps-frequently-asked-questions/articleshow/58959509.cms?from=mdr> (дата обращения 2019-10-01).

⁶⁴ SBI Pension Funds eyes Rs 65,000 crore AUM by end of fiscal. - URL: <https://www.moneycontrol.com/news/business/companies/sbi-pension-funds-eyes-rs-65000-crore-aum-by-endfiscal-946352.html> (дата обращения 2019-10-01).

⁶⁵ National Pension System. - URL: <https://www.india.gov.in/spotlight/national-pension-system-retirement-plan-all#nps5> (дата обращения 2019-10-01).

⁶⁶ Now invest up to 75 percent in equity option of NPS. - URL: <https://economictimes.indiatimes.com/wealth/invest/now-invest-up-to-75-percent-in-equity-option-of-nps/articleshow/66431396.cms?from=mdr> (дата обращения 2019-10-01); Difference between active choice and auto choice in NPS. - URL: https://www.valueresearchonline.com/story/h2_storyView.asp?str=200523 (дата обращения 2019-10-01).

- Схема А (альтернативные инвестиции) – до 5% в прочие инвестиционные продукты - новая схема для целенаправленного выбора застрахованных лиц.

Альтернативой для застрахованного также является базовая схема (default scheme), в рамках которой пропорции инструментов, в которые осуществляются инвестиции, изменяются в соответствии с оставшимся временем до выхода на пенсию⁶⁷.

Разрешенные для инвестирования активы и соответствующие лимиты инвестирования⁶⁸

Пенсионные фонды, реализующие НПС-схемы

Схема / класс активов	Категория	Положения нормативного акта
G	(i)	Государственные ценные бумаги, ценные бумаги отдельных штатов Индии и прочие разрешенные бумаги, ПИФ, специализирующиеся на инвестициях в государственные активы.
C	(ii)	<ul style="list-style-type: none"> • Долговые ценные бумаги юридических лиц с минимальным сроком до погашения не менее 3 лет с момента приобретения. • Облигации, номинированные в рупиях, с минимальным сроком до погашения не менее трёх лет, выпущенные Международным банком реконструкции и развития, Международной финансовой корпорацией и Азиатским банком развития. • Сберегательные сертификаты сроком не менее одного года, выпущенные коммерческими банками, удовлетворяющие следующим требованиям: <ol style="list-style-type: none"> 1. Были прибыльными в течение трёх последних лет; 2. Поддерживают коэффициент достаточности капитала в 9% или в соответствии с нормами RBI, в зависимости от того, что выше; 3. Объем полностью обесцененных активов не превышает 4% чистой дебиторской задолженности; 4. Минимальная стоимость собственных средств превышает 2 млрд. рупий; 5. Отдельные ПИФ, разрешенные Комиссией по ценным бумагам и биржам Индии; 6. Инфраструктурные долговые инструменты, удовлетворяющие набору требований, устанавливаемых регулятором.
E	(iii)	Долевые ценные бумаги: <ul style="list-style-type: none"> • Акции компаний, размещенных на крупнейших биржах Индии с рыночной капитализацией свыше 5000 крор (50

⁶⁷ Там же.

⁶⁸ Circular PFRDA/2017/18/PF/2 dated 04.05.2017. - URL:

<https://www.pfrda.org.in/writereaddata/links/xyz123305fe622-0679-4127-a47a-483063aa70e2.pdf> (дата обращения 2019-10-01).

Схема / класс активов	Категория	Положения нормативного акта
		<p>млрд. рупий) на дату размещения или деривативы на данные акции;</p> <ul style="list-style-type: none"> • ПИФ, разрешенные Комиссией по ценным бумагам и биржам Индии, в структуре которых не менее 65% акций компаний, размещенных на крупнейших биржах Индии; • Фонды, торгуемые на бирже, разрешенные регулятором и повторяющие структуру основных биржевых индексов Индии; • Прочие инвестиции в бумаги, связанные с государством.
A	(iv)	<ul style="list-style-type: none"> • Ипотечные ценные бумаги; • Ценные бумаги, обеспеченные активами, регулируемые Комиссией по ценным бумагам и биржам Индии; • ПИФ недвижимости, регулируемые Комиссией по ценным бумагам и биржам Индии; • Инфраструктурные ПИФ, регулируемые Комиссией по ценным бумагам и биржам Индии; • Иные ценные бумаги в соответствии с уточняющими нормативными актами регулятора.
Краткосрочные инвестиции	Применимо ко всем категориям	<p>Краткосрочные долговые и аналогичные инструменты (не превышая лимита в 5% от схемы):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Инструменты денежного рынка при соответствии правилам регулятора; • Инструменты вложений в ликвидные фонды, объем активов которых за последние 6 месяцев был не менее 5 000 крор (50 млрд. рупий); • Сберегательные сертификаты, выпущенные коммерческими банками, при соответствии правилам регулятора.

Разрешенные для EPFO Министерством труда активы для инвестирования⁶⁹

№ категории	Категория / субкатегория	Лимиты инвестирования
(i)	Государственные ценные бумаги	От 45 до 50%
(ii)	<p>Долговые ценные бумаги и связанные с ними инструменты:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Долговые ценных бумаг юридических лиц и публичных финансовых организаций, размещенные на бирже со сроком не менее 3 лет до погашения на дату приобретения. • Облигации уровня 1 по Базельским соглашениям, выпущенные коммерческими банками в соответствии с правилами регулятора (RBI guidelines). • Облигации, номинированные в рупиях, с минимальным сроком до погашения не менее трёх лет, выпущенные Международным банком реконструкции и развития, Международной финансовой корпорацией и Азиатским банком развития. • Сберегательные сертификаты сроком не менее одного года, выпущенные коммерческими банками, удовлетворяющие следующим требованиям: <ol style="list-style-type: none"> 1. Были прибыльными в течение трёх последних лет; 2. Поддерживают коэффициент достаточности капитала в 9% или в соответствии с нормами RBI, 	От 35 до 45%

⁶⁹ Ministry of Labour And Employment Notification, dated 29.05.2015. - URL:

https://www.epfindia.gov.in/site_docs/PDFs/Circulars/Y2019-2020/IMC_InvestmentPattern_12937.pdf (дата обращения 2019-10-01).

№ категории	Категория / субкатегория	Лимиты инвестирования
	<p>в зависимости то того, что выше;</p> <p>3. Объем полностью обесцененных активов не превышает 4% чистой дебиторской задолженности;</p> <p>4. Минимальная стоимость собственных средств превышает 200 крор рупий (2 млрд. рупий);</p> <p>5. Отдельные ПИФ, разрешенные Комиссией по ценным бумагам и биржам Индии.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Инфраструктурные долговые инструменты, удовлетворяющие набору требований, устанавливаемых регулятором. 	
(iii)	<p>Краткосрочные долговые и аналогичные инструменты. Инструменты денежного рынка при соответствии правилам регулятора:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Инструменты вложений в ликвидные фонды, объем активов которых за последние 6 месяцев был не менее 5 000 крор (50 миллиардов рупий). <p>Сберегательные сертификаты, выпущенные коммерческими банками, при соответствии правилам регулятора.</p>	Не выше 5%
(iv)	Долевые ценные бумаги и аналогичные инструменты.	От 5 до 15%
(v)	<p>Инвестиции, структурированные в виде траста, обеспеченные активами и прочие:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Коммерческие ипотечные бумаги. • Отдельные ПИФы недвижимости, выпущенные трастами, регулируемые Комиссией по ценным бумагам и биржам Индии. 	До 5%

Основные изменения в регулировании

PFRDA внес новые возможности для структурирования фондов жизненного цикла в 2016 г. по программам НПС⁷⁰:

- агрессивные фонды жизненного цикла (LC-75%), позволяющие участнику вкладывать до 75% в долевые ценные бумаги вплоть до возраста в 35 лет;
- консервативные фонды жизненного цикла, позволяющие вкладывать до 25% в долевые ценные бумаги;
- автоматические фонды жизненного цикла (фонды с автоматической подстройкой риск-профиля при приближении участника к пенсионному возрасту).

В 2015 г. вместо предыдущей схемы софинансирования пенсии (Swavalamban) была введена новая схема для граждан с неорганизованной занятостью – АРУ⁷¹.

Для целей стимулирования участия в схеме государство объявило, что государство будет софинансировать 50% взноса в размере 1000 рупий в год в течение первых пяти лет для лиц,

⁷⁰ Now invest up to 75 percent in equity option of NPS. - URL: <https://economictimes.indiatimes.com/wealth/invest/now-invest-up-to-75-percent-in-equity-option-of-nps/articleshow/66431396.cms?from=mdr> (дата обращения 2019-10-01).

⁷¹ Pension reforms: towards a secure future. - URL: [https://www.rlcfev.com/Publication/vwLUAssets/EY-pension-reforms/\\$FILE/EY-pension-reforms.pdf](https://www.rlcfev.com/Publication/vwLUAssets/EY-pension-reforms/$FILE/EY-pension-reforms.pdf) (дата обращения 2019-10-01).

вошедших в программу до 31 марта 2016 года и не являющихся бенефициарами иных схем социального обеспечения. Лица, не располагающие подтвержденным доходом, также могли участвовать в программе. Минимальный возрастной порог вступления в схему составил 18 и максимальный 40 лет. Пенсия выплачивается по достижении участником возраста 60 лет⁷².

В 2015 г. был принят ряд нормативных актов, направленных на совершенствование регулирования Национальной пенсионной системы:

1) Постановление PFRDA «Об агрегаторе», 2015⁷³

Постановление об агрегаторе, по сути, обеспечивает нормативную базу для регистрации Агрегаторов и мониторинга внедрения Национальной пенсионной системы для обеспечения интересов участников фондов в рамках Национальной пенсионной системы. В контексте схемы «Swavalamban» агрегатор определяется как посредник, который выполняет функции «интерфейса» для участника модели НПС- Swavalamban.

2) Постановление PFRDA «О точках присутствия (PoP)», 2015⁷⁴

Постановление «О точках присутствия» в первую очередь направлено на обеспечение наличия эффективных каналов распределения и продвижения для Национальной пенсионной системы, а также добросовестности и прозрачности рыночных практик в «Точках присутствия» (с целью защиты интересов участников фондов в рамках НПС). «Точки присутствия» являются посредниками в рамках НПС, которые отвечают за управление начальным взаимодействием с потребителями, регистрацией участников, обработкой запросов подписчиков и, как правило, предоставлением участникам фондов услуг, связанных пенсионным обеспечением.

3) Постановление PFRDA «О пенсионных фондах», 2015⁷⁵

Цель данного Постановления состоит в том, чтобы стандартизировать структуру мониторинга, надзора и внутреннего контроля для пенсионных фондов. Постановление о пенсионных фондах, в основном, касается структуры управления и функций пенсионных фондов, обеспечивающих управление средствами участников, в рамках НПС. Среди прочего, установлено, что пенсионные фонды обязаны соблюдать инвестиционные принципы, установленные PFRDA, и могут взимать плату за оказание услуг по управлению средствами участников.

⁷² Atal Pension Yojana (APY) – Details of the Scheme. - URL: https://npscra.nsdl.co.in/nsdl/scheme-details/APY_Scheme_Details.pdf (дата обращения 2019-10-01).

⁷³ National Pension Trust System – URL: <http://www.npstrust.org.in/act-and-regulations> (дата обращения 2019-10-01).

⁷⁴ Там же.

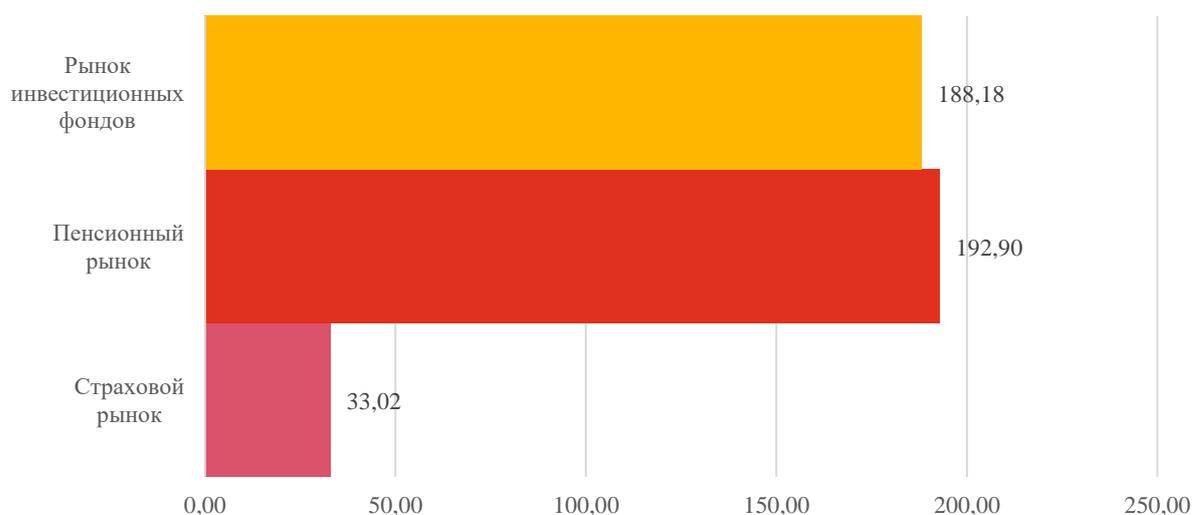
⁷⁵ Там же.

Приложение 2. Общая характеристика рынка коллективных инвестиций ЮАР

ЮАР является наиболее развитой страной африканского региона как с точки зрения общеэкономического развития, так и с точки зрения рынков капитала.

Рынок коллективных инвестиций ЮАР представлен инвестиционными фондами, пенсионными и сберегательными фондами, страховыми организациями (в том числе страхование жизни, страхование иное, чем страхование жизни, перестрахование). Объемы рынков коллективных инвестиций представлены на графике.

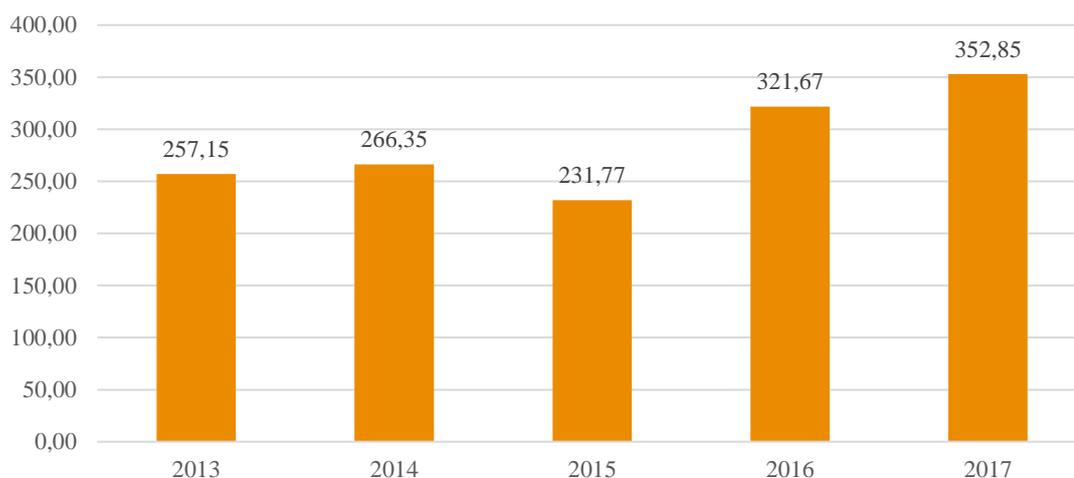
Объемы рынков коллективных инвестиций ЮАР в 2016 г., млрд. долл.



Программа привлечения инвестиций реализуется на государственном уровне, сайт содействия иностранным инвесторам: <http://www.investsa.gov.za/>

Особенностью рынка капитала ЮАР является высокая величина капитализации в отношении к ВВП. По состоянию на конец 2017 года данный показатель составляет 352,85% к ВВП (динамика представлена на графике ниже). Данное соотношение объясняется значительным присутствием иностранного капитала в ЮАР .

Капитализация рынка ЮАР, % от ВВП



Источник: World Bank Open Data

Регуляторы рынков

С 1 апреля 2018 года в ЮАР внедрена система регулирования на основе принципа «Twin Peaks». Данная система предусматривает наличие двух регуляторов: один отвечает за поддержание стабильности финансовой системы – **the Prudential Authority (PA)** <https://www.resbank.co.za/PrudentialAuthority/Pages/default.aspx>, а другой отвечает за добросовестное поведение на рынке и защиту инвесторов – **Financial Sector Conduct Authority (FSCA)** <https://www.fsca.co.za/Pages/Default.aspx>. До этой даты в стране действовал единый регулятор – Совет по финансовым услугам (Financial Services Board)⁷⁶.

Основные меры, направленные на совершенствование регулирования финансового рынка связаны с повышением стандартов корпоративного управления и отчетности участников рынков капитала за счет развития системы регулирования “Twin Peaks”.

Биржи

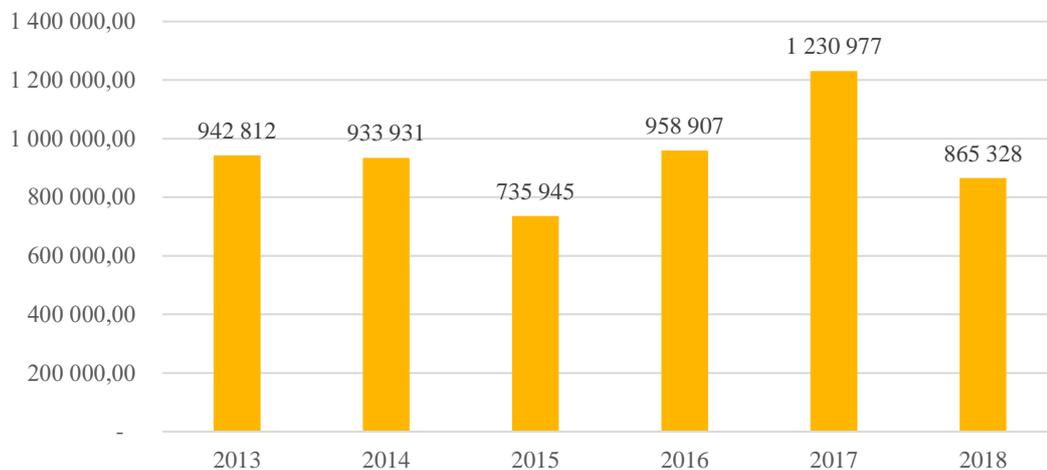
В ЮАР действуют 5 бирж, расположенных в городе Йоханнесбург:

- JSE Limited;
- A2X Markets;
- 4 Africa Exchange;
- ZAR X;
- Equity Express Securities Exchange.

⁷⁶ New Twin Peaks Regulators Established. - URL: http://www.treasury.gov.za/twinpeaks/Press%20release%20Twin%20Peaks%20implementation%20March2018_FINAL.pdf (дата обращения 2019-10-01).

Крупнейшей из них является Йоханнесбургская биржа (JSE Limited) с капитализацией более 865 миллионов долларов на конец 2018 года (динамика капитализации в долларовом эквиваленте представлена на графике ниже).

Капитализация Йоханнесбургской биржи, млн. долл.



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Компании малого и среднего бизнеса на Йоханнесбургской бирже



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Количество размещенных инвестиционных фондов на Йоханнесбургской фондовой бирже



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Пик торгов на Йоханнесбургской бирже пришелся на 2015 год, что частично было связано со снижением доверия инвесторов на фоне падения национальной валюты, на данный момент происходит восстановление объемов рынка.

Объем торгов инвестиционных фондов на Йоханнесбургской бирже



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Основные нормативные акты, регулирующие финансовый сектор:

- Акт о регулировании финансового сектора (The Financial Sector Regulation Act, 2017 (FSRA));
- Акт о взаимных банках (Mutual Banks Act);
- Акт о кооперативных банках (Co-operative Banks Act);
- Акт о финансовых рынках (Financial Markets Act, 2012);

- Акт о страховании (Insurance Act, 2017);
- Акт о контроле за схемами коллективных инвестиций (Collective Investment Schemes Control Act, 2002);
- Акт о финансовых советниках и посреднических услугах (Financial Advisory and Intermediary Services Act, 2001);
- Акт о компаниях (Companies Act, 2008);
- Акт о центре финансовой информации (Financial Intelligence Centre Act 2001).

Паевые инвестиционные фонды

Регуляторы

В рамках модели регулирования и надзора за финансовым сектором ЮАР «Twin Peaks», внедрение которой завершилось в 2018 г., Совет по финансовым Услугам (Financial Services Board – FSB) был заменен двумя регуляторами («Twin Peaks»):

- Служба по регулированию и надзору за добросовестным поведением в финансовом секторе (the Financial Sector Conduct Authority – FSCA), и
- Служба пруденциального регулирования (Prudential Authority – PA), входящая в состав Резервного Банка ЮАР (the South African Reserve Bank – SARB).

В числе регуляторов финансового сектора в ЮАР также можно выделить:

- Центр «финансовой разведки» (Financial Intelligence Centre), который отвечает за администрирование борьбы с отмыванием доходов, полученных преступным путем, и
- SARB, который отвечает за установление денежно-кредитной политики и администрирование правил валютного контроля.

В настоящее время применяется следующее законодательство:

- Закон о контроле над схемами коллективного инвестирования (Collective Investment Schemes Control Act – Cisca) регулирует схемы коллективного инвестирования, соответственно, в ценные бумаги, недвижимость, облигации с участием, а также схемы коллективного инвестирования, которые являются хедж-фондами;
- Закон о финансовых консультационных и посреднических услугах (Financial Advisory and Intermediary Services Act – FAIS) регулирует предоставление финансовых услуг, в том числе, инвестиционными консультантами, управляющими активами и лицами, которые предоставляют платформы финансовых продуктов;
- Закон о финансовых рынках (Financial Markets Act) регулирует Йоханнесбургскую фондовую биржу (JSE), другие биржи Южной Африки и поставщиков соответствующих услуг, таких как биржевые брокеры, депозитарии и клиринговые организации;
- Закон о регулировании финансового сектора (Financial Sector Regulation Act – FSRA) создает нормативную базу, в рамках которой FSCA и PA осуществляют свои полномочия.

Компании венчурного капитала (VCC), пользующиеся налоговыми льготами, введенными разделом 12J Закона о налоге на доходы 1962 года (the Income Tax Act 1962), и инвестирующие в малые предприятия, регулируются вышеуказанным Законом о налоге на доходы, Законом о компаниях (the Companies Act) и Законом о финансовых консультационных и посреднических услугах (FAIS).

Схемы коллективного инвестирования в ценные бумаги подчиняются детальному пруденциальному регулированию инвестиционной деятельности, установленному Уведомлении Совета № 90 от 2014 года. Различные ограничения установлены в отношении: стандартных портфелей, портфелей денежного рынка (money market), портфели фондов, инвестирующих в другие фонды (fund of funds и feeder funds). Существенные ограничения, относящиеся к стандартным портфелям, включают следующее⁷⁷:

- лимиты в отношении долевых ценных бумаг, выпущенных какой-либо одной организацией. Лимиты рассчитываются с учетом стоимости портфеля и взвешивания соответствующей ценной бумаги в применимых биржевых индексах;
- ограничения в отношении долговых ценных бумаг, в зависимости от того, кем является эмитент или поручитель (например, максимальный риск на долг эмитента, не прошедшего процедуры листинга, составляет 5% от стоимости портфеля);
- требование, чтобы не менее 90% рыночной стоимости портфеля составляли следующие активы:
 - ценные бумаги, в отношении которых проведен листинг и торгующиеся на бирже, которая является полноправным членом Всемирной федерации бирж;
 - ценные бумаги, приобретенные управляющим в ходе осуществления прав, предоставленных ценными бумагами, котирующиеся на бирже; а также
 - допустимые не котирующиеся на бирже не-долевые ценные бумаги и производные финансовые инструменты;
- производные инструменты, такие как котируемые фьючерсы, опционные контракты, варранты или сертификаты отслеживания индексов и неучтенные свопы (связанные с обменными курсами, процентными ставками индексов), не могут использоваться для леввериджа или передачи портфеля, и риски должны покрываться полностью (Глава V Уведомления Правления № 90 2014 г.).

Из-за широкого определения «посреднических услуг» в Законе FAIS, администраторы фондов, как правило, должны получить разрешение (лицензию) от FSCA на предоставление посреднических услуг в соответствии с Законом FAIS.

⁷⁷ Board Notice 90 Of 2014. - URL: <https://www.fscs.co.za/Notices/Board%20Notice%2090%20of%202014.pdf> (дата обращения 2019-10-01).

CISCA устанавливает пять категорий коллективных инвестиций, а именно⁷⁸:

- схемы коллективного инвестирования в ценные бумаги;
- схемы коллективного инвестирования в недвижимость;
- схемы коллективного инвестирования в облигации с участием;
- розничные хедж-фонды;
- хедж-фонды для квалифицированных инвесторов.

Наиболее распространенной схемой является схема коллективного инвестирования в ценные бумаги.

CISCA устанавливает требования как в отношении управляющей компании, так и в отношении доверительного управляющего (trustee) или кастодиана (custodian), которые являются держателями активов в интересах инвесторов и контролируют соблюдение применимых требований; а также в отношении формирования схемы коллективных инвестиций и создания конкретных инвестиционных портфелей (каждый портфель представляет собой фонд, в который инвесторы могут вкладывать средства)⁷⁹.

Требуется предварительное одобрение FSCA для создания схемы коллективного инвестирования или формирования нового портфеля в рамках схемы⁸⁰.

В числе требований, предъявляемых к управляющим компаниям, выделяются требования к корпоративной структуре и управлению (включая, требования к составу совета директоров, организации риск-менеджмента и др.), а также требования к минимальному размеру капитала (который, как правило, состоит из «seed» инвестиций в портфели схемы коллективных инвестиций на ранних этапах запуска схемы, а также средств, покрывающих как минимум расходы управляющей компании, возникающие в течение ближайших 13 недель)⁸¹.

В качестве доверительного управляющего (trustee) могут выступать публичные компании, зарегистрированные в соответствии с Законом о компаниях Южной Африки, филиалы иностранных банков и южноафриканские страховщики, при условии, что они имеют капитал более 10 миллионов рандов и были зарегистрированы FSCA в качестве доверительного управляющего или кастодиана. Доверительный управляющий не может быть холдинговой компанией или дочерней компанией управляющей компании⁸².

В отношении форм организации схем коллективного инвестирования следует отметить что,

⁷⁸ Retail investment funds in South Africa: regulatory overview. - URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-504-1111?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-504-1111?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) (дата обращения 2019-10-01).

⁷⁹ Там же.

⁸⁰ Там же.

⁸¹ Там же.

⁸² Collective Investment Schemes Control Act 45 of 2002. - URL: <https://www.gov.za/documents/collective-investment-schemes-control-act> (дата обращения 2019-10-01).

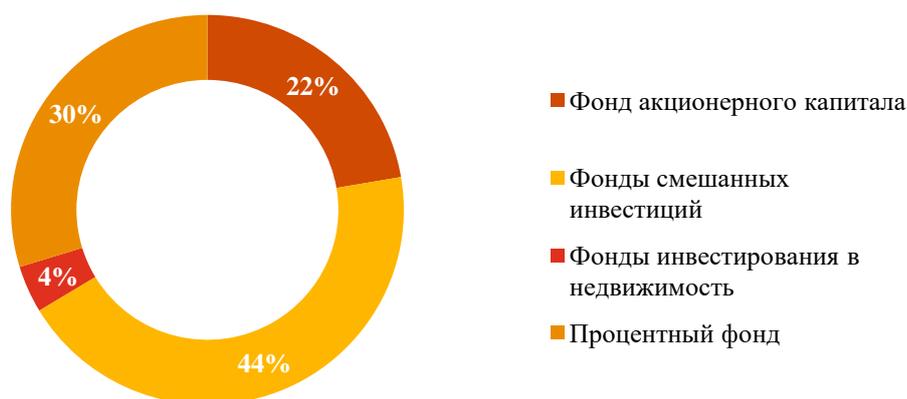
хотя CISCA потенциально допускает вариативность правовых форм, на практике такие схемы оформляются в качестве трастов, где доверительный управляющий (trustee) и управляющая компания заключают договор об учреждении схемы коллективных инвестиций и об условиях доверительного управления по типовой форме, утвержденной FSCA.

Портфели создаются на основании договора об учреждении схемы коллективных инвестиций и доверительном управлении или дополнений к ней.

С 2015 г. был предпринят ряд мер по усилению надзора над сектором, в частности с 1 апреля 2015 г. для хэдж-фондов стал применяться подход, аналогичный ПИФ в части налогового законодательства и регуляторных требований⁸³.

Структура размещений инвестиций остается достаточно стабильной в 2013-2019 гг. с превалированием фондов смешанных инвестиций.

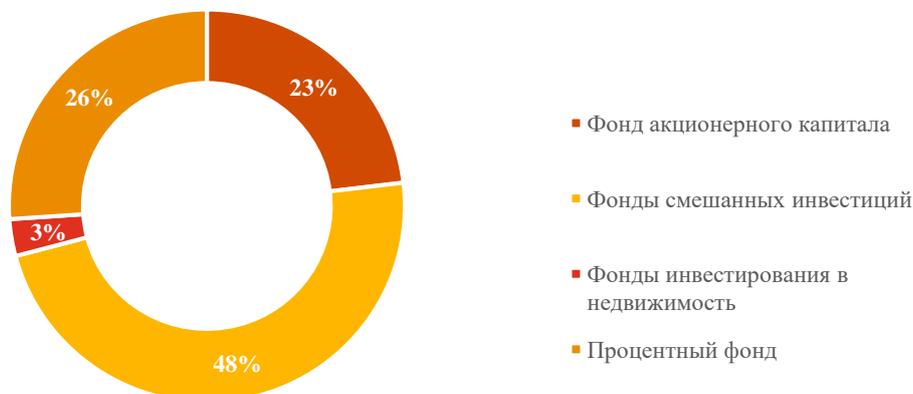
Инвестиционные фонды ЮАР по типу основного инструмента инвестирования (Q2 2013)



Источник: The Association for Savings and Investment South Africa

⁸³ FSB Integrated annual report 2015. - URL: <https://www.fsc.co.za/Annual%20Reports/FSB%20Annual%20Report%202015.pdf> (дата обращения 2019-10-01).

Инвестиционные фонды ЮАР по типу основного инструмента инвестирования (Q2 2019)



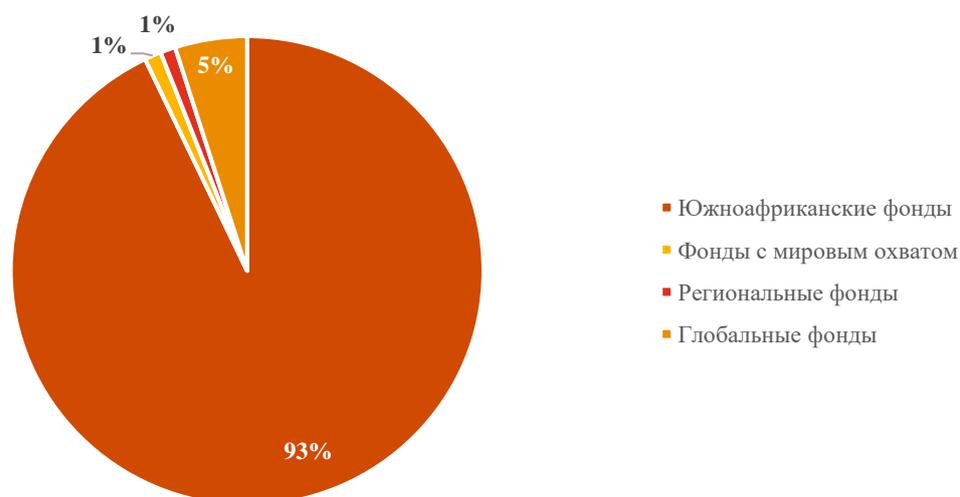
Источник: The Association for Savings and Investment South Africa

Топ-3 ПИФ ЮАР по сумме активов⁸⁴:

Наименование ПИФ	Сумма активов (в миллионах долларов)*
Allan Gray Balanced Fund	11 016
Coronation Balanced Plus Fund	6 207
Absa Money Market Fund	5 682

* – по среднему курсу рэнда к доллару за 2018 год по данным ЦБ РФ

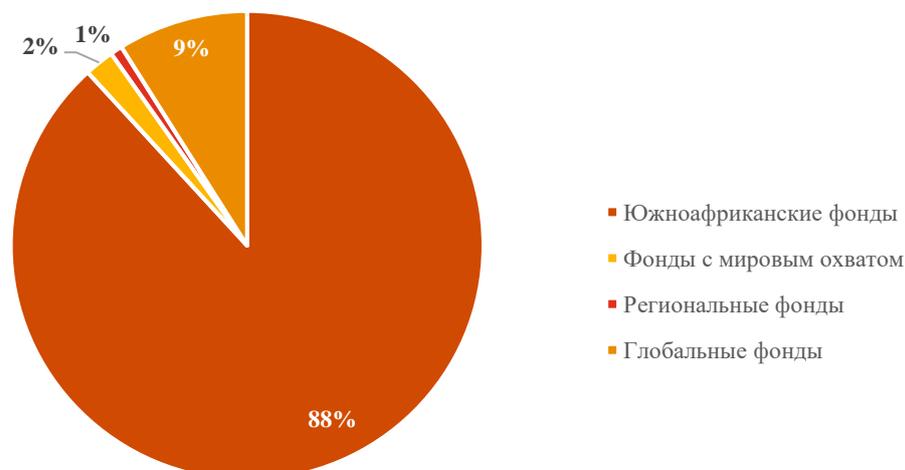
Инвестиционные фонды ЮАР по географическому охвату (Q2 2013)



Источник: The Association for Savings and Investment South Africa

⁸⁴ Fitch Solutions – South Africa Banking & Financial Services Report/Q4 2019.

Инвестиционные фонды ЮАР по географическому охвату (Q2 2019)



Источник: The Association for Savings and Investment South Africa

Страховые компании

Основные законодательные акты, регулирующие деятельность страховых компаний:

- Акт о краткосрочном страховании 1998 года (Short-term Insurance Act 1998 (STIA)), регулирующий страхование иное, чем страхование жизни
- Акт о долгосрочном страховании 1998 года (Long-term Insurance Act 1998 (LTIA)), регулирующий страхование жизни

Данные акты утверждают возможные типы бизнеса и описывают требования к рыночному поведению, отчетности, ликвидности и достаточности капитала страховщиков.

Отдельные виды страхования регулируются специализированными нормативными актами, например:

- Акт о медицинских схемах 1967 г. (Medical Schemes Act 1967 (MSA));
- Акт о пенсионных фондах 1956 г. (Pension Funds Act 1956);
- Акт о страховании от безработицы 2001 г. (Unemployment Insurance Act 2001);
- Акт о компенсациях за травмы и болезни, полученные на производстве от 1993 г. (Compensation for Occupational Injury and Diseases Act 1993);
- Акт о страховании при ДТП от 1996 года (Road Accident Fund Act 1996).

Деятельность страховых организаций в качестве посредника регулируется Актом о финансовом консультировании и посреднических услугах 2002 г. (The Financial Advisory and Intermediary Services Act 2002).

Требования к инвестиционной деятельности.

В ЮАР внедрен режим Solvency II, предусматривающий, в том числе, отсутствие на законодательном уровне строгих лимитов в отношении разрешенных для инвестирования активов. Такие лимиты рассчитываются организациями исходя из сопоставления активов и обязательств, а также уровней рисков и достаточности капитала на их покрытие⁸⁵.

Пенсионные фонды

Компоненты пенсионной системы

Пенсионная система ЮАР основана на общем принципе 3 компонент⁸⁶:

- Нестраховая в форме целевых социальных пособий. Данная компонента покрывает 75% населения, не участвующего в формальных пенсионных программах;
- Трудовая. Существующие схемы подразумевают определенность по сроку или сумме выплат. В зависимости от типа фонда – обычный пенсионный или сберегательный – изменяется объем пенсионных накоплений, который может быть выплачен немедленно по выходу на пенсию, для пенсионного фонда существующее ограничение не позволяет выплатить разово более трети общей суммы пенсионных накоплений;
- Добровольная. Дополнительный компонент пенсионного обеспечения, представляющий вычеты по налогам, в основном представлен в форме полисов пенсионных аннуитетов, предоставляемых компаниями страхового сектора. По данному инструменту выход на пенсию возможен начиная с возраста 55 лет. Аналогично пенсионным фондам не более трети накоплений по полису может быть выплачена сразу, оставшаяся часть выплачивается в виде аннуитета.

Лимиты инвестирования активов

Советы пенсионных и сберегательных фондов должны разработать инвестиционную стратегию, которая регулярно пересматривается. Согласно законодательству по состоянию на начало 2018 г. действовали следующие лимиты на инвестирование по типам активов⁸⁷:

- Не более 75% процентов в обыкновенные и привилегированные акции (лимит снижается при инвестировании в малые компании);
- Не более 25% в недвижимость и связанные с ней бумаги;
- Не более 90% суммарно в акции и недвижимость;

⁸⁵ Prudential Standard GOI 3 “Risk Management and Internal Controls for Insurers”. - URL: <https://www.resbank.co.za/PrudentialAuthority/Insurers/Post%20Insurance%20Act/Legislation%20and%20Regulatory%20instruments/Prudential%20Standards/Pages/Prudential-Standards-1-July-2018.aspx> (дата обращения 2019-10-01).

⁸⁶ Pension System In South Africa. - URL: <https://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/south-africa> (дата обращения 2019-10-01).

⁸⁷ Regulation 28 of the Pension Funds Act. - URL: <http://www.treasury.gov.za/publications/other/Reg28/> (дата обращения 2019-10-01).

- Не более 25% в ипотечные бумаги с залоговым обеспечением недвижимости;
- Не более 10% в биржевые товары;
- Не более 25% заграничных вложений, дополнительные 5% к лимиту допускаются при вложениях в страны Африки (увеличено до 30% и 10% соответственно в 2018 году);
- Не более 15% при размещении в долевые небиржевые инвестиционные фонды;
- Не более 25% в одну компанию;
- Не более 10% в бизнес участвующего в фонде компании-работодателя.

Меры налогового стимулирования

Для целей стимулирования вложений в пенсионные фонды действуют налоговые послабления:

- Вложения в программы трудовой пенсии утвержденных пенсионных и сберегательных фондов со стороны работодателей дают право на вычет до 10% от величины ФОТ. Вложения со стороны работников в пенсионные фонды дают право на вычет до большего из 7,5% зарплаты или 1 750 рандов. Вложения в сберегательные фонды не дают право на вычет.
- Разовые выплаты освобождены от уплаты налогов до определенного пересматриваемого лимита, после которого применяется прогрессивная налоговая ставка. При осуществлении разовой выплаты сберегательным фондом налоги не взимаются.

В 2014 г. вместе с принятием закона о системе «Twin Peaks» также были приняты изменения в Акте о пенсионных фондах 1956 г., устанавливающие требования к формальной регистрации у регулятора, и заложившие основу для развития требований к финансовой устойчивости⁸⁸.

Топ-3 пенсионных фонда ЮАР⁸⁹:

Пенсионный фонд	Сумма активов (миллионы долларов)
Eskom Pension and Provident Fund	8 967,26
South African Retirement Annuity Fund	7 542,10
Central Retirement Annuity Fund	7 033,23

Направление инвестиций на примере крупнейшего инвестиционного фонда Eskom Pension and Provident Fund⁹⁰:

⁸⁸ FSB Integrated annual report 2014. - URL: <https://www.fsca.co.za/Annual%20Reports/FSB%20Annual%20Report%202014.pdf> (дата обращения 2019-10-01).

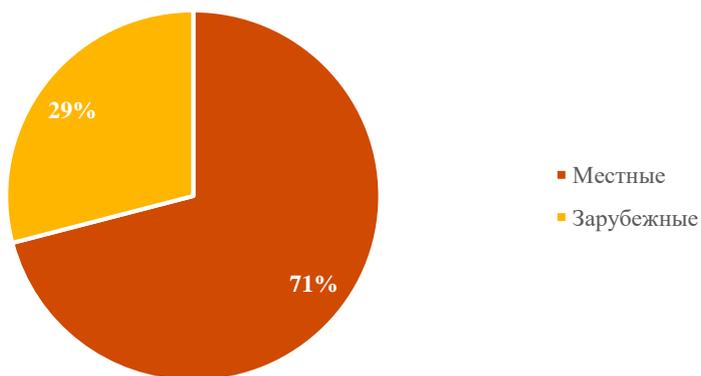
⁸⁹ Registrar of Pension Funds Annual Report 2017. - URL: <https://www.fsca.co.za/Annual%20Reports/Registrar%20of%20Pension%20Funds%20Annual%20Report%202017.PDF> (дата обращения 2019-10-01).

⁹⁰ Опубликованная отчетность компании

Структура инвестиций пенсионного и обеспечительного фонда Eskom

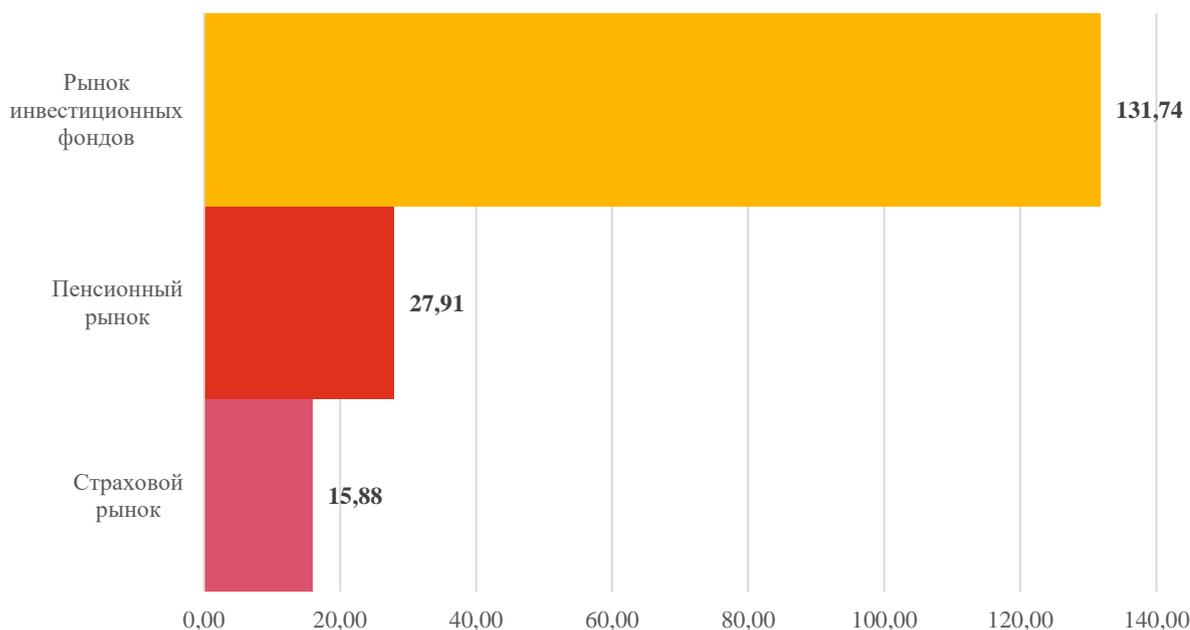


Структура инвестиций пенсионного и обеспечительного фонда Eskom



Приложение 3. Общая характеристика рынка коллективных инвестиций Таиланда

Объемы рынков коллективных инвестиций Таиланда в 2016 г., млрд. долл.



Регуляторы рынков

В Таиланде функционируют три регулятора, осуществляющих надзор над банками, страховыми организациями и профессиональными участниками рынка ценных бумаг:

- Банк Таиланда (Bank of Thailand (BOT));
- Офис комиссии по страхованию (Office of Insurance Commission (OIC));
- Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission (SEC)).

Области ответственности распределены следующим образом:

- Банк Таиланда выполняет функции центрального банка, а также осуществляет надзор над банками и прочими финансовыми организациями в части обеспечения их финансовой устойчивости;
- Комиссия по ценным бумагам и биржам регулирует все операции, связанные с ценными бумагами, отдельными видами внебиржевых ПФИ и деятельностью компаний, размещенных на биржах Таиланда;
- Офис комиссии по страхованию осуществляет регулирование и надзор за всеми страховыми организациями.

Деятельность организаций регулируется следующими нормативными актами:

- Акт о ценных бумагах и биржах (The Securities and Exchange Act B.E. 2535 (1992), as amended (the "SEC Act")) является основным законом Таиланда, регулирующим операции, связанные с ценными бумагами;

- Акт о ПФИ (The Derivatives Act B.E. 2546 (2003), as amended (the "Derivatives Act")) регулирует правила обращения ПФИ, включая правила брокерской деятельности;
- Страховой сектор регулируется Актом о страховании жизни (Life Insurance Act B.E. 2535 (1992), as amended) и Актом о страховании ином, чем страхование жизни (Non-Life Insurance Act B.E. 2535 (1992)).

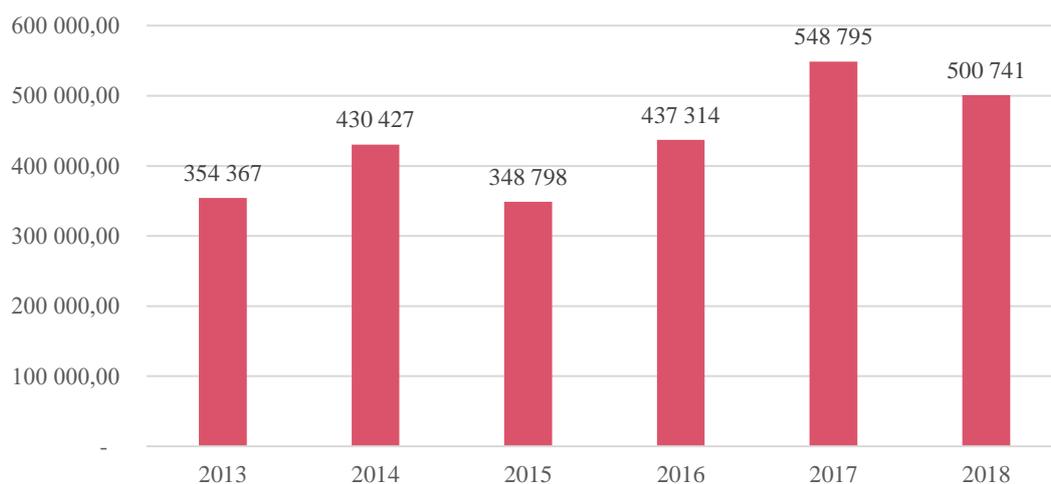
Соответствующие регуляторы также выпустили ряд уточняющих нормативных актов.

Биржа Таиланда

В Таиланде действует единственная биржа – Фондовая биржа Таиланда (The stock exchange of Thailand (SET)), в рамках которой функционируют специализированные сегменты, например, Рынок альтернативных инвестиций (Market for Alternative Investment (MAI or mai)), специализирующийся на эмитентах МСП.

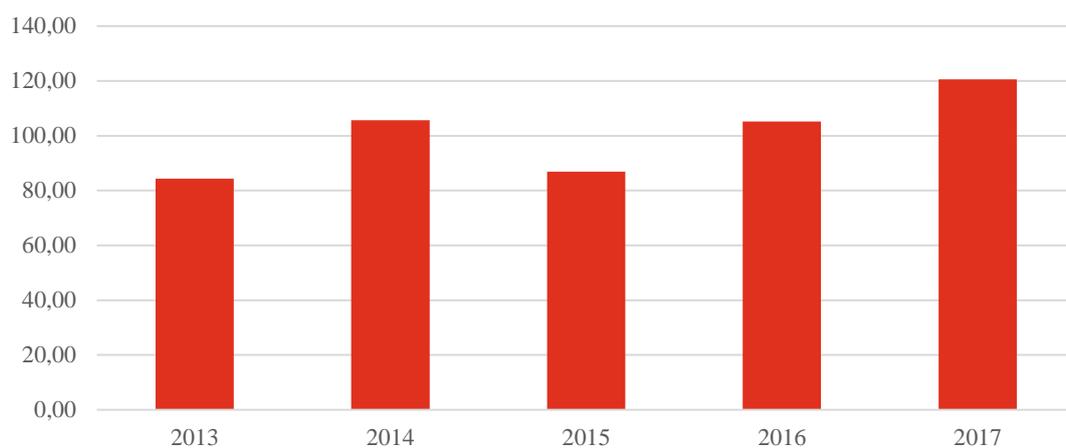
Ниже представлены графики, описывающие динамику основных показателей Фондовой Биржи Таиланда.

Капитализация Фондовой биржи Таиланда, млн. долл.



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Капитализация рынка, % от ВВП



Источник: World Bank Open Data

ИПО на Фондовой бирже Таиланда



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Компании малого и среднего бизнеса на Фондовой бирже Таиланда



Источник: The World Federation of Exchanges - Statistics

Финансовые институты Таиланда под надзором Банка Таиланда (BOT) (Q3 2018) ⁹¹

Финансовый институт Таиланда	Кол-во	Размер активов	Процент от общей суммы активов
Компании с правом приема депозитов			
Коммерческие банки*	30	19 576 885,75	45,60%
Специализированные финансовые институты*	6	6 568 560,35	15,30%
Сберегательные кооперативы и кредитные союзы	1995	2 962 291,92	6,90%
Коллективные фонды денежного рынка	37	257 590,60	0,60%
Компании без права приема депозитов			
Фонды коллективных инвестиций	1376	4 808 357,90	11,20%
Страховые компании	83	3 863 859,03	9,00%
Лизинговые компании	851	815 703,57	1,90%
Компании, выпускающие кредитные карты и предоставляющие потребительские кредиты (включая nano-финансовые компании) *	39	1 030 362,41	2,40%
Резервные фонды	380	1 159 157,71	2,70%
Государственный пенсионный фонд	1	858 635,34	2,00%
Компании по управлению активами*	52	300 522,37	0,70%
Компании по управлению ценными бумагами	47	386 385,90	0,90%
Сельскохозяйственные кооперативы	3426	257 590,60	0,60%
Ломбарды	660	85 863,53	0,20%

* – под надзором Банка Таиланда

⁹¹ Bank of Thailand/Thailand's Financial Institutions. - URL:

<https://www.bot.or.th/English/FinancialInstitutions/FIStructure/Pages/default.aspx> (дата обращения 2019-10-01).

Страховые компании

Регулятор

Деятельность страховых организаций регламентируется Офисом Комиссии по страхованию.

В период до 2015 г. участие иностранных инвесторов в капитале страховой организации не могло превышать 25%. В период с 2015 по 2017 гг. данный лимит был повышен до 49% капитала⁹². В 2017 г. были приняты правила согласно которым доля может достигать до 100% при соблюдении определенных условий⁹³:

- Достаточный уровень капитала в соответствии с требованием Офиса комиссии по страхованию;
- Наличие бизнес-плана, обеспечивающего стабильность страховой организации.

Иностранный инвестор должен соответствовать следующим критериям⁹⁴:

- Являться страховой компанией или осуществлять деятельность, смежную со страховой;
- Иметь не менее чем 10-летний опыт ведения страхового (смежного со страховым) бизнеса;
- Иметь рейтинг не ниже А, присвоенный надежным рейтинговым агентством с международным присутствием;
- Иметь детально разработанный план по развитию локальной компании;
- Обладать достаточными финансовыми ресурсами для поддержки локальной компании.

После получения разрешения на участие иностранного капитала свыше лимита организация обязана поддерживать общее значение капитала не ниже, чем 1 млрд. бат (30 млн. долл.) для компаний, предоставляющих услуги по страхованию иному, чем страхование жизни, и около 4 млрд. бат для компаний, предоставляющих услуги по страхованию жизни⁹⁵.

Регулирование «электронного» страхования

В апреле 2017 г. Офис комиссии по страхованию опубликовал ряд нормативных актов, касающихся вопросов электронных транзакций в области страхования⁹⁶.

Основные положения касались следующих вопросов:

- Продажа страховых полисов онлайн – действующее регулирование в части рыночного поведения было распространено на прямые цифровые продажи (без участия посредника и

⁹² Insurance and reinsurance in Thailand: overview. - URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-569-1445?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-569-1445?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) (дата обращения 2019-10-01).

⁹³ Там же.

⁹⁴ Там же.

⁹⁵ Там же.

⁹⁶ Там же.

- учета телемаркетинговых продаж);
- Ужесточение требований к авторизации полисов и требований к отчетности – основное изменение касалось жесткой регламентации сроков предоставления информации регулятору о несоблюдении требований посредниками;
 - Требования к описанию продуктов – описание страховых продуктов, продаваемых онлайн, должно получить предварительное одобрение регулятора;
 - Требования к сбору премий – все премии должны уплачиваться застрахованным напрямую на счета страховщика, минуя посредников. Комиссия посредников уплачивается напрямую страховой компанией;
 - Требование о подтверждении продажи – страховая компания должна в течение недели посредством телефонного звонка или иного цифрового канала получить подтверждение от застрахованного;
 - Период «охлаждения»: после подтверждения в течение 15 дней действует период, во время которого застрахованный имеет право отменить действие полиса. Данное правило не действует для отдельных видов обязательного страхования;
 - Выпуск электронного полиса – выпуск полиса удостоверяется ЭЦП страховой компании в соответствии с требованиями Акта об электронных транзакциях (Electronic Transactions Act В.Е. 2544 (2001)). При групповом страховании страховщик должен выпустить полис для каждого участника группы, если иное не закреплено заключенным соглашением;
 - Электронные выплаты – страховщик обязан идентифицировать застрахованного до выплаты компенсации по безналичному расчету. Выплата может осуществляться только на счет застрахованного или бенефициара в соответствии с условиями соглашения;
 - Меры кибербезопасности – все стадии взаимодействия должны соответствовать требованиям Акта об электронных транзакциях (Electronic Transactions Act В.Е. 2544 (2001)) и требованиям к ИТ-безопасности. Используемые ИТ-системы должны быть сертифицированы независимым авторизованным лицом и зарегистрированы в Офисе комиссии по страхованию.

Сектор страхования иного, чем страхование жизни, представлен 61 компанией с локальными лицензиями. Как результат внедрения новых требований Офисом комиссии по страхованию и объявлением партнерств между крупными страховыми и банковскими организациями широкое распространение получили электронные каналы распространения страховых продуктов и смежные продажи при реализации продуктов банковского сектора. Также произошло активное распространение розничных страховых продуктов⁹⁷.

⁹⁷ Там же.

Страхование жизни

По данным Fitch Solutions был выделен **Топ-3 компаний страхования жизни Таиланда**⁹⁸:

Компания страхования жизни	Страховые премии компаний за 2017 год (миллионы долларов)
AIA	3 306,25
Muang Thai Life	2 992,19
Thai Life Insurance	2 403,93

На примере лидера рынка страхования жизни, компании AIA, можно рассмотреть структуру инвестиций:

Структура инвестиций компании AIA за 2018 г.



Страхование иное, чем страхование жизни

По данным Fitch Solutions был выделен **Топ-3 компаний страхования иного, чем страхование жизни** по размеру страховой премии Таиланда:

Компания страхования иного, чем страхование жизни	Страховые премии компаний за 2017 год (миллионы долларов)
Viriyah Insurance	1 065,87
Dhipaya Insurance	574,98
Bangkok Insurance	452,91

⁹⁸ Опубликованная отчетность компаний.

Пенсионные фонды

Компоненты пенсионной системы

Пенсионная система Таиланда является сложной по структуре – различные схемы пенсионного страхования и обеспечения существуют для различных возрастов, обладают различным фондированием и уровнем риска.

Пенсионная система Таиланда включает в себя три компонента⁹⁹:

- Страховая пенсия.
- Трудовая пенсия.
- Добровольная пенсия.

Страховая пенсия¹⁰⁰

Пенсия по старости была введена в 1992 году. Основная цель – обеспечение социальной защиты работников, которые не могли участвовать в иных пенсионных программах, предлагаемых правительством. Финансирование производится напрямую из государственного бюджета. Программа покрывает всех граждан за исключением государственных работников и является пожизненной. Выход на пенсию разрешен в 60 лет. Суммы выплат повышаются с возрастом и индексируются на размер инфляции каждые 5-10 лет.

Трудовая пенсия для государственных работников¹⁰¹

Предоставляется работникам, поступившим на государственную службу до 1997 г. и обладающих не менее, чем 25-летним стажем. В случае если стаж составляет от 10 до 25 лет, пенсионер получит только разовую выплату в момент выхода на пенсию. Сотрудники, поступившие на службу после 1997 г., автоматически подключаются к новой программе пенсии для государственных служащих.

Основной целью введения новой системы было развитие рынка капитала Таиланда. Участники программы должны вносить не менее, чем 3% и не более, чем 15% заработной платы. Верхний лимит связан с порогом налоговых льгот. В дополнение к вносимым работником средством государство добавляет сумму в размере 5% заработной платы.

В конце 2017 г. данная программа имела более миллиона участников. Фонд, управляющий средствами пенсионеров, предлагает 5 инвестиционных политик от вложений в денежный рынок до фондов жизненного цикла. По достижении пенсионного возраста участники имеют право

⁹⁹ The pension system in Thailand. - URL: <http://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2019/03/NJACM3-2SP19-07.pdf> (дата обращения 2019-10-01).

¹⁰⁰ Там же.

¹⁰¹ Там же.

снимать накопленные средства в удобном им графике или получить всю накопленную сумму разом. Аннуитет по данной программе не предусмотрен.

Трудовая пенсия для официально занятых работников (Фонд социальной защиты)¹⁰²

Данный фонд был основан в 1972 г. Данный фонд предоставляет пенсии по старости, инвалидности, безработице, оплачивает декретные отпуска, больничные и содействует проведению похорон. Фонд финансируется как сотрудниками, так и работодателями. Офис социальной защиты при Министерстве труда осуществляет управление фондом и обработку страховых случаев.

Вступление в программу является обязательным для каждого сотрудника компаний, зарегистрированных в Таиланде. Ставка взносов составляет 5% для сотрудников и работодателей. Государство вносит дополнительно 2,75% в Фонд, однако максимальная величина зарплаты для которой осуществляется дополнительный взнос составляет 15 000 бат.

Функционирование фонда регламентируется Актом о фонде социальной защиты (Social Security Fund Act).

Пенсии выплачиваются по достижении 55-летнего возраста при условии, что суммы вносились за сотрудника более чем 180 месяцев. Величина пенсии рассчитывается как 20% от средней зарплаты за последние 5 лет до выхода на пенсию, но не более, чем 15 000 бат. За каждый следующий год после истечения 180 месяцев ставка начислений повышается на 1,5%, при этом итоговая ставка не может превышать 50%.

В случае если отчисления производились от 12 до 180 месяцев, пенсионеру будет выплачена сумма уплаченных взносов и накопленного инвестиционного дохода.

В случае если сотрудник уволится до возраста 55 лет, но продолжит вносить взносы в фонд, величина пенсии будет рассчитана по специальной формуле.

Сотрудники, трудоустроенные неофициально, также могут вносить суммы в данный фонд, для получения пенсии должна уплачиваться сумма не менее 100 бат не менее, чем 40 месяцев. Для данной категории сотрудников государство будет софинансировать по 100 бат в месяц. Максимальная величина пенсий в данном случае будет составлять 600 бат.

Добровольная пенсия – Национальный сберегательный фонд¹⁰³

Данный фонд был учрежден в 2011 г. для развития системы добровольного пенсионного обеспечения в секторе неофициальной занятости. Данный фонд производит выплату пенсий,

¹⁰² Там же.

¹⁰³ Там же.

снятие полной суммы по достижению пенсионного возраста невозможно.

Данная программа ориентирована на малоимущих работников, поэтому минимальный объем суммы к уплате составляет 50 бат, а максимальный – 13 200 бат в год. Ограничение связано с обязанностью государства софинансировать пенсию на величину взносов, а также необходимостью обеспечения возможности выплат на срок начиная до 20 лет с даты выхода на пенсию. Величина софинансирования ограничена суммой от 600 до 1 200 бат в зависимости от возраста работника. Софинансирование со стороны государства прекращается при официальном трудоустройстве работника. Минимальная доходность соответствует средней ставке по 12-месячному депозитам, предлагаемым в государственном сберегательном банке, сельскохозяйственном банке и сельскохозяйственных кооперативах, а также 5 крупнейших банках Таиланда. Результатом гарантии доходности является превалирование ценных бумаг с процентным доходом, поскольку управляющие не имеют мотивации для получения более высоких доходов.

Возраст выхода на пенсию по данной программе составляет 60 лет. Величина ежемесячной пенсии составляет 1/240 величины пенсионных накоплений. В случае если пенсионер умирает до достижения 80-летнего возраста, остаток на пенсионном счету переходит по наследству к законным наследникам. В случае достижения 80-летнего возраста дальнейшее пенсионное обеспечение осуществляется государством.

По состоянию на конец 2017 г. в фонде было свыше 540 тысяч застрахованных (0,78% от общего населения). Величина управляемых активов составляла 3 589 млн. бат.

Добровольная пенсия – добровольное страхование¹⁰⁴

Работодатели имеют возможность добровольно учреждать пенсионные фонды для сотрудников. Взносы в данные фонды освобождаются от налогов как для работодателя, так и для сотрудника. Исходя из этого, установлены следующие ограничения по взносам – от 2% до 15% величины зарплаты. Сотрудники также имеют право самостоятельно устанавливать величину личных взносов, но не более 15%. В случае выхода на пенсию или осуществления разового снятия суммы до достижения 55-летнего возраста величина накопленных средств облагается налогом по действующей ставке.

По состоянию на 2017 г. существовало 387 индивидуальных фондов, покрывающих около 3 млн. из 16,8 млн. официально трудоустроенных сотрудников.

Возможно учреждение двух типов фондов:

- Единый фонд (Single fund) – для его управления компания может нанять команду менеджеров;
- Портфельный фонд (Pooled fund) – продукты для инвестирования приобретаются у

¹⁰⁴ Там же.

существующих управляющих компаний.

Первый тип является более распространенным среди крупных компаний, поскольку управляющие комитеты обеспечивают большие возможности для изменения направлений вложения и большее разнообразие активов для инвестирования. Набирают популярность планы самостоятельного управления (DIY plan), предоставляющие больше гибкости по изменению направлений инвестирования самими сотрудниками.

Добровольная пенсия – паевые пенсионные инвестиционные фонды и пенсионное страхование¹⁰⁵

Паевой пенсионный инвестиционный фонд (Retirement Mutual Fund (RMF)) – фонд фиксированных взносов, в отношении которого государство предоставляет налоговые вычеты для стимулирования пенсионных инвестиций среди домохозяйств. Величина налогового вычета ограничена 15% величины годовой зарплаты, но не более 500 000 бат. Величина инвестиционного дохода и разовая сумма выплат при выходе на пенсию также освобождается от налогов.

Возможность выхода на пенсию для получения разовой выплаты предоставляется начиная с возраста 55 лет. Величина взносов должна составлять не менее 3% годовой зарплаты и 5 000 бат в год. Взносы не обязательно должны вноситься со строгой периодичностью.

Для возможности получения налогового вычета сотрудник должен вступить в фонд не позднее, чем за 5 лет до выхода на пенсию. Взносы в RMF вносятся до момента выхода на пенсию.

Существует конкурирующий фонд Long Term Equity fund (LTE), в отношении которого также действуют соответствующие налоговые льготы.

Фонд LTE обгоняет RMF по динамике роста, величина активов под управлением в 2017 г. составила 397 млрд. бат по сравнению с 254 млрд. бат у RMF.

Также существует опция приобретения пенсионного страхового полиса с возможностью налогового вычета в размере не более 200 000 бат в год.

¹⁰⁵ Там же.

Приложение 4. Обзор российского рынка коллективных инвестиций

Рынок доверительного управления

На конец 2013 г. объем рынка доверительного управления и коллективных инвестиций составил 3,6 трлн. руб. За 2013 год абсолютный прирост рынка ДУ составил 500 млрд. руб., относительный – 17%. Основным драйвером рынка ДУ в 2013 г. были пенсионные накопления НПФ, обусловив 56% прироста рынка. Заметный вклад в объемы рынка ДУ внесли также ЗПИФы, пенсионные резервы НПФ и индивидуальное доверительное управление, обеспечив прирост рынка на 20%, 20% и 14% соответственно. Таким образом, рынок на 76% вырос за счет пенсионных средств. Лидером как по абсолютному, так и по относительному росту в 2013 г. стали пенсионные накопления НПФ, нарастив 280 млрд. руб., или 42%.

В 2014 г. рынок доверительного управления и коллективных инвестиций, лишившись притока пенсионных накоплений, вырос всего на 6% до отметки в 3,8 трлн. руб., показав рекордно низкие темпы прироста начиная с 2008 г. Поддержку рынку в условиях пенсионной «заморозки» оказал сегмент ЗПИФов, показав абсолютный рост в размере 126 млрд рублей, и военная ипотека (+35 млрд. руб.). Значительный приток капитала в ЗПИФы во многом объясняется их привлекательностью для целей налоговой оптимизации, привлечения долевого, проектного и венчурного финансирования. Розница в условиях девальвации в 2014 году, напротив, сокращалась: ОПИФы и ИПИФы – на 21 млрд. руб., средства в индивидуальном доверительном управлении – на 10 млрд рублей. Оттоки средств розничных клиентов были вызваны снижением доходности в условиях повышенной волатильности на финансовых рынках, негативными прогнозами состояния экономики, повышением ставок по банковским депозитам, а также низким уровнем доверия населения к рынку ценных бумаг в целом.

В ожидании пенсионной «разморозки» рынок менялся структурно в пользу кэптивных УК. За 2014 г. объем пенсионных накоплений НПФ под управлением кэптивных УК вырос на 150 млрд. руб., а их доля в сегменте достигла почти 80% (+6 п.п.). Рыночные же пенсионные УК потеряли порядка 13%. Большинство крупнейших НПФ предпочли консолидировать пенсионные накопления в одной кэптивной формально неаффилированной УК. Среди последователей диверсификации также лидировали схемы с созданием нескольких формально неаффилированных кэптивных УК (20% крупнейших НПФ). В рамках этой практики встречались вариации: изменение структуры собственности «якорной» УК, обмен активами внутри одной финансовой группы для разрыва формальной цепочки собственности, создание внутри финансовой группы отдельной формально неаффилированной УК со специализацией на управлении пенсионными накоплениями. Среди последователей диверсификации лидировали также схемы с созданием нескольких формально неаффилированных кэптивных УК (20% крупнейших НПФ). Диверсификация пенсионных накоплений по кэптивным и рыночным УК встречалась, но реже всего (15% крупнейших НПФ).

Концентрация пенсионных накоплений в кэптивных УК привела к росту рисков инвестиций в связанные стороны. Размещение пенсионных накоплений в «родственных» УК часто сопровождалось кэптивным характером инвестиций. Невысокая ликвидность и, как следствие, низкая подверженность ценовой волатильности объектов вложений позволила кэптивным УК показать доходность выше рыночной и более высокий финансовый результат по итогам 2014 г. Но

кэптивный характер размещения повысил риски инвестиций в связанные стороны. Распространенным стало инвестирование пенсионных накоплений в ИСУ, надежность которых агентство не могло высоко оценить и кредитное качество которых даже при наличии арендного потока не соответствовало рейтингу A++ (по старой шкале «Эксперт РА»), необходимому в тот период времени для инвестирования пенсионных накоплений.

По итогам 2015 г. рынок доверительного управления и коллективных инвестиций составил порядка 4,8 трлн. руб., показав рекордно высокие темпы прироста – 26%. Основной причиной стала «разморозка» пенсионных накоплений, которая обеспечила приток порядка 550 млрд. руб. По итогам 2015 г. доля пенсионных накоплений НПФ в структуре рынка ДУ и коллективных инвестиций достигла 39%.

Кроме того, в 2015 г. значительно увеличился объем активов как физических лиц, так и корпоративных клиентов в индивидуальном доверительном управлении – совокупно на 160 млрд. руб. Помимо внутригрупповых историй, причинами столь значительного роста стали возросшие преимущества индивидуального доверительного управления в условиях снижения ставок по депозитам, чистки банковского рынка, девальвации и санкций. Отрицательная динамика наблюдалась в 2015 г. только по эндаумент-фондам (-9 млрд. руб.).

Пенсионная «разморозка» выявила повышенные риски ликвидности вложений УК. НПФ, которые не вступили в систему гарантирования, столкнулись со сложностями выполнения обязательств по переводу средств ушедших клиентов в другие НПФ. Риски ликвидности были наиболее характерны для кэптивных УК, инвестирующих в связанные активы бенефициаров фондов. Доля кэптивных УК на рынке пенсионных накоплений осталась высокой на уровне 80%.

Крупнейшие УК по объему средств в управлении на конец 2014 г.

№	Управляющая компания	Объем средств под управлением, млн. руб.
1	Лидер	439 292
2	Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями ¹⁰⁶	241 041
3	ТРАНСФИНГРУП	224 852
4	Группа УК "РЕГИОН" ¹⁰⁷	192 841
5	Навигатор	190 336
6	Группа «КапиталЪ Управление активами» ¹⁰⁸	176 358
7	Газпромбанк - Управление активами	164 719
8	Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами ¹⁰⁹	140 606
9	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	120 967
10	Альфа-Капитал	103 402
11	Эверест Эссет Менеджмент	97 450
12	Менеджмент-консалтинг	93 232
13	Управление Сбережениями	85 761
14	АГАНА	85 338
15	Группа компаний ТРИНФИКО ¹¹⁰	73 089

Источник: «Эксперт РА»

По итогам 2016 г., по оценкам «Эксперт РА», рынок ДУ и коллективных инвестиций вырос на 15% и достиг 5,5 трлн. руб. Наибольший вклад в прирост рынка обеспечили пенсионные накопления НПФ (порядка +400 млрд. руб.) и пенсионные резервы (около +110 млрд. руб.). Драйверами сегмента пенсионных накоплений традиционно стали переходная кампания и результаты инвестирования.

Распределение пенсионных накоплений НПФ по УК выглядело диверсифицированным: 80% фондов из топ-10 по объему пенсионных накоплений имели более трех управляющих по пенсионным накоплениям. При этом большая часть пенсионных накоплений была сосредоточена в кэптивных УК. По оценкам агентства, средняя доля кэптивных УК в пенсионных накоплениях крупнейших НПФ составила около 90%.

¹⁰⁶ Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями: 1) ЗАО «ВТБ Капитал Управление Активами»; 2) ООО «ВТБ Капитал Пенсионный Резерв»

¹⁰⁷ Группа УК «РЕГИОН»: 1) ООО «РЕГИОН Портфельные инвестиции»; 2) ЗАО «РЕГИОН Эссет Менеджмент»; 3) ООО «РЕГИОН Девелопмент»; 4) ООО «РЕГИОН Траст»

¹⁰⁸ Группа «КапиталЪ Управление активами»: 1) ООО «Управляющая компания «КапиталЪ»; 2) ЗАО «КапиталЪ Управление активами»; 3) ООО «УК КапиталЪ ПИФ»

¹⁰⁹ Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами: 1) ЗАО "Сбербанк Управление Активами"; 2) ООО "УК "Пенсионные накопления"

¹¹⁰ Группа компаний «ТРИНФИКО»: 1) ЗАО «Управляющая компания «ТРИНФИКО»; 2) ООО «ТРИНФИКО Пропети Менеджмент»; 3) ЗАО «ТРИНФИКО»

**Крупнейшие УК по объему пенсионных накоплений НПФ в управлении на конец
2014 г.**

№	Управляющая компания	Накопления НПФ, млн. руб.
1	Навигатор	142 301
2	Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями	74 682
3	Управление Сбережениями	71 323
4	Менеджмент-консалтинг	64 982
5	Группа «КапиталЪ Управление активами»	57 734
6	Лидер	57 468
7	Интерфин КАПИТАЛ	57 043
8	Север Эссет Менеджмент	46 061
9	Группа УК "РЕГИОН"	44 828
10	ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс	42 322
11	Партнер	41 503
12	АГАНА	41 099
13	ТРАНСФИНГРУП	38 124
14	Пенсионная сберегательная компания	32 914
15	Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами	32 895

Источник: «Эксперт РА»

Также 2016 г. стал годом активного роста розницы. Завершение сроков депозитов, заключенных по высоким ставкам, привело к росту интереса к инвестиционному страхованию жизни и доверительному управлению средствами физических лиц. В относительном выражении наиболее высокие темпы прироста в 2016 г. продемонстрировали резервы страховых компаний за счет продаж ИСЖ (+38%). Сегмент индивидуального доверительного управления средствами физических лиц на фоне низких ставок по депозитам и укрепления рубля вырос на 28%, розничные фонды прибавили 16%. Кроме этого, популярность услуг индивидуального доверительного управления средствами частных инвесторов росла на фоне деофшоризации и массового отзыва лицензий банков.

По итогам 2016 г. крупнейшими сегментами на рынке ДУ и коллективных инвестиций остались пенсионные накопления НПФ (с долей 41%), ЗПИФы (18%) и пенсионные резервы НПФ (17%).

За 2017 г., по оценкам «Эксперт РА», рынок ДУ и коллективных инвестиций вырос на 16% и достиг 6,4 трлн. руб. В 2017 г. наиболее заметный вклад в прирост рынка в абсолютных цифрах дали пенсионные накопления НПФ и ЗПИФы. Помимо прироста по результатам инвестирования пенсионные накопления НПФ увеличились за счет притоков по итогам пенсионной переходной кампании 2016 г., в рамках которой НПФ удалось привлечь 234 млрд. руб. средств «молчунов». Рост сегмента ЗПИФов в основном был связан с отдельными сделками крупных и средних клиентов.

2017 г. стал годом ренессанса доверительного управления средствами частных инвесторов. Объем ОПИФов и ИПИФов вырос на 87 млрд. руб., а средства физических лиц в индивидуальном доверительном управлении – на 131 млрд. руб. В относительном выражении эти сегменты показали наибольшие темпы прироста: ОПИФы и ИПИФы выросли на 64% по сравнению с 2016 г., ДУ средствами физических лиц – на 53%.

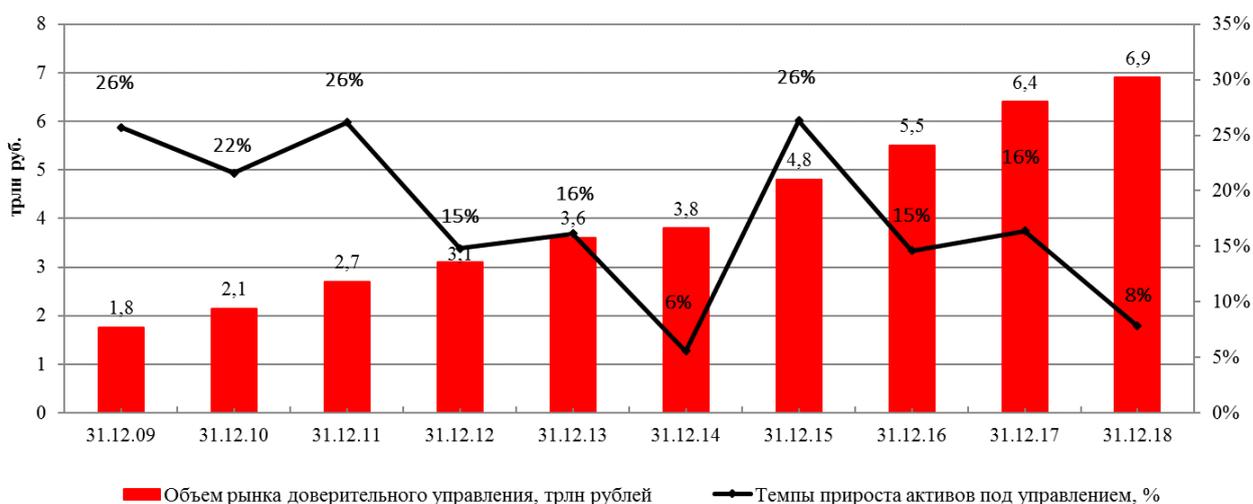
Активизация розничного сегмента обусловлена в первую очередь снижением ставок по банковским вкладам. По данным Банка России, за 2017 г. средняя ставка по депозитам физических лиц срочностью один год снизилась на 1,2 п. п., до 5,3%. За 2017 г. число пайщиков ОПИФов и ИПИФов увеличилось на 9% (с 312 тыс. до 342 тыс. человек), а количество клиентов – физических лиц ДУ стало в 2,3 раза выше (с 33 тыс. до 75 тыс. человек).

Доля сегментов управления средствами частных инвесторов (ОПИФы и ИПИФы, ДУ средствами физических лиц) в общей структуре рынка выросла за 2017 г. с 8% до 10%. Крупнейшими сегментами остались пенсионные накопления НПФ (с долей 40%), ЗПИФы (19%) и пенсионные резервы НПФ (16%).

По итогам 2018 г., по оценкам «Эксперт РА», рынок ДУ и коллективных инвестиций вырос на 8% и составил порядка 6,9 трлн. руб.

2018 г. стал рекордным по объему привлеченных средств частных инвесторов. Суммарный объем средств в ОПИФах и ИПИФах, а также средств физических лиц в индивидуальном доверительном управлении вырос почти на 250 млрд. руб. Основной драйвер роста рынка ДУ и коллективных инвестиций последних лет – пенсионные накопления – показал самые низкие результаты с 2015 г. как в абсолютных (+166 млрд. руб.), так и в относительных (+7%) значениях. В числе причин агентство отмечает снижение активности граждан по переводу средств из ПФР в НПФ, а также значительные потери сегмента в IV квартале 2018 г. в результате переоценки активов.

По итогам 2018 г. рынок ДУ и коллективных инвестиций достиг 6,9 трлн. руб.



Источник: «Эксперт РА»

По сведениям ПФР, объем средств, переданных НПФ по итогам переходной кампании 2017 г., составил 163 млрд. руб. С точки зрения инвестиционного результата 2018 г. оказался не самым удачным для пенсионных накоплений НПФ. По данным УК, принимавших участие в анкетировании «Эксперт РА», объем средств пенсионных накоплений в управлении в 2018 г. снижался 2 квартала подряд. Так, в III квартале сокращение составило 6,9 млрд. руб. (-0,3%), в IV квартале в результате переоценки ряда активов сегмент потерял более 53 млрд. руб. (-11,5%).

Крупнейшие УК по объему средств в управлении на конец 2018 г.

№	Управляющая компания	Объем средств под управлением, млн рублей
1	Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами ¹¹¹	786 935
2	Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями ¹¹²	752 610
3	Группа управляющих компаний «ОТКРЫТИЕ» ¹¹³	686 029
4	ТКБ Инвестмент Партнерс	533 048
5	Группа УК «РЕГИОН» ¹¹⁴	516 384
6	Лидер	474 963
7	Альфа-Капитал	343 913
8	Газпромбанк - Управление активами	334 513
9	Прогрессивные инвестиционные идеи	295 458
10	ТРАНСФИНГРУП	239 301
11	Ай Кью Джи Управление Активами	177 334
12	Группа «КапиталЪ Управление активами» ¹¹⁵	102 650
13	РСХБ Управление Активами	98 267
14	Ингосстрах-Инвестиции	94 473
15	Конкорд Управление Активами	92 170

Источник: «Эксперт РА»

На фоне устойчивого снижения активности граждан по переводу средств из ПФР в НПФ и невысоких инвестиционных результатов 2018 г. этот сегмент уступил лидирующие позиции по приросту в абсолютных значениях совокупным результатам направлений доверительного управления средствами розничных и состоятельных частных клиентов, которые продемонстрировали рекордный прирост в 2018 г. Объем ОПИФов и ИПИФов вырос на 100 млрд.

¹¹¹ Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами: 1) АО «Сбербанк Управление Активами»; 2) ООО «УК «Пенсионные накопления».

¹¹² Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями: 1) АО «ВТБ Капитал Управление Активами»; 2) ООО «ВТБ Капитал Пенсионный Резерв» 3) ООО «ВТБ Капитал АйТуБиЭф Инновейшн Партнерс»; 4) «ВТБК Эссет Менеджмент Интернешнл Лимитед».

¹¹³ Группа управляющих компаний «ОТКРЫТИЕ»: 1) ООО «УК «ОТКРЫТИЕ»; 2) ООО «Менеджмент консалтинг»; 3) ООО «Управляющая компания «Навигатор».

¹¹⁴ Группа УК «РЕГИОН»: 1) АО «РЕГИОН ЭсМ»; 2) ООО «РЕГИОН Траст»; 3) ООО «УК Портфельные инвестиции»; 4) ООО «РЕГИОН Девелопмент»; 5) АО «УК «РЕГИОН Инвестиции».

¹¹⁵ Группа «КапиталЪ Управление активами»: 1) ООО «Управляющая компания «КапиталЪ»; 2) АО «КапиталЪ Управление активами»; 3) ООО «УК КапиталЪ ПИФ».

руб., а средства физических лиц в индивидуальном доверительном управлении – на 147 млрд. руб. В относительном выражении наиболее высокие темпы прироста второй год подряд также демонстрируют ОПИФы и ИПИФы и доверительное управление средствами физических лиц (+45% и +39% соответственно за 2018 г.).

Количество клиентов – физических лиц в ДУ удвоилось в 2018 г. и достигло почти 150 тыс. человек. Число пайщиков ОПИФов и ИПИФов увеличилось более чем на 100 тыс. человек и превысило отметку в 460 тыс. человек.

Крупнейшие УК по объему активов в ОПИФах и ИПИФах на конец 2018 г.

№	Управляющая компания	ОПИФы, ИПИФы, млн рублей
1	Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами	62 319
2	Альфа-Капитал	51 833
3	Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями	42 696
4	Райффайзен Капитал	35 798
5	Газпромбанк - Управление активами	32 424
6	УРАЛСИБ	13 255
7	Атон-менеджмент	11 933
8	РСХБ Управление Активами	11 255
9	Система Капитал	10 963
10	Группа компаний «ТРИНФИКО» ¹¹⁶	6 272

Источник: «Эксперт РА»

¹¹⁶ Группа компаний «ТРИНФИКО»: 1) АО «Управляющая компания «ТРИНФИКО»; 2) ООО «ТРИНФИКО Пропети Менеджмент»; 3) ЗАО «ТРИНФИКО».

Крупнейшие УК по объему средств в ИДУ и прочих видов ДУ физических лиц в управлении на конец 2018 г.

№	Управляющая компания	Остальное ДУ физических лиц, млн рублей
1	Альфа-Капитал	241 688
2	Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами	124 187
3	Компании бизнеса ВТБ Капитал Управление Инвестициями	71 063
4	Группа управляющих компаний «ОТКРЫТИЕ»	28 556
5	Райффайзен Капитал	15 657
6	БКС ¹¹⁷	11 554
7	Газпромбанк - Управление активами	7 606
8	ПРОМСВЯЗЬ	7 198
9	Ингосстрах-Инвестиции	3 226
10	УРАЛСИБ	2 995

Источник: «Эксперт РА»

Индивидуальные инвестиционные счета (ИИС), открываемые в УК, представляют незначительную часть розничного бизнеса управляющих. Тем не менее УК играют все более заметную роль на рынке ИИС, которые стартовали в 2015 г. с целью выравнивания налоговых условий для инвестиций физических лиц в разные виды активов и стимулирования долгосрочного внутреннего инвестора.

На конец 2017 г. количество таких счетов, открытых 15 крупнейшими участниками Московской биржи (на них приходилось около 98% рынка ИИС), составило почти 300 тыс., увеличившись в полтора раза за год, а объем средств на счетах клиентов превысил 20 млрд. руб. На конец 2018 г. количество зарегистрированных на Московской бирже ИИС составило почти 600 тыс., что в 2 раза превышает показатель 2017 г. Совокупный объем средств, размещенных на ИИС (через брокерские и управляющие компании), по данным НАУФОР, увеличился за 2018 г. в 2,7 раза, составив на конец 2018 г. более 120 млрд. руб.

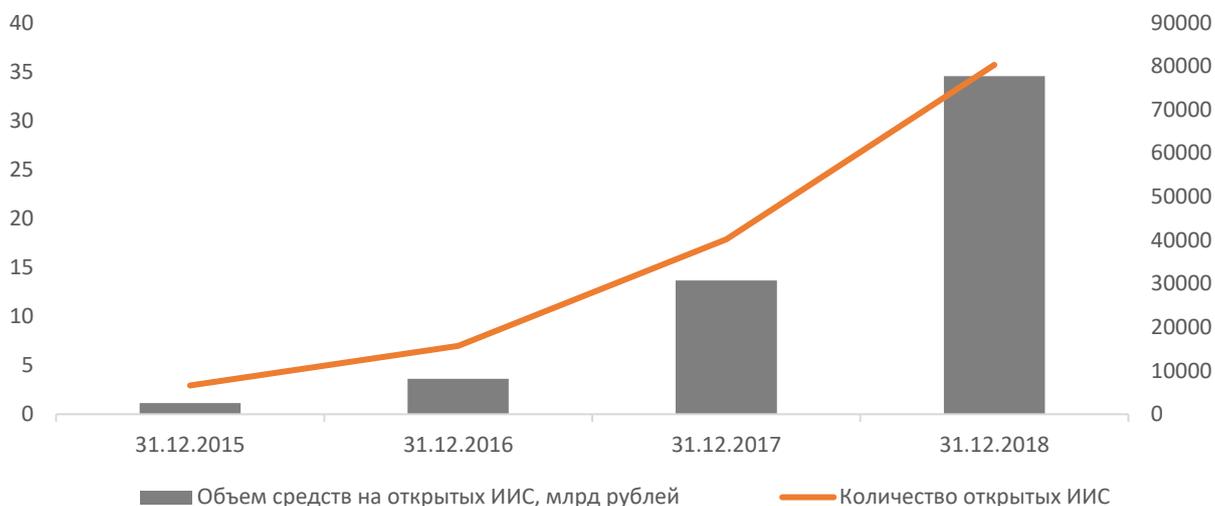
Управляющие компании сохраняют свои позиции в этом сегменте рынка. По итогам 2018 г. на долю УК приходилось 14% от открытых на Московской бирже ИИС. В денежном выражении управляющие второй год подряд удерживают существенную долю – около 30% от совокупного объема средств на ИИС. За 2018 г. общее количество ИИС, открытых в УК, удвоилось и превысило отметку в 80 тыс. счетов. При этом активность клиентов заметно выросла: если в 2016 и 2017 гг. доля открытых нулевых счетов от общего количества открытых ИИС колебалась в диапазоне 5-6%, то по итогам 2018 г., по данным опроса УК, их доля составила всего 0,3%.

Совокупный объем средств, размещенных клиентами на ИИС, вырос за 2018 г. в 2,5 раза и составил почти 35 млрд. руб., однако, в объеме бизнеса УК ИИС играют незначительную роль: на

¹¹⁷ БКС: 1) АО УК "Брокеркредитсервис"; 2) ООО УК «БКС — Фонды недвижимости».

конец 2017 г. доля средств на ИИС составляла всего 2,3% от общего объема бизнеса УК по управлению средствами физических лиц, на конец 2018 г. их доля выросла до 6,5%.

Объем средств, размещенных клиентами управляющих компаний на ИИС



Источник: «Эксперт РА»

При этом на конец 2017 г. три УК (компании бизнеса Сбербанк Управление Активами, УК «ОТКРЫТИЕ» и УК «Альфа-Капитал») консолидировали практически весь сегмент как по количеству открытых счетов, так и по объему средств на них. В 2018 г. концентрация количества открытых ИИС на трех УК снизилась за счет активизации новых игроков в этом сегменте рынка. По данным опроса УК – участниц обзора, по состоянию на 31.12.2018 года на три УК (компании бизнеса Сбербанк Управление Активами, группу управляющих компаний «ОТКРЫТИЕ» и УК «Альфа-Капитал») пришлось 92% счетов против 98% годом ранее. При этом в общем объеме средств ИИС доля компаний бизнеса Сбербанк Управление Активами выросла с 60% до 69%, а доля топ-3 снизилась с 97% до 92%. Размер среднего счета клиента у компаний из топ-10 увеличился на 20% и достиг отметки в 480 тыс. рублей.

Топ-10 УК по количеству открытых ИИС

№	Управляющая компания	Количество открытых ИИС на 31.12.2018	Количество открытых ИИС на 31.12.2017
1	Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами	49 366	19 020
2	Группа управляющих компаний «ОТКРЫТИЕ»	12 788	10 028
3	Альфа-Капитал	12 026	10 202
4	Газпромбанк - Управление активами	3 408	2
5	Группа УК «РЕГИОН»	1 395	27
6	Райффайзен Капитал	561	372
7	БКС	341	285
8	УРАЛСИБ	124	6
9	Ингосстрах-Инвестиции	103	90
10	РСХБ Управление Активами	66	55
Итого:		80 178	40 087

Источник: «Эксперт РА»

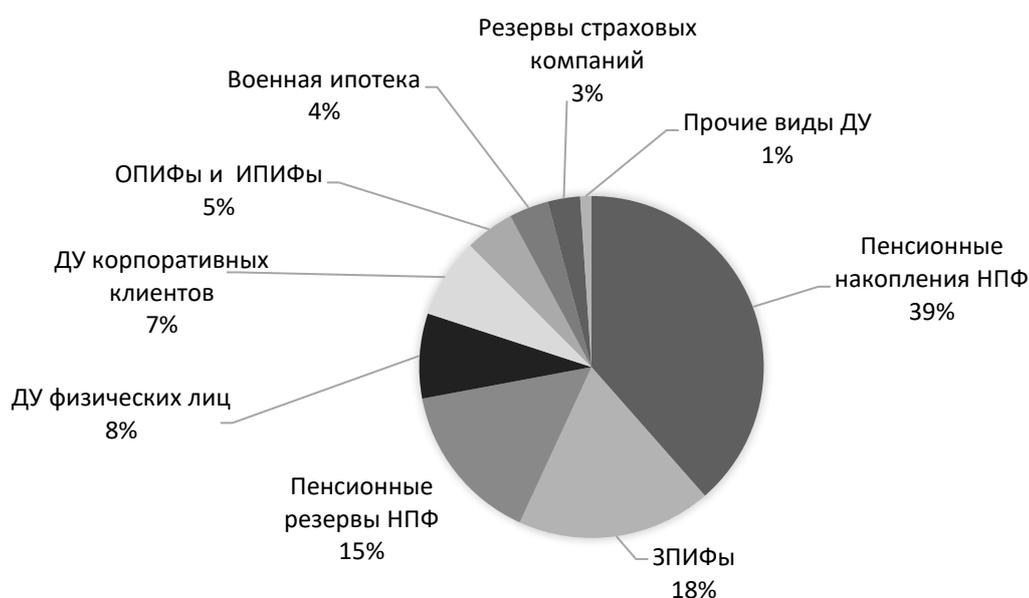
Топ-10 УК по объему средств на ИИС

№	Управляющая компания	Объем средств на ИИС на 31.12.2018, млн. руб.	Объем средств на ИИС на 31.12.2017, млн. руб.
1	Компании бизнеса Сбербанк Управление Активами	23 813	8 203
2	Группа управляющих компаний «ОТКРЫТИЕ»	4 752	2 716
3	Альфа-Капитал	3 166	2 361
4	Газпромбанк - Управление активами	1 088	1
5	Группа УК «РЕГИОН»	1 041	6
6	Райффайзен Капитал	280	153
7	БКС	187	122
8	Ингосстрах-Инвестиции	53	32
9	УРАЛСИБ	45	3
10	РСХБ Управление Активами	38	26
Итого:		34 463	13 623

Источник: «Эксперт РА»

Крупнейшими сегментами на рынке ДУ и коллективных инвестиций остаются пенсионные накопления НПФ (с долей 39%), ЗПИФы (18%) и пенсионные резервы НПФ (15%). Совокупная доля пенсионных активов (НПФ и ПФР) в общей структуре рынка ДУ сократилась на 3%. Доля направлений ОПИФы и ИПИФы, а также ДУ физических лиц по итогам 2018 г. выросла до 13%, увеличившись на 3 п.п.

Структура рынка ДУ и коллективных инвестиций на 31.12.2018



Источник: «Эксперт РА»

На фоне снижения потенциала основных драйверов роста рынка ДУ и коллективных инвестиций в 2019-2020 гг. агентство ожидает инерционного роста рынка преимущественно за счет

инвестиционного дохода. По прогнозам агентства, в 2019 г. объем рынка ДУ и коллективных инвестиций достигнет 7,6 трлн. руб., в 2020 г. – 8,1 трлн. руб.

Потенциал значительного роста основного драйвера рынка ДУ и коллективных инвестиций последних лет – пенсионных накоплений НПФ – исчерпан. В условиях отсутствия притока свежих денег в пенсионную систему динамика сегмента будет зависеть от показателей доходности. Факторами роста помимо доходности текущих активов станет продолжение тренда на рост розницы и индивидуального доверительного управления средствами физических лиц. По оценкам агентства, интерес к инвестиционным продуктам со стороны частных инвесторов в 2019-2020 гг. сохранится, однако, будет в значительной степени зависеть от направления движения ставок по банковским вкладам.

В условиях общего тренда на диджитализацию для привлечения новых клиентов управляющие последние годы повышают комфортность клиентского сервиса (онлайн-консультации, мобильные приложения для онлайн-доступа к личному счету и проч.), что способствует расширению клиентской базы. Кроме того, важным фактором роста объемов вложений граждан на финансовом рынке является активное взаимодействие управляющих компаний с крупными банками в части интеграции продуктовых предложений УК в банковские приложения, а также продвижение продуктов и услуг УК наравне с банковскими. Активное развитие дистанционного обслуживания и заинтересованность кредитных организаций в получении дополнительного комиссионного дохода от продажи инвестиционных продуктов будут способствовать поддержанию спроса на продукты УК, входящих в банковские группы. Однако, агентство отмечает, что в случае агрессивных продаж кредитными организациями инвестиционных продуктов физическим лицам и мисселинга возможен взрывной рост розничных сегментов (ОПИФы, БПИФы), а также индивидуального ДУ средствами физических лиц, который, однако, может смениться резким падением.

Прогноз динамики рынка ДУ и коллективных инвестиций



* Прогноз

Источник: «Эксперт РА»

Рынок негосударственных пенсионных фондов

В 2002 г. в России была проведена реформа пенсионной системы, в результате которой был введен обязательный накопительный компонент пенсионного обеспечения. В период 2002-2004 гг. все женщины, рожденные в 1957 г. и позже, и мужчины, рожденные в 1953 г. и позже стали участниками обязательной накопительной системы. Ежемесячно 2% от заработной платы направлялись на формирование пенсионных накоплений. С 2005 года накопительная часть пенсии стала формироваться только для граждан, рожденных позднее 1 января 1967 г., а размер отчислений был увеличен до 6%. Аккумуляция накопительных взносов происходила либо в Пенсионном фонде России, либо в одном из негосударственных пенсионных фондов. В первом случае управление пенсионными накоплениями осуществляет государственная управляющая компания – ВЭБ или частная УК, во втором – частные УК, выбор которых осуществляет каждый фонд самостоятельно.

Действующая с 2005 г. модель пенсионной системы в течение последующих нескольких лет обеспечивала отрасли стремительный рост, а обязательные пенсионные накопления стали его основным драйвером. К концу 2013 г. рынок НПФ аккумулировал более 27 млн. клиентов и 1,9 трлн. руб., из которых на пенсионные накопления приходилось 1,1 трлн. руб. В то же время уровень регулирования рынка оставался достаточно низким: взрывной рост проходил без адекватных улучшений в показателях финансовой устойчивости и системах риск-менеджмента фондов.

С целью повышения прозрачности и надежности пенсионной отрасли в 2013-2015 гг. была проведена очередная реформа рынка НПФ. Она определила, что до конца 2015 г. все фонды, имеющие лицензию по ОПС, должны акционироваться и вступить в систему гарантирования пенсионных накоплений на базе АСВ. Также фондам предстояло пройти проверку Банка России, который в свою очередь стал единым регулятором рынка. Фонды, работающие с лицензией по НПО, должны были акционироваться до конца 2018 г. Основными требованиями регулятора в ходе проверки НПФ были создание риск-менеджмента или повышение его качества, а также улучшение качества портфелей пенсионных накоплений и капитала. В ходе реформы были также введены требования к достаточности капитала фондов, повышен минимальный объем собственных средств фондов (с 100 до 150 млн. руб.). В результате пенсионной реформы 2013-2015 гг. отрасль НПФ стала прозрачнее, а качество риск-менеджмента и инвестиционной политики фондов улучшилось. На 31.12.2015 процедуру акционирования смогли пройти 74 НПФ, из них 32 фонда вступили в систему гарантирования.

До выполнения требований по акционированию и вступлению в систему гарантирования фонды временно оказались отрезанными от новых поступлений в рамках накопительной системы. Кроме того, на фоне неблагоприятной макроэкономической конъюнктуры в 2014 г. был введен мораторий на отчисления в накопительную часть пенсионной системы, действующий до сих пор. Решение о «заморозке» пенсионных накоплений привело к тому, что по итогам 2014 г. рост рынка ОПС практически остановился. Успешное прохождение процедуры акционирования и вступление в систему гарантирования крупнейшими фондами позволило временно оживить рынок за счет «разморозки» порядка 600 млрд. руб. пенсионных накоплений по переходным кампаниям прошлых 2-х лет и части отчислений в 2013 г. Объем пенсионных накоплений НПФ за год вырос на 51,8% и

к концу 2015 г. достиг 1,7 трлн. руб., а весь объем пенсионных средств НПФ – 2,7 трлн. руб. Количество застрахованных лиц, формирующих свои накопления в НПФ, с учетом результатов переходной компании достигло 30,4 млн. человек. За период с 31.12.2008 по 31.12.2015 доля пенсионных накоплений и резервов в ВВП увеличилась почти в 3 раза: с 1,2 до 3,4%. В то же время при отсутствии практики изъятия пенсионных накоплений в распределительную систему доля пенсионных средств НПФ в структуре ВВП на ту же дату составила бы не менее 4,0%.

Отказ от накопительной составляющей существенно скорректировал вектор развития пенсионного рынка. Только в 2014–2016 гг. в результате изъятия пенсионных накоплений в распределительную систему рынок НПФ, по нашим оценкам, недополучил около 1 трлн. руб. Такое решение не только лишило застрахованных лиц части будущей накопительной пенсии, но и фактически изолировало рынок НПФ от внешних поступлений, ограничив тем самым приток важного ресурса длинных инвестиций в экономику страны.

В условиях, когда рынок лишился существенного потенциала для роста, значительно уменьшилась его инвестиционная привлекательность. Для фондов, не успевших достигнуть планки в несколько десятков миллиардов рублей, влияние этого фактора стало критичным, так как ужесточение требований к НПФ влекло за собой увеличение затрат на инфраструктуру, IT-систему и создание службы управления рисками, что без поддержки инвесторов для многих небольших фондов было сделать невозможно. В связи с этим с 2015 г. стал усиливаться процесс консолидации рынка в руках крупных фондов, а более мелкие фонды стали активно покидать рынок или сливаться с более крупными. За период с конца 2014 г. по конец 2018 г. количество участников рынка уменьшилось более чем в 2 раза, с 120 до 52 фондов. Доля десяти крупнейших фондов по объему пенсионных средств увеличилась с 65,2 до 88,5%, что максимально приблизило структуру отрасли к характеристикам олигополистического рынка.

Доля 10 крупнейших игроков и количество фондов на рынке НПФ



Источник: "Эксперт РА" по данным Банка России

В центре консолидации в первую очередь закрепились фонды, принадлежащие промышленным и финансовым группам, связанным с государством. По итогам 2018 г. их доля на рынке приблизилась к 80%. Существенную роль в этом процессе сыграла санация нескольких крупных частных банков в 2017 г., в результате чего под контроль Банка России попали три фонда, входящие в топ-10 по объему пенсионных средств. Значительный рост концентрации, а также повышение доли государства на рынке ограничили конкуренцию, создав серьезную угрозу небольшим фондам. Вместе с тем, рост присутствия государства на рынке является во многом вынужденной мерой, которая была направлена на решение системных проблем, а также на сохранение стабильности пенсионной системы.

Крупнейшие НПФ по объему активов на 31.12.2014

Место	№ лиц.	Наименование НПФ	Активы фонда, млн. руб.
1	274/2	Негосударственный пенсионный фонд «ГАЗФОНД»	359 968
2	234/2	НО «Негосударственный пенсионный фонд "БЛАГОСОСТОЯНИЕ»	253 058
3	432	ОАО «Негосударственный пенсионный фонд «ЛУКОЙЛ-ГАРАНТ»	175 319
4	431	ОАО «Негосударственный пенсионный фонд «БЛАГОСОСТОЯНИЕ ОПС»	116 113
5	3/2	ОАО «Негосударственный пенсионный фонд электроэнергетики»	115 099
6	41/2	ЗАО «Негосударственный Пенсионный Фонд Сбербанка»	86 282

7	407/2	ОАО «Негосударственный Пенсионный Фонд «РГС»	73 232
8	269/2	АО Негосударственный пенсионный фонд ВТБ Пенсионный фонд	71 301
9	408/2	ЗАО «КИТФинанс негосударственный пенсионный фонд»	65 762
10	430	ОАО «Негосударственный пенсионный фонд ГАЗФОНД пенсионные накопления»	65 156

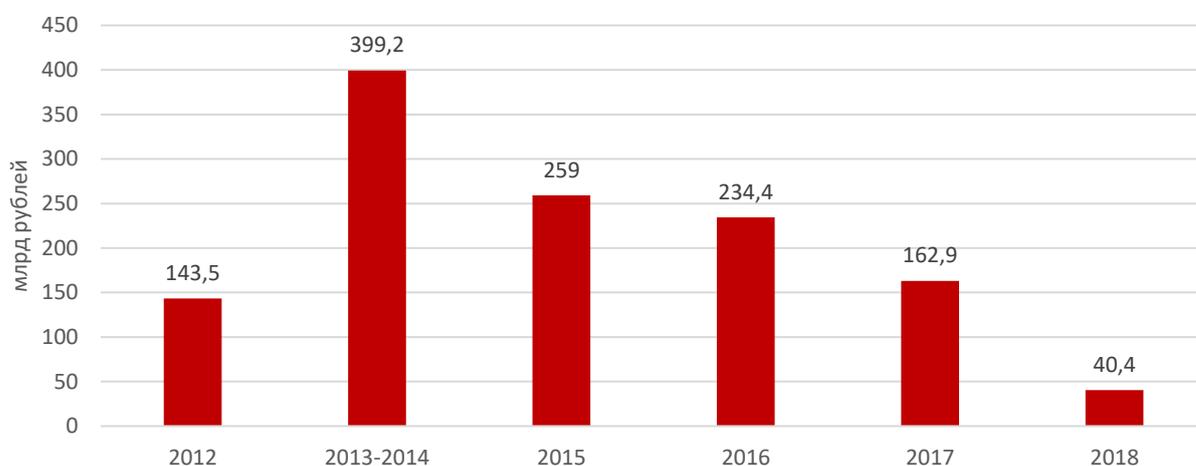
Крупнейшие НПФ по объему активов на 31.12.2018

Место	№ лиц.	Наименование НПФ	Активы фонда, млн. руб.
1	41/2	АО «Негосударственный Пенсионный Фонд Сбербанка»	627 149
2	432	АО «Негосударственный пенсионный фонд «Открытие»	564 937
3	430	АО «Негосударственный пенсионный фонд ГАЗФОНД пенсионные накопления»	541 409
4	274/2	АО «Негосударственный пенсионный фонд ГАЗФОНД»	477 483
5	234/2	АО «Негосударственный пенсионный фонд «БЛАГОСОСТОЯНИЕ»	407 632
6	431	АО "Негосударственный пенсионный фонд "БУДУЩЕЕ"	268 032
7	269/2	АО Негосударственный пенсионный фонд ВТБ Пенсионный фонд	200 019
8	436	АО «Негосударственный пенсионный фонд «НЕФТЕГАРАНТ»	192 675
9	67/2	АО «Негосударственный пенсионный фонд «САФМАР»	177 631
10	346/2	АО «Негосударственный Пенсионный Фонд «Транснефть»	101 711

После введения моратория на отчисления в накопительную часть пенсионной системы драйвером роста рынка становятся средства «молчунов» - граждан, которые до конца 2015 г. не успели перевести свои накопления в НПФ и остались в ПФР. К началу переходной кампании 2015 г. в ПФР пенсионные накопления объемом 1,7 трлн. руб. держали 51,9 млн. застрахованных лиц, что являлось существенным поводом для фондов, чтобы начать активное развитие систем продаж и включиться в борьбу за этот сегмент рынка. По итогам переходной кампании 2015 г. из средств ПФР пенсионные фонды получили 4,1 млн. новых клиентов и 259 млрд. руб. Объем рынка НПФ к концу 2016 г. достиг 3,4 трлн. руб., из них на пенсионные накопления приходилось 2,1 трлн. руб. Переходная кампания следующего года принесла фондам 4,7 млн застрахованных и 234,4 млрд. руб., а прирост пенсионных средств по итогам 2017 г. составил 12,2%. Совокупный объем пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ к концу 2017 г. составил 3,6 трлн. руб., из них на пенсионные накопления пришлось 2,4 трлн. руб., на пенсионные резервы – 1,2 трлн. руб.

Переходные кампании 2015-2016 гг. отмечались крайне агрессивной политикой участников рынка по переманиванию клиентской базы, которая в конечном итоге привела к ряду негативных последствий для рынка. Во-первых, вместе с увеличением количества поданных заявлений граждан о смене фонда резко возросло и количество недобросовестных переводов либо, наоборот, недобросовестных удержаний клиентов фондами, что во многом было связано с уязвимостью законодательной и технической базы, регулирующей смену фондов гражданами. Такая политика привела к череде громких скандалов и массовых судов, что существенно снизило уровень доверия граждан к рынку. Во-вторых, масштабная смена застрахованными лицами фондов создала проблему потери инвестиционного дохода при досрочных переходах, о чем фонды не всегда информировали граждан. По оценкам участников рынка, с 2015 г. граждане из-за досрочных переходов суммарно потеряли около 120 млрд. руб.

Объем пенсионных накоплений, переведенных из ПФР в НПФ



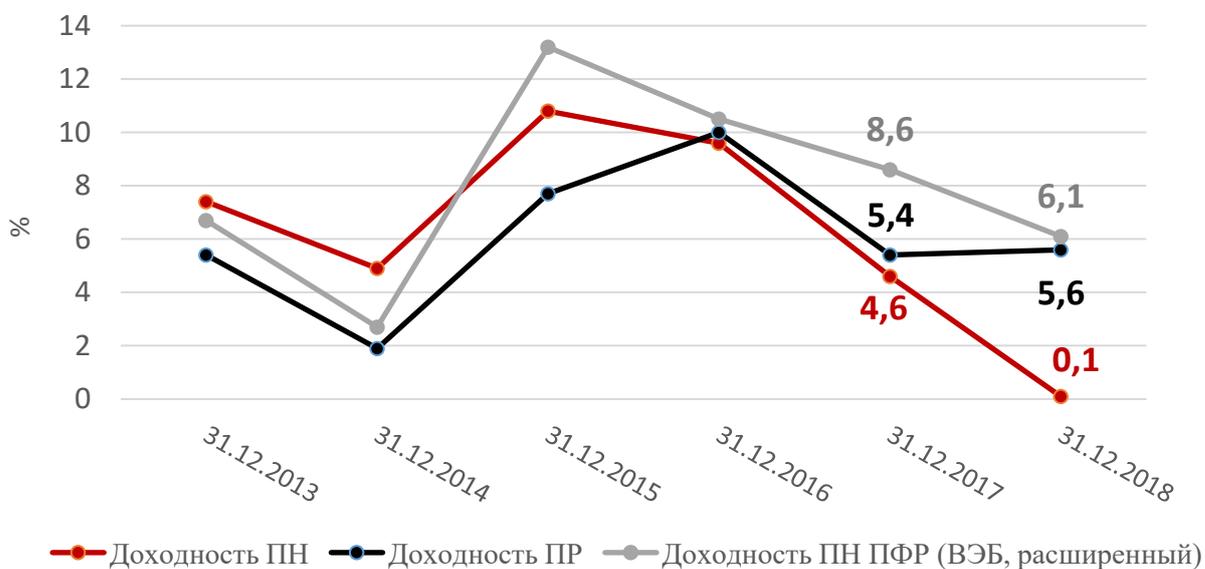
Источник: "Эксперт РА" по данным ПФР

В 2017-2018 гг. стали приниматься активные регулятивные меры, направленные на сокращение количества неправомерных переводов и повышение уровня осведомленности клиентов о потерях инвестиционного дохода, что ограничило переток застрахованных лиц. В 2017 г. НПФ привлекли из ПФР лишь 162,9 млрд. руб. и 2,85 млн. граждан, а показатели переходной кампании 2018 г. оказались на рекордно низком уровне: ПФР на НПФ сменили лишь 587 тыс. человек, а сумма переводов составила 40,4 млрд. руб.

Ухудшение результатов последних переходных кампаний стало следствием не только ужесточения правил переходов, но и снижения интереса к ним самих участников рынка. Высокая волатильность клиентской базы была выгодна далеко не всем фондам, так как для сохранения текущих клиентов, а также привлечения новых застрахованных лиц требовались дополнительные издержки. Ранее из ПФР в НПФ фонды, как правило, стремились привлечь наиболее «маржинальных» клиентов, высокий размер счета которых позволял оперативно окупить затраты на их привлечение. За несколько лет активных переходов клиентская база ПФР с высоким счетом практически исчерпалась, и для фондов привлекательность этого источника роста снизилась.

Все менее очевидными виделись преимущества перевода своих средств в НПФ и застрахованным, чьи накопления оставались в ПФР. Показатели надежности и доходности от фонда к фонду существенно разнились. При этом накопленная с 2009 г. по 2016 г. среднерыночная доходность НПФ лишь незначительно превышала накопленную за этот период инфляцию. В 2017 г. на рынке реализовались риски, связанные с невысоким качеством активов ряда фондов, что оказало существенное негативное влияние на репутацию рынка. Четыре крупных фонда зафиксировали отрицательную доходность пенсионных накоплений, что было вызвано отрицательной переоценкой финансовых активов, связанных с банками, в отношении которых была запущена процедура санации. По итогам 2017 г. средневзвешенная доходность инвестирования пенсионных накоплений опустилась до 4,1% при доходности корпорации ВЭБ.РФ, управляющей средствами «молчунов», на уровне 8,6% по расширенному портфелю. Продолжение в 2018 г. масштабной расчистки инвестиционных портфелей ряда фондов оказало еще больший негативный эффект на среднерыночную доходность, чем годом ранее. К этому фактору добавились неблагоприятная внешнеэкономическая конъюнктура и усиление санкционного давления. Несмотря на то, что доходность группы отдельных фондов, в том числе крупных, по итогам 2018 г. превысила не только инфляцию, но и результаты ВЭБ.РФ, средневзвешенная доходность инвестирования пенсионных накоплений лишь немногим превысила нулевую отметку (0,1%).

Динамика доходности пенсионных накоплений и резервов



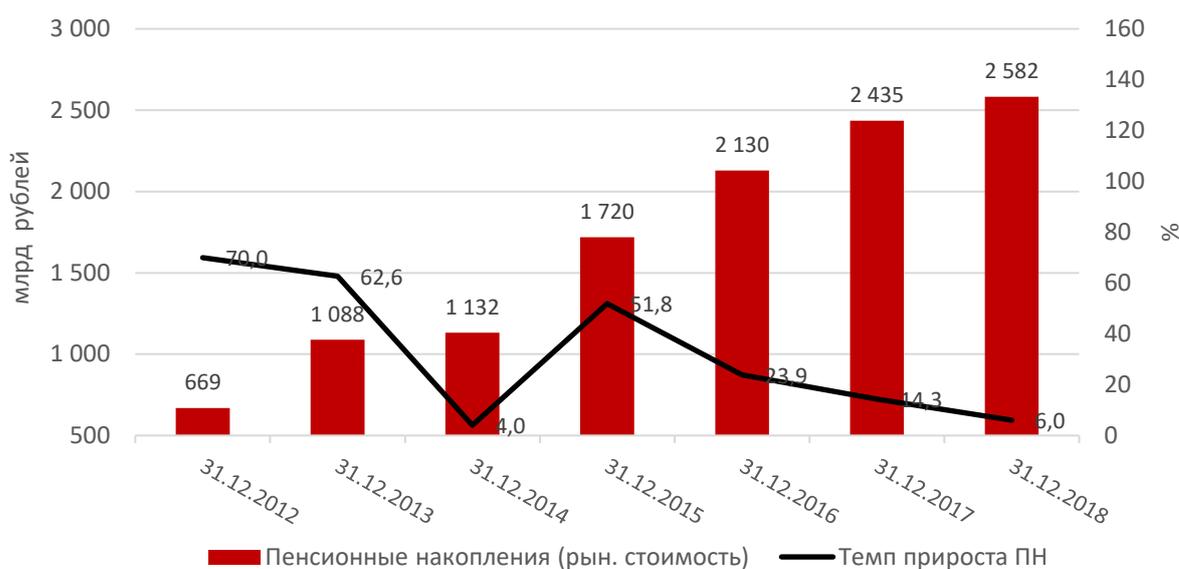
Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Снижение результатов переходных компаний, а также невысокие среднерыночные показатели доходности фондов оказывали сдерживающее влияние на темпы прироста рынка НПФ в 2017-2018 гг. В 2017 г. темп прироста рынка НПФ замедлился до 12,2%. Совокупный объем пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ составил 3,6 трлн. руб., из них на пенсионные накопления пришлось 2,4 трлн. руб.

На фоне отсутствия новых источников поступлений пенсионных средств замедление темпов роста рынка НПФ продолжилось и в 2018 г. По итогам 2018 г. по сравнению с 2017 г. совокупный

объем рынка НПФ вырос лишь на 6,4% и составил 3,85 трлн. руб., из них на пенсионные накопления пришлось 2,6 трлн. руб., на пенсионные резервы – 1,25 трлн. руб. За 2018 г. объем пенсионных накоплений НПФ увеличился на 147,3 млрд. руб., или на 6,0%. Темп прироста пенсионных накоплений снизился более чем в 2 раза по сравнению с показателем 2017 г., при этом в абсолютном выражении прирост оказался самым низким с 2011 г. Объем пенсионных резервов увеличился на 7,1% против 8% годом ранее. Несмотря на то, что темпы прироста пенсионных резервов сокращаются с 2009 г., в 2018 г. они впервые за долгое время обошли динамику пенсионных накоплений.

Динамика объема пенсионных накоплений НПФ



Источник: "Эксперт РА" по данным Банка России

Рынок НПО в условиях замедления экономического роста и снижения реальных располагаемых доходов населения последние годы показывал инерционный рост, который в первую очередь был обеспечен доходностью от инвестирования средств пенсионных резервов. В 2008–2013 гг. количество участников негосударственных пенсионных программ практически не росло, оставаясь на уровне 6,5 млн. человек. При этом с конца 2013 г. наметилась тенденция на устойчивое сокращение количества участников системы. Приток средств на рынок НПО в основном обеспечивался взносами действующих участников системы в рамках корпоративных пенсионных программ.

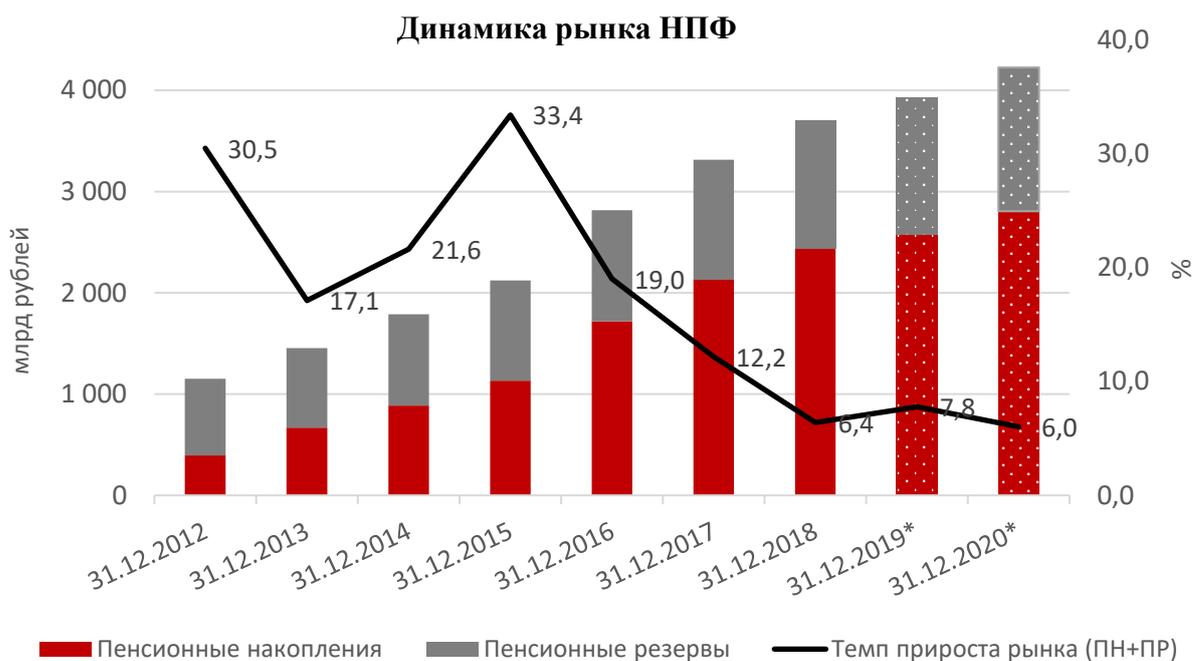
Динамика объема пенсионных резервов НПФ



Источник: "Эксперт РА" по данным Банка России

В 2017 г. за счет активного привлечения новых клиентов преимущественно через банковские каналы впервые с 2012 г. клиентская база НПФ по НПО увеличилась: число участников превысило 6 млн. человек, рост составил 727 тыс. человек. В 2018 г. рост числа участников системы НПО продолжился. По итогам года количество участников увеличилось еще на 124 тыс. и составило 6,13 млн. человек. В то же время вклад новых участников системы в рост объема пенсионных резервов пока незначителен из-за низкого стартового размера их счета. Развитие добровольных пенсионных программ во многом затрудняется слабым экономическим ростом, а также отсутствием роста реальных доходов населения. Кроме того, оно требует существенных временных ресурсов, которые понадобятся, чтобы вернуть доверие населения к накопительной системе.

С момента «заморозки» пенсионных накоплений на рынке так и не появилось альтернативных источников долгосрочного развития. В 2016 г. Минфин и Банк России представили концепцию индивидуального пенсионного капитала (ИПК), призванную заменить действующую систему ОПС. Однако до сих пор уровень неопределенности вокруг будущей модели пенсионной системы крайне высок. В течение нескольких лет основные параметры ИПК так и не были определены. В августе 2019 г. взамен концепции ИПК был анонсирован проект Гарантированного пенсионного продукта, предполагающего добровольное участие граждан в процессе формирования накоплений на будущую пенсию.



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Приток пенсионных накоплений из ПФР по результатам последней завершившейся переходной кампании фактически остановился. Активное обсуждение вариантов запрета либо жесткого временного ограничения на смену фонда позволяет оценивать перспективы следующих переходных кампаний крайне консервативно. Отсутствие новых источников поступлений пенсионных средств в 2019-2020 гг. ставит динамику рынка НПФ в зависимость от показателей доходности фондов. В то же время мы полагаем, что снижение притока средств из ПФР в ближайший год может быть компенсировано за счет более высоких показателей доходности НПФ. Основные мероприятия, связанные с расчисткой проблемных активов ряда фондов, завершены, а вероятность реализации новых кредитных рисков на фоне улучшения качества инвестиционных портфелей значительно снизилась. В случае отсутствия существенных внешних шоков средневзвешенная доходность пенсионных накоплений по итогам 2019 г. будет в диапазоне 7-9%, по итогам 2020 г. – 6-7%. Доходность размещения пенсионных резервов составит 6-7% и 5-6% соответственно. По нашим прогнозам, темп прироста рынка НПФ в 2019 г. ускорится до 8% на фоне провальных результатов 2018 г., а совокупный объем пенсионных средств составит около 4,2 трлн. руб. По итогам 2020 г. рынок вырастет на 6% до 4,4 трлн. руб.

Страховой рынок

По итогам 2018 г. совокупный объем страхового рынка составил 1,48 трлн. руб., без учета страхования жизни – чуть более 1 трлн. руб. За последние 5 лет – с 2014 г. по 2018 г. – страховой рынок в целом вырос на 50%, рынок non-life – на 16,8%. Страхование жизни было драйвером страхового рынка на протяжении 5 лет.

Динамика страхового рынка



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Динамика страхового рынка без учета страхования жизни



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

За прошедшие 5 лет структура страхового рынка существенно изменилась. В 2014 г. крупнейшими видами были страхование автокаско, на которое приходилось 22,1% совокупных страховых взносов, ОСАГО – 15,3%, добровольное медицинское страхование – 12,6%, страхование прочего имущества юридических лиц – 11,4% и страхование жизни – 11,0%. На эти 5 видов страхования в 2014 г. приходилось 72,3% страховых взносов.

В 2018 г. крупнейшим видом страхования стало страхование жизни – на него пришлось 30,6% страховых взносов, доля ОСАГО сохранилась на уровне пятилетней давности – 15,3%, следующие по объему виды – это страхование от несчастных случаев и болезней – 11,5%,

страхование автокаско – 11,4% и ДМС – 10,3%. На долю топ-5 крупнейших видов страхования в 2018 г. пришлось 79% страховых взносов.

Динамика взносов по видам страхования

Вид страхования	Взносы		Темпы прироста взносов, 2018/2014, %	Прирост, млн. руб.
	2018, млн. руб.	2014, млн. руб.		
Страхование жизни	452 400	108 531	316,8	343 869
ОСАГО	225 965	150 918	49,7	75 047
Страхование от несчастных случаев и болезней	169 521	95 503	77,5	74 017
Страхование автокаско	168 692	218 554	-22,8	-49 863
Добровольное медицинское страхование	151 843	124 075	22,4	27 768
Страхование прочего имущества юридических лиц	88 524	112 174	-21,1	-23 650
Страхование прочего имущества граждан	64 811	38 613	67,8	26 197
Страхование финансовых рисков	33 102	15 371	115,4	17 732
Страхование грузов	20 533	21 795	-5,8	-1 262
Государственное страхование жизни и здоровья военнослужащих и приравненных к ним в обязательном государственном страховании лиц	19 298	17 530	10,1	1 768
Страхование гражданской ответственности за причинение вреда третьим лицам	16 613	16 246	2,3	368
Страхование гражданской ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств по договору	15 470	5 957	159,7	9 513
Страхование предпринимательских рисков	10 488	7 187	45,9	3 301
Страхование средств воздушного транспорта	9 524	7 060	34,9	2 464
Страхование средств водного транспорта	4 316	4 315	0,0	1
Сельскохозяйственное страхование	3 731	16 701	-77,7	-12 969
Обязательное страхование ответственности владельца опасного объекта за причинение вреда в результате аварии на опасном объекте	2 720	6 649	-59,1	-3 929
Иные виды страхования	21 951	20 595	6,6	1 356
Итого	1 479 501	987 773	49,8	491 729
без учета страхования жизни	1 027 101	879 242	16,8	147 860

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Страхование жизни

Наиболее сильно за 5 лет увеличилось страхование жизни, что и определяло рост всего страхового рынка в целом все эти годы. За 2014 – 2018 гг. прирост взносов по страхованию жизни в абсолютном выражении составил 343,9 млрд. руб., в относительном – 316,8%. Такой существенный рост по страхованию жизни связан с ростом инвестиционного страхования жизни (ИСЖ), которое активно продвигали страховщики через связанные с ними банки как альтернативу депозитам.

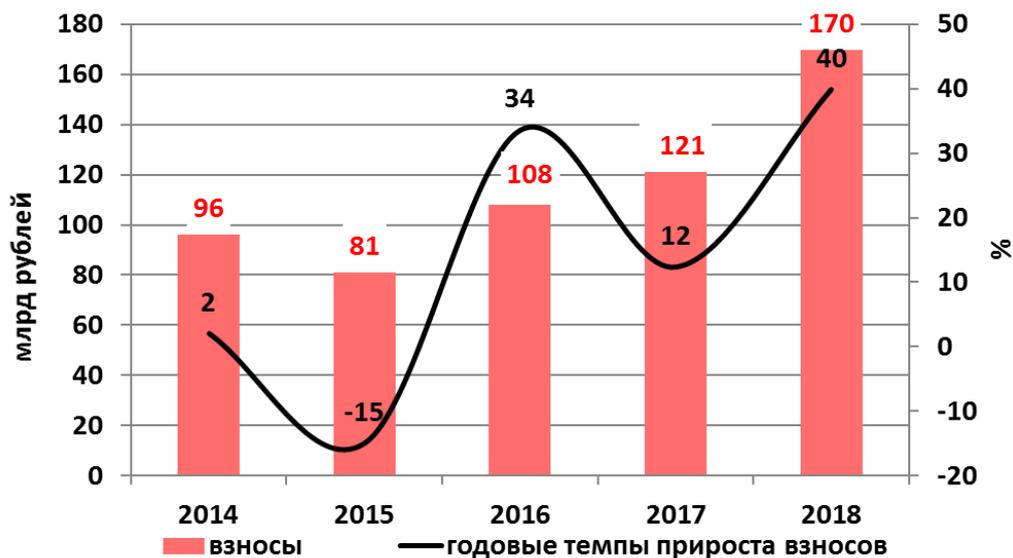


Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Страхование от НС и болезней

Также за последние 5 лет значительно увеличилось страхование от несчастных случаев и болезней, что также связано с продажами этого продукта через банки. Основная доля страхования от НС и болезней последние годы продавалась как сопутствующая услуга при потребительском кредитовании, поэтому рост темпов кредитования привел и к росту страхования от НС и болезней. С 2014 г. по 2018 г. страховые взносы по страхованию от НС и болезней увеличились на 77,5%, а объем взносов за 2018 год составил 169,5 млрд. руб.

Динамика страхования от НС и болезней



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Динамика доли банковского канала продаж



Источник: «Эксперт РА»

Активные продажи ИСЖ и страхования от НС и болезней через банки привели к росту соответствующего канала продаж. Если в 2014 г. крупнейшим каналом продаж был агентский, то в 2018 г. драйвером рынка стал банковский канал продаж. По данным «Эксперт РА», доля банковского канала продаж в общем объеме страхового рынка увеличилась с 21,7% за 2014 г. до 47,2% за 2018 г. Объем взносов, полученных через банковский канал продаж, составил 698 млрд. руб. за 2018 г. (214 млрд. руб. за 2014 г.).

Динамика банкострахования

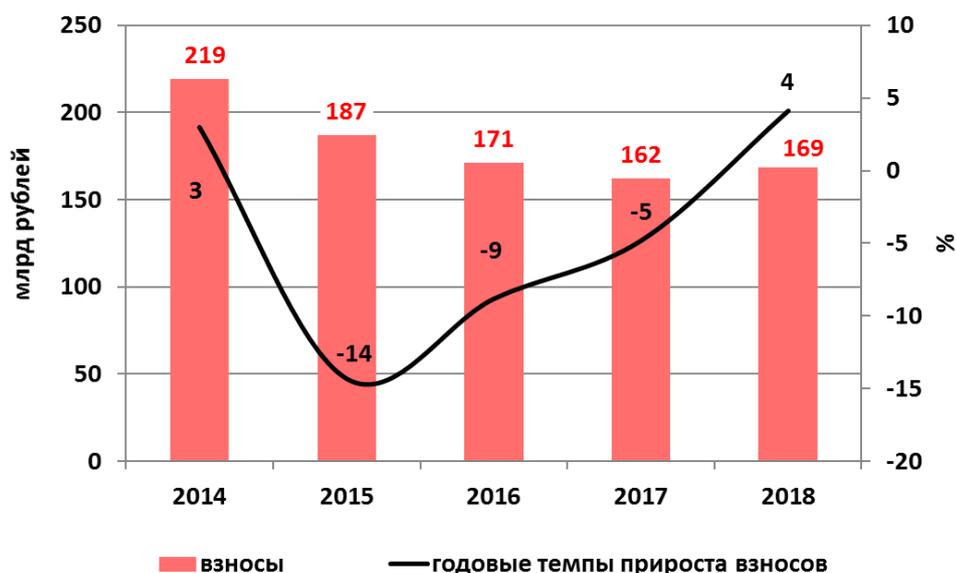


Источник: «Эксперт РА»

Страхование автокаско

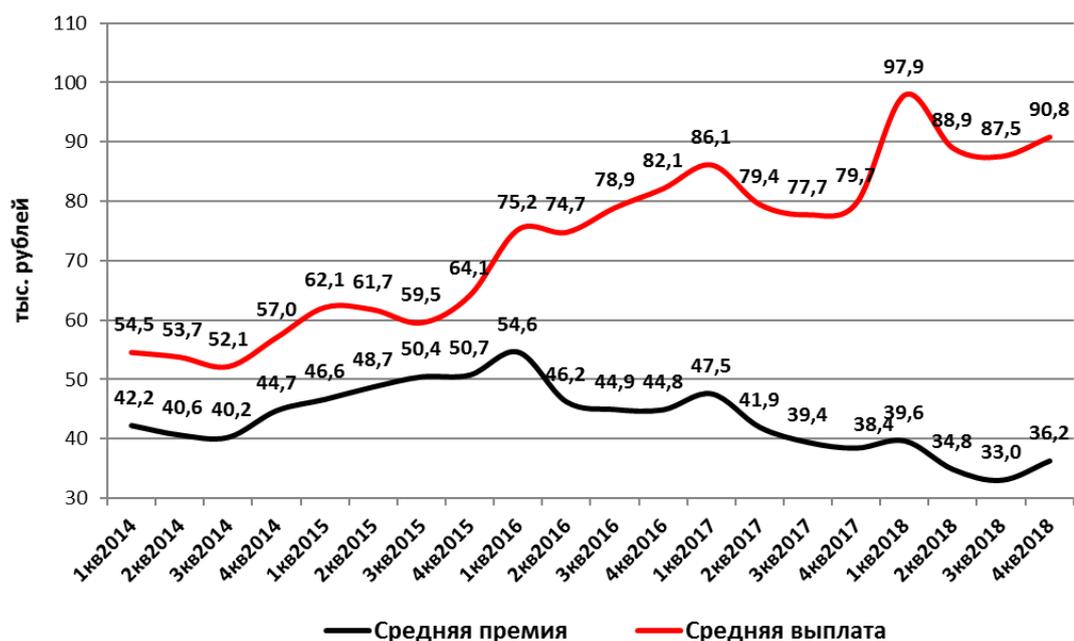
Страхование автокаско с 2015 г. ежегодно сокращалось, и только в 2018 г. показало незначительный прирост в 4%. За 5 лет рынок страхования автокаско сократился на 23%. По итогам 2018 г. объем взносов по страхованию автокаско составил 169 млрд. руб. В 2018 г. отмечается значительный рост числа договоров по страхованию автокаско (на 20,3% за 2018 г. по сравнению с 2017 г.) в результате оживления продаж новых автомобилей, широкого распространения франшиз и снижения банковских ставок по кредитам, что в свою очередь привело к восстановлению этого сегмента после нескольких лет падения.

Динамика страхования автокаско



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Квартальная динамика средней страховой премии и средней страховой выплаты по страхованию автокаско

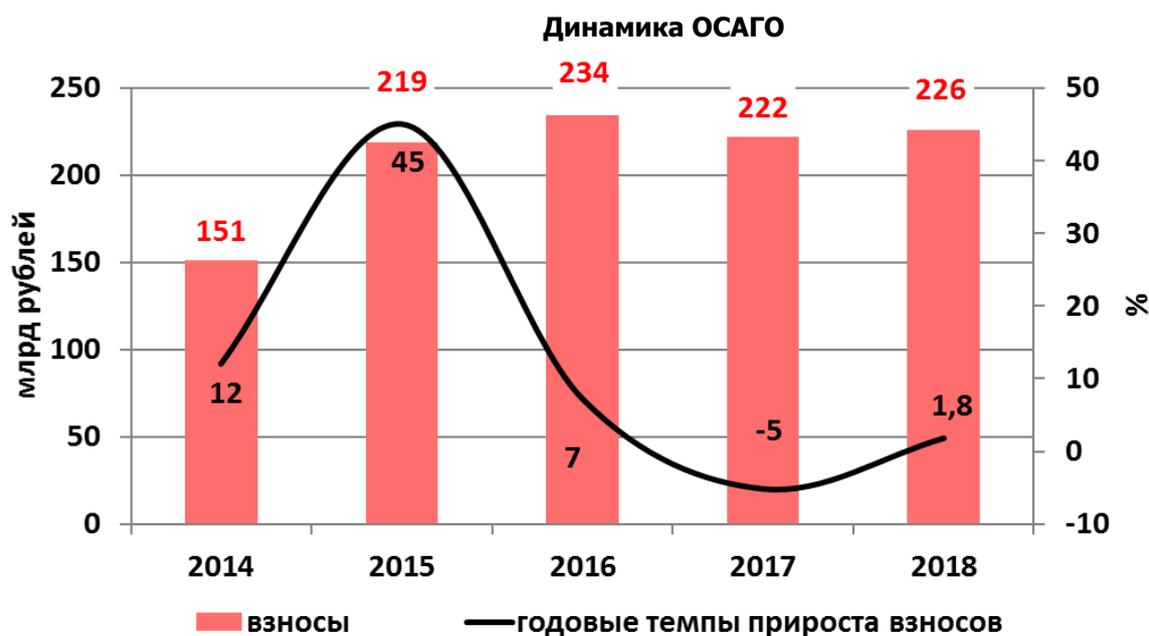


Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

В 3 квартале 2018 г. средняя премия по страхованию автокаско достигла минимального значения за последние 5 лет – 33 тыс. руб., что стало следствием широкого распространения более дешевых полисов страхования автокаско, в большинстве своем покрывающих лишь часть рисков, специфичных для этого вида страхования (с наличием франшизы, покрытием катастрофических рисков). В 4 квартале 2018 г. средняя премия по страхованию автокаско продемонстрировала незначительный рост и составила 36,2 тыс. руб. Динамика средней выплаты также подвержена сложившимся на рынке тенденциям к заключению усеченных договоров: в 3 и 4 квартале 2018 г. она продолжает удерживаться на высоком уровне (87,5 тыс. руб. и 90,8 тыс. руб. соответственно).

ОСАГО

Объем ОСАГО за последние 5 лет вырос на 50% и составил 226 млрд. руб. по итогам 2018 г. Динамика взносов этого вида была нестабильной за рассматриваемый промежуток времени. Наиболее сильный прирост взносов по ОСАГО наблюдался в 2015 г. после повышения тарифов, произошедшего в апреле 2015 г. Далее эффект от роста тарифов начал исчерпываться.



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Хотя в ОСАГО и наблюдаются небольшие позитивные изменения в динамике в 2018 г. по сравнению с сокращением в 2017 г., сегмент стагнирует. Темпы прироста премий составили всего 1,8% по итогам 2018 г. по сравнению с 2017 г., количество договоров выросло незначительно – на 4%.

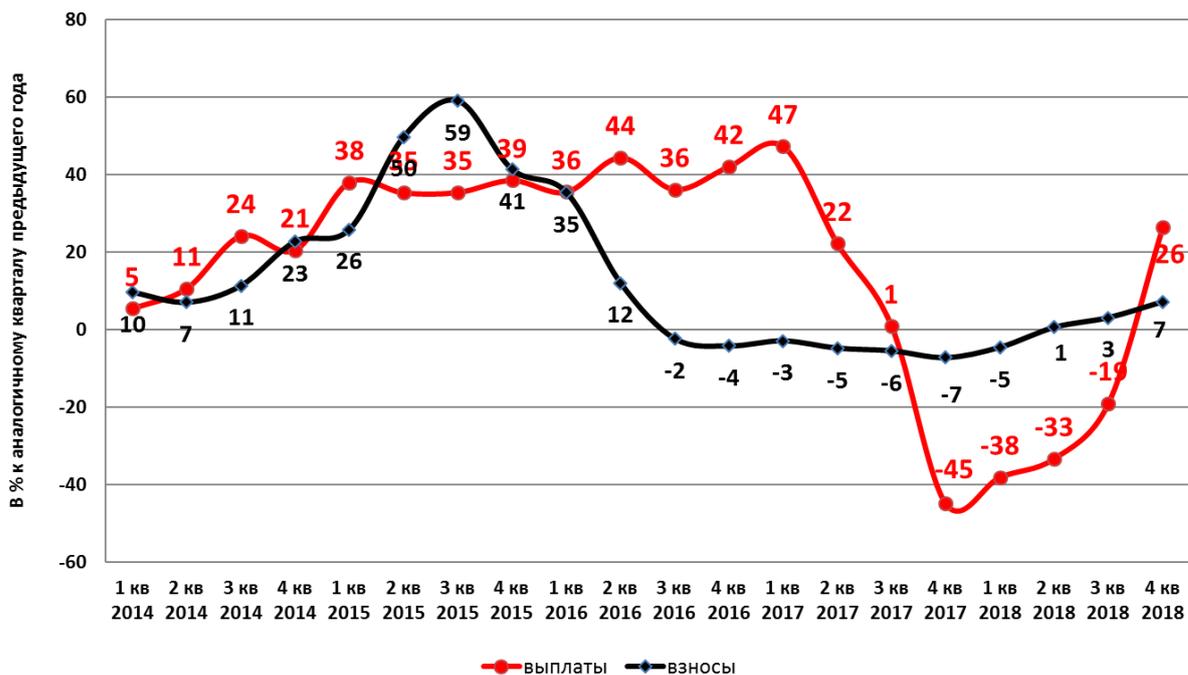
Двухлетнее сокращение квартальных премий по ОСАГО сменилось небольшим ростом во 2, 3 и 4 кварталах 2018 г. Кроме того, в 4 квартале 2018 г. прекратилось падение квартальных выплат, наблюдавшееся на протяжении года. Средняя премия по ОСАГО стабилизировалась на уровне 5,7 тыс. руб. в 3 и 4 кварталах 2018 г., средняя выплата составила 62,1 тыс. руб. в 3 квартале и 62,5 тыс. руб. в 4 квартале 2018 г.

Динамика числа договоров по автострахованию

Вид страхования	Количество договоров, ед.		Темпы прироста количества договоров 2018 / 2017, %	Темпы прироста взносов 2018 / 2017, %
	2018	2017		
ОСАГО	39 704 379	38 164 033	4,0	1,8
Страхование автокаско	4 731 289	3 932 793	20,3	3,8

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Квартальные темпы прироста взносов и выплат по ОСАГО



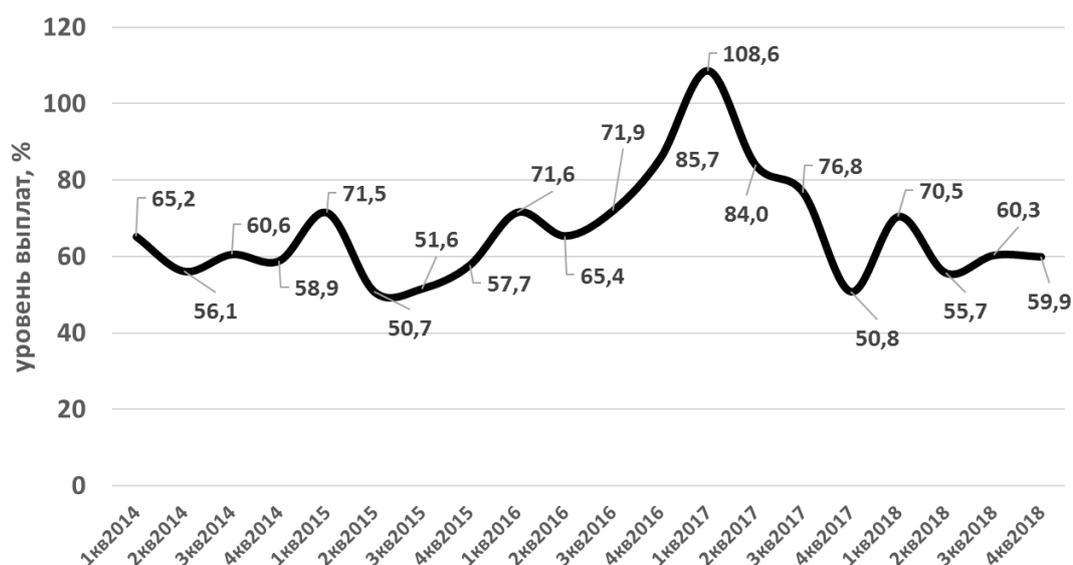
Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Квартальная динамика средней страховой премии и средней страховой выплаты по ОСАГО



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Квартальная динамика уровня выплат по ОСАГО (отношение страховых выплат к страховым премиям)



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

ДМС

Добровольное медицинское страхование на протяжении 5 лет стагнировало, темпы прироста ежегодно не превышали 10%. С 2014 г. по 2018 г. рынок ДМС увеличился на 28 млрд. руб. или на 22,4%. По итогам 2018 г. объем взносов ДМС составил 152 млрд. руб. Влияние на динамику взносов по ДМС оказывали инфляция стоимости услуг ЛПУ и продвижение рискованных программ.

Динамика ДМС

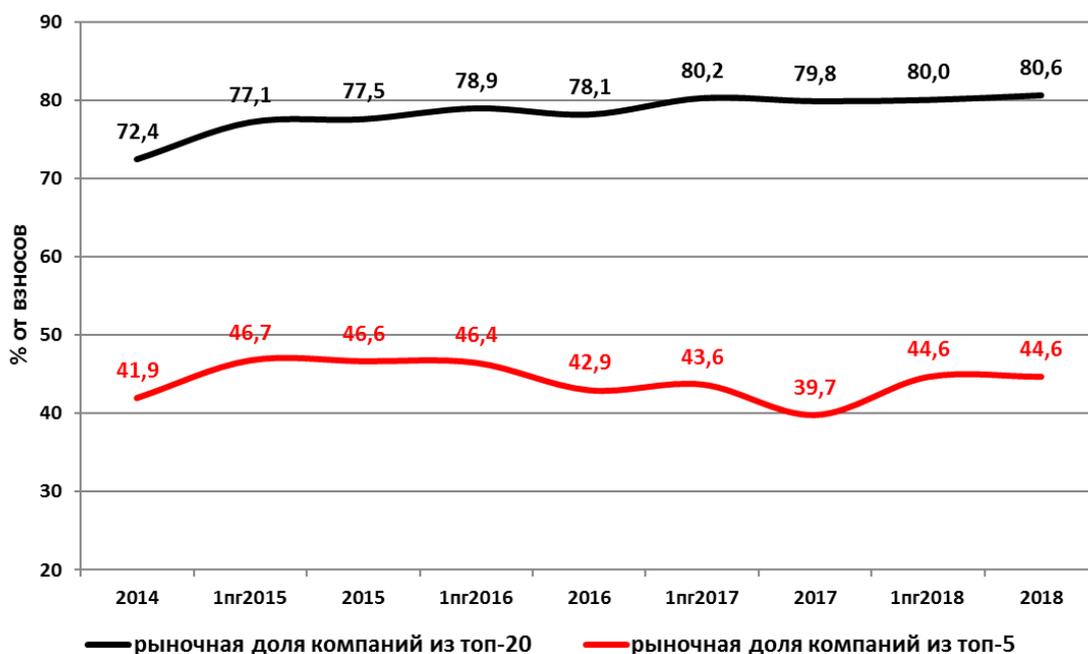


Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Лидеры рынка и концентрация

Концентрация страхового рынка, рассчитанная по рыночной доле топ-20 компаний по взносам по данным Банка России, увеличилась с 72,4% за 2014 г. до 80,6% за 2018 г. в результате наращивания объемов бизнеса страховщиками жизни. Доля топ-5 компаний по взносам за 2018 г. составила 44,6%, что выше уровня 2014 г. на 2,7 п.п.

Динамика уровня концентрации российского страхового рынка



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

За прошедшие 5 лет в топ-5 лидеров страхового рынка произошли изменения – в их число вошли компании СБЕРБАНК СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ и ВТБ СТРАХОВАНИЕ, покинули список – РОСГОССТРАХ и ИНГОССТРАХ. Такие перестановки связаны с тенденцией роста продаж страховщиками, связанными с банками, инвестиционного страхования жизни и кредитного страхования от НС и болезней при потребкредитовании. При этом некоторые рыночные страховщики, специализирующиеся на автостраховании, теряли позиции из-за сложностей на рынке ОСАГО и падения страхования автокаско. В отдельных сегментах страхового рынка также произошли перестановки.

Изменения в пятерке лидеров рынка по взносам в отдельных сегментах страхового рынка

	Топ-5 лидеров рынка, 2018 г.	Топ-5 лидеров рынка, 2014 г.
1	СБЕРБАНК СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ	РОСГОССТРАХ
2	СОГАЗ	СОГАЗ
3	ВТБ СТРАХОВАНИЕ	ИНГОССТРАХ
4	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ	РЕСО-ГАРАНТИЯ

5	РЕСО-ГАРАНТИЯ	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ
ОСАГО		
1	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ	РОСГОССТРАХ
2	РЕСО-ГАРАНТИЯ	РЕСО-ГАРАНТИЯ
3	ИНГОССТРАХ	ВСК
4	РОСГОССТРАХ	ИНГОССТРАХ
5	ВСК	СОГЛАСИЕ
Страхование средств наземного транспорта		
1	ИНГОССТРАХ	ИНГОССТРАХ
2	РЕСО-ГАРАНТИЯ	РОСГОССТРАХ
3	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ	РЕСО-ГАРАНТИЯ
4	ВСК	СОГЛАСИЕ
5	РОСГОССТРАХ	ВСК
Страхование жизни		
1	СБЕРБАНК СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ	СБЕРБАНК СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ
2	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ-ЖИЗНЬ	РЕНЕССАНС ЖИЗНЬ
3	ВТБ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ	РОСГОССТРАХ-ЖИЗНЬ
4	РЕНЕССАНС ЖИЗНЬ	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ-ЖИЗНЬ
5	КАПИТАЛ ЛАЙФ СТРАХОВАНИЕ ЖИЗНИ	МЕТЛАЙФ
ДМС		
1	СОГАЗ	СОГАЗ
2	РЕСО-ГАРАНТИЯ	РЕСО-ГАРАНТИЯ
3	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ	ИНГОССТРАХ
4	ИНГОССТРАХ	ЖАСО
5	ВТБ СТРАХОВАНИЕ	АЛЪЯНС
Страхование прочего имущества юридических лиц		
1	СОГАЗ	СОГАЗ
2	ИНГОССТРАХ	ИНГОССТРАХ
3	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ	РОСГОССТРАХ
4	ВТБ СТРАХОВАНИЕ	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ
5	ВСК	КАПИТАЛ СТРАХОВАНИЕ
Страхование прочего имущества физических лиц		
1	РОСГОССТРАХ	РОСГОССТРАХ
2	СБЕРБАНК СТРАХОВАНИЕ	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ
3	ВТБ СТРАХОВАНИЕ	РЕСО-ГАРАНТИЯ
4	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ	ВСК
5	ВСК	ВТБ СТРАХОВАНИЕ
Страхование от НС и болезней		
1	ВТБ СТРАХОВАНИЕ	ВТБ СТРАХОВАНИЕ
2	ВСК	РОСГОССТРАХ

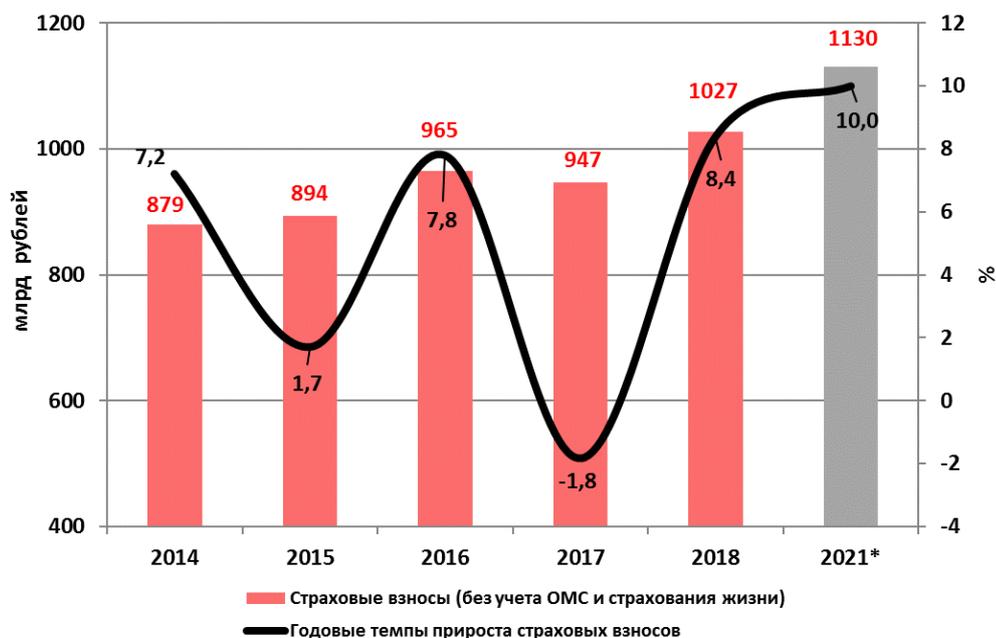
3	СОГАЗ	РЕЗЕРВ
4	СТРАХОВАЯ КОМПАНИЯ КАРДИФ	ВСК
5	АЛЬФАСТРАХОВАНИЕ	БЛАГОСОСТОЯНИЕ

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Прогноз рынка

По прогнозу «Эксперт РА», темпы прироста взносов non-life с 2019 г. по 2021 г. составят 10%, а объем рынка non-life по итогам 2021 г. достигнет 1,130 трлн. руб. Основными драйверами роста в сегменте non-life останутся страхование от несчастных случаев и болезней, которое будет напрямую зависеть от темпов потребительского кредитования, страхование имущества граждан, благодаря активному продвижению банками коробочных продуктов, а также ДМС за счет ежегодной инфляции стоимости медицинских услуг и популяризации программ страхования от критических заболеваний.

Прогноз рынка non-life до 2021 г.



Источник: «Эксперт РА»

По ожиданиям «Эксперт РА», изменения в тарификации не окажут существенного позитивного влияния на динамику объема сегмента ОСАГО. Страхование автокаско будет находиться под давлением возросших ставок по кредитам, снижения платежеспособности населения и ожидаемого замедления роста продаж новых автомобилей, и с учетом насыщения сегмента усеченными программами страхования на нем ожидается стагнация.

Прогноз рынка страхования жизни до 2021 г.



Источник: «Эксперт РА»

Прогноз страхового рынка до 2021 г.



Источник: «Эксперт РА»

Введение стандартизации информирования клиентов при осуществлении продаж ИСЖ в рамках борьбы с мисселингом приведет к тому, что клиенты массово предпочтут вложения в другие финансовые инструменты вместо ИСЖ. Таким образом ИСЖ будет показывать отрицательные темпы прироста взносов, однако, страховщики планируют активные продажи накопительного страхования жизни. Поэтому в результате разнонаправленной динамики ИСЖ и НСЖ объем рынка страхования жизни сохранится на уровне 2018 г.

Таким образом, весь страховой рынок к концу 2021 г. увеличится на 7% и составит 1,580 трлн. руб.

Структура инвестирования участников рынка коллективных инвестиций Инвестиционный портфель розничных клиентов УК

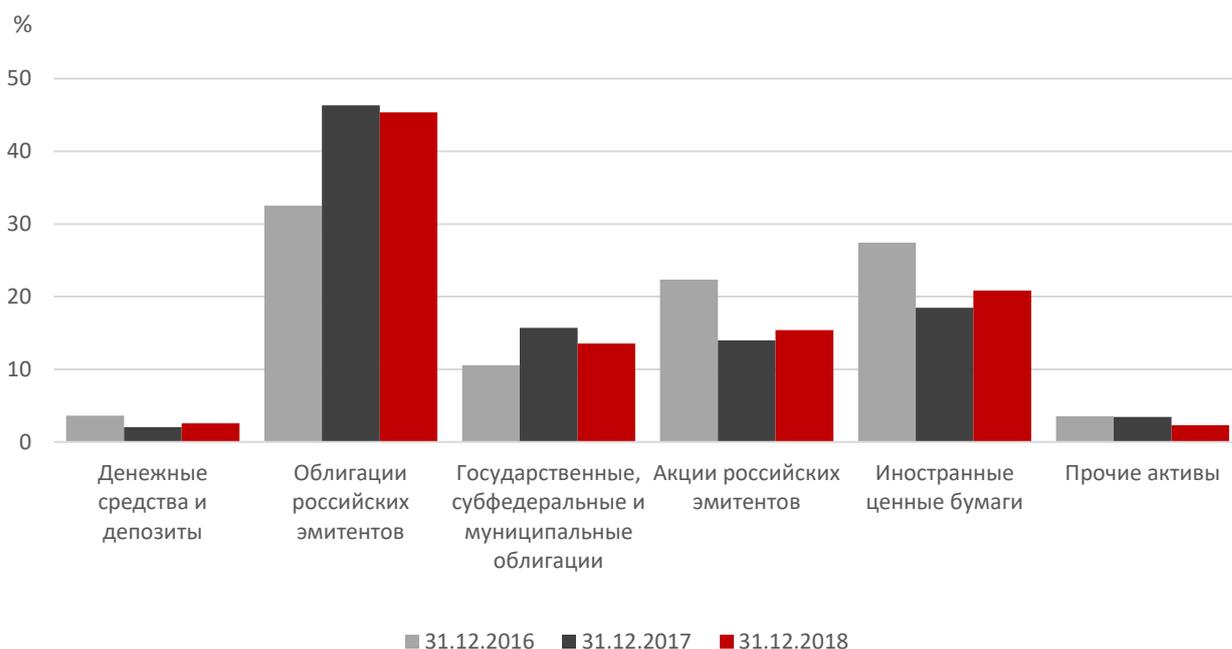
Снижение ставок по депозитам повысило привлекательность для граждан альтернативных объектов вложений. Кроме того, банки в поисках дополнительного комиссионного дохода предлагают ПИФы своим клиентам как альтернативу вкладам. Наиболее популярный тип фондов у розничных инвесторов – ОПИФы. По данным Банка России, на конец 2016 г. стоимость чистых активов (СЧА) ОПИФов составляла всего 130,8 млрд. руб., на конец 2017 г. выросла до 217,8 млрд. руб., на конец 2018 г. – до 315,4 млн рублей (СЧА ИПИФов – 18,1 млрд. руб., 20,3 млрд. руб. и 31,2 млрд. руб. соответственно).

При сохранении высокой экономической нестабильности основная часть российских инвесторов предпочитает придерживаться более консервативной стратегии, выбирая долговые ценные бумаги. Так, по состоянию на конец 2018 г. 45,3% активов ОПИФов приходилось на облигации российских эмитентов. Доля вложений в государственные ценные бумаги на 31.12.2018 составляла 10,4%, а совокупно с ценными бумагами субъектов РФ и муниципальными ценными бумагами – 13,6%. Однако, если в 2017 г. доля инструментов долгового рынка в структуре активов ОПИФов резко увеличилась с 43,1% до 62,0%, то в 2018 г. оживился спрос на более рискованные фонды, а доля облигаций снизилась до 58,9%.

В 2018 году заметно выросла доля иностранных ценных бумаг (на 2,4 п.п., до 20,8%) – второго по величине активов ОПИФов типа вложений. Также подросла доля вложений в акции российских эмитентов (на 1,4 п.п., до 15,4%). Однако, если сравнивать структуру активов ОПИФов на конец 2018 года со структурой на конец 2016 года (совокупная доля акций и иностранных ценных бумаг составляла 49,7%), розничные инвесторы стали гораздо более консервативными.

В структуре средств на ИИС у УК также доминируют облигационные стратегии. По данным опроса, проведенного «Эксперт РА», на 31 декабря 2018 года в структуре общего объема средств на ИИС, открытых в УК, на корпоративные, государственные и муниципальные облигации пришелся 91% средств ИИС, тогда как год назад их доля составляла 79%. Расширение с 1 января 2018 года налоговых льгот на корпоративные облигации сделало их более привлекательными для частных инвесторов. Так, доля вложений в корпоративные облигации средств ИИС, открытых в УК, увеличилась с 45% на конец 2017 года до 59% на конец 2018 года. Рост популярности облигационных стратегий можно назвать здоровым трендом в рознице, создающим основу для долгосрочных инвестиций и стабильной клиентской базы участников рынка.

Структура активов ОПИФов по типам вложений



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Структура средств на ИИС по типам вложений



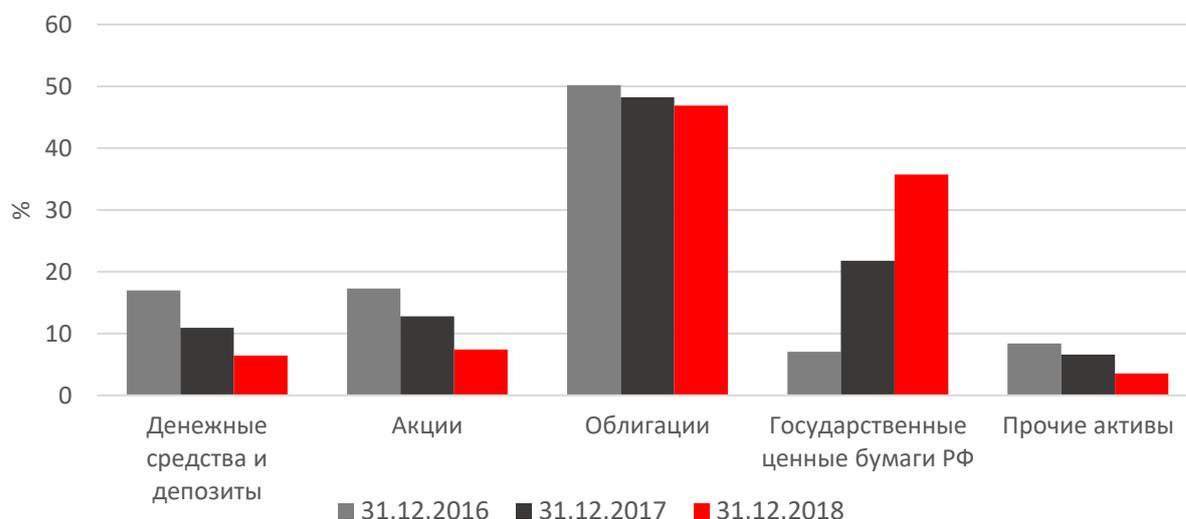
Источник: «Эксперт РА»

Инвестиционный портфель НПФ

Инвестиционная политика негосударственных пенсионных фондов в сравнении со страховыми компаниями и другими институциональными инвесторами, как правило, носит более консервативный характер. В инвестиционном портфеле фондов преобладающую долю занимают инструменты с фиксированной доходностью. Выбор в пользу менее рискованных активов для НПФ во многом продиктован длинным горизонтом инвестирования пенсионных средств, а также более жесткими законодательными ограничениями.

В силу различия подходов в регулировании деятельности по ОПС и НПО в части инвестирования, портфели пенсионных накоплений и пенсионных резервов НПФ отличны по своей структуре. Основными направлениями инвестирования пенсионных накоплений НПФ на конец 2018 г. выступали корпоративные облигации и ОФЗ. На 31.12.2018 в корпоративных облигациях было размещено около 1,2 трлн. руб. средств пенсионных накоплений, в ОФЗ – 0,9 трлн. руб. В структуре средств пенсионных накоплений доля корпоративных облигаций на протяжении последних 3-х лет существенно не меняется и стабильно занимает 45-50%. При этом наибольшего значения показатель достиг по итогам 2016 г. (50,2%). В течение последующих 2-х лет он снижался и на 31.12.2018 составил 46,9%. Доля ОФЗ в структуре пенсионных накоплений на конец 2018 г. составила 35,7%. При этом за период с 31.12.2015 по 31.12.2018 прирост доли составил 30,7 п. п. Такой высокий спрос на ОФЗ со стороны фондов в первую очередь связан с рыночной конъюнктурой, которая характеризуется невысоким спредом доходностей корпоративных бумаг и государственного долга, а также необходимостью улучшения кредитного качества портфелей для прохождения стресс-тестирований, которые с 2018 г. стали обязательными для фондов, работающих по ОПС.

Структура инвестирования пенсионных накоплений НПФ



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

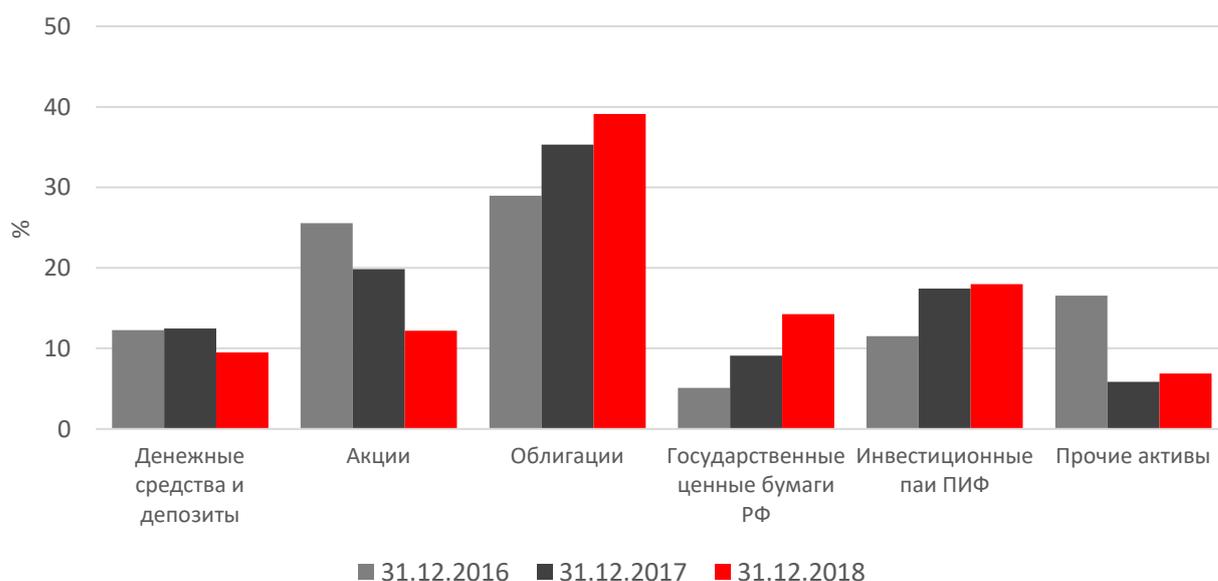
Государственные ценные бумаги РФ за 2 года смогли вытеснить из структуры средств пенсионных накоплений вложения в акции и денежные средства и депозиты. За период с 31.12.2016 по 31.12.2018 доля акций в средствах пенсионных накоплений НПФ сократилась с 17,3% до 7,4%. На снижение доли вложений НПФ в акции повлияло и обесценение ряда активов,

связанных с кредитными организациями, отправленными Банком России на санацию в 2017 г. На 31.12.2018 в акциях было размещено порядка 193 млрд. руб. средств пенсионных накоплений против 371 млрд. руб. двумя годами ранее.

Банковские инструменты до 2015 г. выступали одним из основных направлений инвестирования пенсионных накоплений НПФ наряду с корпоративными облигациями. На конец 2014 г. на банковские счета и депозиты приходилось около 35% средств пенсионных накоплений НПФ, на облигации – 39%. С учетом отраслевой структуры инвестирования пенсионных средств в корпоративные облигации и акции, вложения в банковский сектор могли занимать до 50% этих средств. С целью снижения зависимости от рисков банковской системы, а также стимулирования вложений в реальный сектор, Банк России с 2015 г. постепенно ужесточал требования по допустимой доле вложений в банковские инструменты для НПФ. К концу 2015 г. доля денежных средств и депозитов в портфеле пенсионных накоплений фондов сократилась до 23,6%, а на конец 2018 г. она составила лишь 6,4%. Потере интереса НПФ к банковским инструментам также способствуют относительно невысокие ставки по депозитам. На 31.12.2018 в денежные средства и депозиты было размещено 167 млрд. руб. средств пенсионных накоплений. Также фонды были вынуждены сократить вложения в облигации, выпущенные банками, а также ипотечные ценные бумаги. В 2014-2015 гг. доля ипотечных облигаций в средствах пенсионных накоплений достигала 7,5%. На 31.12.2016 она составляла 3,7%, а к концу 2018 г. упала до 1,1%.

Ужесточение требований к инвестированию средств пенсионных накоплений НПФ, а также необходимость прохождения стресс-тестирований на предмет достаточности активов для исполнения обязательств вызвало не только существенные изменения в структуре инвестирования НПФ, но и повысило качество их портфелей. Принимаемые регулятором меры вынудили фонды провести активную работу по расчистке балансов от недостаточно надежных и ликвидных активов, а также вложений в связанные стороны.

Структура инвестирования пенсионных резервов НПФ



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

В силу более мягких требований, предъявляемых к размещению пенсионных резервов, их структура более диверсифицирована в сравнении с пенсионными накоплениями. Существенную часть пенсионных резервов по-прежнему занимают долевыми инструментами. На акции приходится 154 млрд. руб. или 12,2% средств пенсионных резервов, на паи ПИФов – 227 млрд. руб. или 18,0%. Большую часть вложений в паи ПИФов, по нашим оценкам, составляют закрытые и интервальные фонды, связанные с крупными инфраструктурными проектами или недвижимостью. Доля такого рода вложений в портфеле пенсионных резервов НПФ на протяжении последних лет стабильна, что связано с длинным сроком реализации проектов и сложностями по их реструктуризации. По мере сближения регулятивной базы по ОПС и НПО в части инвестирования, структура средств пенсионных резервов приближается к структуре средств пенсионных накоплений.

В преддверии обязательного прохождения стресс-тестирований, а также на фоне разработки Банком России проекта новых требований к пенсионным резервам, фонды также замещали более рискованные активы менее рискованными. На конец 2015 г. вложения в акции и облигации занимали примерно равные доли в портфеле средств пенсионных резервов (23,5% и 24,3% соответственно). К концу 2018 г. фонды довели долю облигаций в пенсионных резервах до 39,1%. На 31.12.2018 в корпоративных облигациях было размещено 493 млрд. руб. средств пенсионных резервов. Также НПФ, работающие по НПО, за несколько лет существенно нарастили объем вложений в ОФЗ. Ранее фонды практически не инвестировали пенсионные резервы в этот инструмент. На 31.12.2015 их доля составляла лишь 3,1%. По итогам 2018 г. доля вложений в государственные бумаги достигла 14,3%, объем вложений пенсионных резервов в ОФЗ превысил вложения в денежные средства и депозиты (180 млрд рублей против 120 млрд рублей). На долю денежных средств и депозитов пришлось лишь 9,5% средств пенсионных резервов. Незначительная часть пенсионных резервов на 31.12.2018 инвестируется в иностранные (1,9%) и ипотечные (1,3%) ценные бумаги, а также субфедеральные ценные бумаги (3,3%). При этом за последние несколько лет НПФ сократили объем вложений по иным направлениям инвестирования.

Инвестиционный портфель страховых компаний

Совокупный объем активов страховых компаний на 31.12.2018 составил 2,9 трлн. руб., увеличившись с 31.12.2014 по 31.12.2018 на 88,6%. Наиболее сильный прирост активов страховых компаний пришелся на 2017 г.: активы выросли на 29,8% на 31.12.2017 по сравнению с аналогичной датой прошлого года. Основными факторами роста активов страховщиков стали бурное развитие страхования жизни и рост соответствующих резервов, а также рост капитала и появление отложенных аквизиционных расходов в результате перехода отчетности с РСБУ на ОСБУ. Минимальный прирост активов за прошедшие 5 лет отмечен в конце 2015 г., тогда активы страховщиков просели за счет «чистки» страхового рынка от фиктивных активов.

Динамика активов страховых компаний



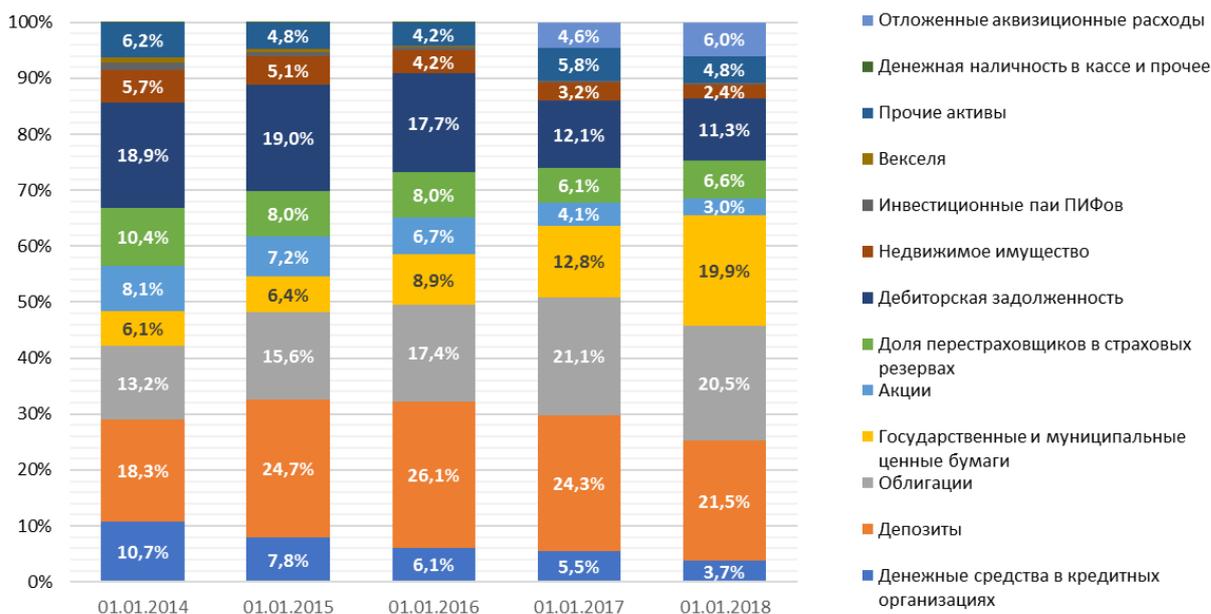
Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

За последние 5 лет структура активов страховых компаний значительно изменилась. На 31.12.2018 по сравнению с 31.12.2014 увеличились вложения страховщиков в государственные и муниципальные ценные бумаги (+13,7 п.п.), корпоративные облигации (+7,2 п.п.) и депозиты (+3,2 п.п.), при этом доли остальных инструментов сократились.

На 31.12.2018 по сравнению с данными на 31.12.2014 государственные и муниципальные ценные бумаги выросли наиболее сильно – на 485 млрд. руб. или 510%, также значительный прирост пришелся на корпоративные облигации (+392,6 млрд. руб. или 192%) и депозиты (+343,7 млрд. руб. или 121,4%). Рост этих инструментов связан с ростом сегмента страхования жизни. Для страховщиков жизни свойственно инвестирование в облигации и депозиты, так как эти инструменты позволяют им иметь высоколиквидные активы на долгосрочном горизонте и поддерживать баланс между активами и пассивами разной срочности.

Сокращение вложений на 31.12.2018 по сравнению с данными на 31.12.2014 коснулось таких инструментов как денежные средства на расчетных счетах (-56 млрд. руб. или -33,9%), акции (-37 млрд. руб. или -29,6%), недвижимое имущество (-17,6 млрд. руб. или -19,9%), инвестиционные паи ПИФов (-12,9 млрд. руб. или -62,6%), векселя (-13,9 млрд. руб. или -93%).

Динамика структуры активов страховых компаний

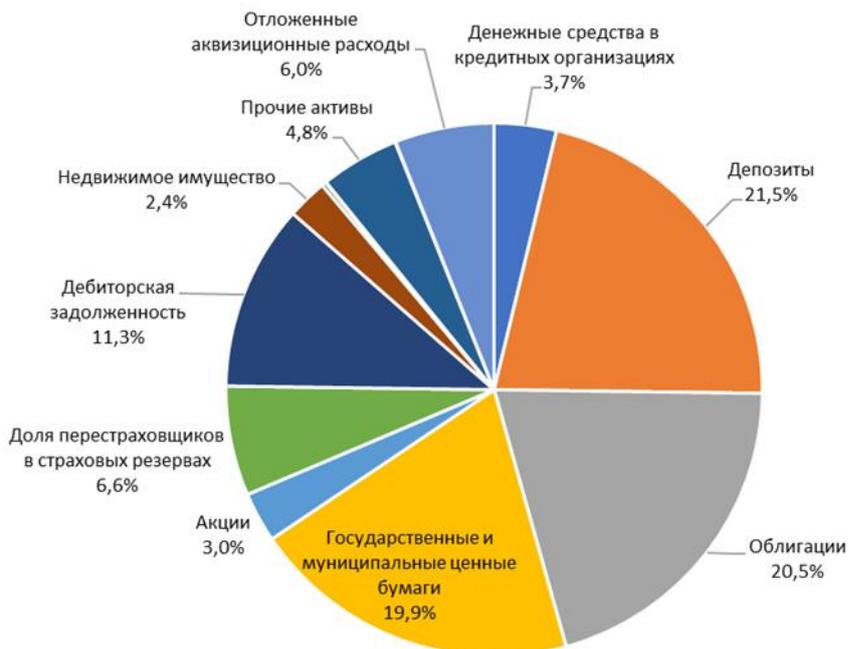


Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Сокращение этих типов активов связано с «чисткой» Банком России страхового рынка от фиктивных активов и недобросовестных страховщиков, пик которой пришелся на 2015 г. Чаще всего в балансах страховщиков такие активы как векселя, закрытые ПИФы, недвижимость, кроме офисов, некотируемые акции были фиктивными, т.е. за этими инструментами не было реальных активов. В результате у большого количества страховщиков были отозваны лицензии, а структура активов страховщиков очистилась, хотя еще могут встречаться компании с сомнительными активами, но это уже более не носит массовый характер как это было ранее.

На 31.12.2018 на облигации пришлось 40,4% активов страховых компаний, из них на корпоративные облигации – 20,5%, на государственные и муниципальные – 19,9%, доля депозитов составила 21,5% на 31.12.2018. Инвестиционная стратегия страховщиков в ближайшее время существенно не изменится, основными объектами для вложений останутся корпоративные и государственные облигации, а также депозиты, что связано с высокой прозрачностью и ликвидностью этих инструментов.

Структура активов на 31.12.2018



Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Структура активов страхового рынка

	31.12.2014		31.12.2018		Изменение в п.п., 31.12.18 / 31.12.14
	млн. руб.	% от активов	млн. руб.	% от активов	
Денежные средства в кредитных организациях	165 161	10,7	109 108	3,7	-6,9
Депозиты	283 190	18,3	626 910	21,5	3,2
Облигации	204 471	13,2	597 118	20,5	7,2
Государственные и муниципальные ценные бумаги	95 063	6,1	580 103	19,9	13,7
Акции	125 568	8,1	88 428	3,0	-5,1
Доля перестраховщиков в страховых резервах	160 887	10,4	194 019	6,6	-3,8
Дебиторская задолженность	291 997	18,9	328 862	11,3	-7,6
Недвижимое имущество	88 412	5,7	70 839	2,4	-3,3
Инвестиционные паи ПИФов	20 618	1,3	7 712	0,3	-1,1
Векселя	14 934	1,0	1 040	0,0	-0,9
Прочие активы	95 810	6,2	139 059	4,8	-1,4

Денежная наличность в кассе и прочее	1 257	0,1	654	0,0	-0,1
Отложенные аквизиционные расходы		0,0	175 021	6,0	6,0
Активы	1 547 370		2 918 871		

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Анализ законодательства, регулирующего российский рынок коллективных инвестиций

Рынок коллективных инвестиций является кросс-секторальным, поскольку отношения в связи с осуществлением инвестиций и обеспечением их возвратности реализуются в различных отраслях и сферах экономики. Регулирование рынка коллективных инвестиций осуществляется на основе не объединённых в единую систему федеральных законов и нормативно-правовых актов, а реализация инвестиций происходит в сложной институциональной среде, где одновременно действуют органы надзора, лицензирования, выдачи разрешений, установления тарифов, утверждения инвестиционных программ и др.

Основным органом регулирования рынка коллективных инвестиций является Банк России, осуществляющий надзор за деятельностью финансовых организаций (негосударственных пенсионных фондов, страховых организаций, паевых инвестиционных фондов), а также эмитентов в части выпуска и обращения ценных бумаг, кредитных рейтинговых агентств. Также регулирование рынка коллективных инвестиций относится к Министерству финансов и Министерству экономического развития.

Обзор текущего правового поля и законодательных ограничений инвестирования средств страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов и управляющих компаний позволяет выявить регуляторные ограничения, сдерживающие инвестиции в инструменты фондового рынка.

Анализ законодательства, регулирующего российский страховой рынок

Инвестирование средств страховых компаний осуществляется в рамках Указаний Банка России от 22 февраля 2017 г. N 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов» и N 4298-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов».

Указания определяют, что общая стоимость активов, в которые инвестированы средства страховых резервов и собственные средства страховщика, должна быть равна суммарной величине страховых резервов и капитала страховщика. Активы, в которые инвестированы собственные средства и средства страховых резервов, должны быть полностью оплачены страховщиком денежными средствами, должна отсутствовать задолженность страховщика по их оплате. Также активы могут быть приобретены путем заключения сделок, совершенных на организованных торгах, или права на них могут быть получены на безвозмездной основе.

Величина собственных средств определяется величиной капитала по данным бухгалтерского учета, а величина резервов - в соответствии с Положением Банка России от 16 ноября 2016 г. N 557-П "О правилах формирования страховых резервов по страхованию жизни" и N 558-П "О правилах формирования страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни", и отдельными положениями Указаний N 4297-У и N 4298-У. Величина средств страховых резервов на период до 1 января 2022 г. уменьшается на величину дополнительной части резерва незаработанной премии, рассчитанную в соответствии с Положением Банка России N 558-П, а капитал страховщика уменьшается на величину корректировки страховых резервов.

Собственные средства страховщика определяются в размере наибольшего из двух показателей - минимального размера уставного капитала, установленного Законом Российской Федерации от 27 ноября 2002 г. № 4015-1 "Об организации страхового дела в Российской Федерации", или нормативного размера маржи платежеспособности, рассчитанного в порядке, установленном Указанием Банка России от 28 июля 2015 г. N 3743-У "О порядке расчета страховой организацией нормативного соотношения собственных средств (капитала) и принятых обязательств". Отношение заемных средств страховщика (привлеченные кредиты и займы, в том числе совершенные путем выдачи векселей, выпуска и продажи облигаций, а также кредиторская задолженность, возникшая в результате заключения договоров репо) к капиталу страховщика, не должно превышать 30%.

Страховые компании могут инвестировать средства страховых резервов и собственных средств страховщика в следующие виды активов:

- государственные ценные бумаги Российской Федерации и ценные бумаги, исполнение обязательств по которым гарантировано Российской Федерацией;
- государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;
- муниципальные ценные бумаги;
- акции;
- облигации финансовых и нефинансовых организаций;
- денежные средства, размещенные в депозиты, в том числе удостоверенные депозитными сертификатами;
- остатки по обезличенным металлическим счетам;
- недвижимое имущество;
- денежные средства на банковских счетах;
- облигации с ипотечным покрытием.

Средства страховых резервов могут быть размещены в наличные денежные средства в кассе, а также инвестированы в специфические для отрасли типы активов, такие как:

- доля перестраховщиков в страховых резервах, сформированных в соответствии с Положением Банка России N 557-П и N 558-П;
- депо премий по рискам, принятым в перестрахование (не более 10% от суммарной величины страховых резервов);
- дебиторская задолженность страхователей, перестраховщиков, перестрахователей, страховщиков, страховых агентов и страховых брокеров.

Страховщики, имеющие лицензию на осуществление добровольного страхования жизни, могут также осуществлять инвестирование средств страховых резервов в ипотечные сертификаты участия, инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов, а также займы страхователям по договорам страхования жизни.

В то же время собственные средства страховщика могут быть представлены:

- непросроченной дебиторской задолженностью юридических и физических лиц (в том числе индивидуальных предпринимателей);
- дебиторской задолженностью страховщиков, возникшей в результате расчетов по прямому возмещению убытков в соответствии с законодательством Российской Федерации об ОСАГО;
- отложенными налоговыми активами;
- дебиторской задолженностью по налогам и сборам (включая авансовые платежи и переплату по ним);
- дебиторской задолженностью по причитающемуся к получению (начисленному) процентному (купонному, дисконтному и другому) доходу по активам;
- задолженностью контрагентов перед страховщиком, возникающая в результате заключения страховщиком договоров репо.

Активы, превышающие необходимую величину собственных средств страховщика, также могут быть представлены займами, предоставленными дочерним обществам и аффилированным лицам (не более 15% от суммы активов превышения), займам иным юридическим лицам (не более 5%) и вложениями в интеллектуальную собственность за исключением программного обеспечения и баз данных (не более 2%).

Собственные средства страховщика и средства страховых резервов могут быть инвестированы в активы, не относящихся к находящимся на территории Российской Федерации. Однако на долю таких активов установлены ограничения: в страховых резервах они должны составлять не более 30% от суммарной величины страховых резервов за исключением доли перестраховщиков, не являющихся резидентами Российской Федерации, в собственных средствах - не более 35%.

Существует несколько общих ограничений, устанавливающих виды активов, в которые не могут быть инвестированы средства страховых резервов и собственные средства страховщика. Не допускается инвестирование собственных средств в те же активы, что и средства страховых резервов, а также в следующие активы:

- активы, являющиеся предметом залога;
- активы, на которые наложен арест;
- активы, полученные по договорам займа и (или) кредитным договорам и (или) приобретенные страховщиком за счет средств, полученных по действующим договорам займа и (или) кредитным договорам;
- ценные бумаги, в момент приобретения которых было известно, что в отношении их эмитентов осуществляется санация или введена процедура банкротства либо в

отношении их эмитентов такая процедура применялась в течение двух предыдущих лет;

- ценные бумаги, в отношении которых заключен договор о продаже их (или иной договор, предусматривающий отчуждение их) в будущем;
- ценные бумаги, отраженные в бухгалтерской (финансовой) отчетности страховщика как переданные без прекращения признания;
- ценные бумаги, отраженные в бухгалтерской (финансовой) отчетности страховщика как полученные по операциям, совершаемым на возвратной основе.

Дополнительно, средства страховых резервов не могут быть инвестированы в ценные бумаги, эмитентами которых являются страховщики, и вклады и доли в складочном или уставном капитале страховщиков. Собственные средства не могут быть инвестированы в дебиторскую задолженность лиц, в отношении которых осуществляется санация или введена процедура банкротства (наблюдение, внешнее управление, конкурсное производство).

Инвестирование средств страховых резервов может осуществляться страховщиком самостоятельно, а также путем передачи части средств страховых резервов в доверительное управление управляющим компаниям, являющимся резидентами Российской Федерации (не более 50% от суммарной величины страховых резервов). При передаче в доверительное управление средств страховых резервов страховщик должен выполнять требования, предусмотренные Указанием N 4297-У.

Указания Банка России от 22 февраля 2017 г. N 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов» и N 4298-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов» регулируют не только типы и основные характеристики объектов вложений, в которые могут быть инвестированы средства страховых резервов и собственные средства страховщика, но также же и максимальные суммарные величины вложений в эти активы.

В целях применения Указаний Банка России № 4297-У и № 4298-У Совет директоров Банка России устанавливает уровни кредитных рейтингов для банков, выпусков ценных бумаг или их эмитентов, которые ограничивают вложения в те или иные инструменты с учетом рейтинга долгосрочной кредитоспособности. В частности, для страховых компаний действуют Указания Банка России от 3 сентября 2018 г. № 4897-У и другие решения Совета директоров Банка России.

Кратко основные законодательные ограничения инвестирования средств страховых компаний представлены ниже в таблице.

Состав и структура средств страховых компаний

Тип вложений	Требования	Ограничения по величине вложений		
		Компании по страхованию не-жизни	Компании по страхованию жизни	Собственные средства страховщика
Государственные ценные бумаги Российской Федерации и ценные бумаги, исполнение обязательств по которым гарантировано Российской Федерацией		Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений
Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации. Муниципальные ценные бумаги	<ul style="list-style-type: none"> • ценные бумаги включены в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одним организатором торговли на рынке ценных бумаг в Российской Федерации (российской биржей). <p>ИЛИ</p> <ul style="list-style-type: none"> • эмитент (выпуск) ценной бумаги либо поручитель (гарант) по таким ценным бумагам имеет кредитный рейтинг не ниже уровня ruBB • в отношении субординированных облигаций эмитент (выпуск) таких облигаций должен иметь кредитный рейтинг не ниже уровня ruBB. <p><i>Требования настоящего подпункта не</i></p>	Не более 45% суммарной величины страховых резервов	Не более 45% суммарной величины страховых резервов	Не более 45% величины собственных средств

	<i>распространяются на облигации, выпущенные эмитентом, являющимся концессионером</i>			
Облигации финансовых и нефинансовых организаций	<ul style="list-style-type: none"> • эмитент (выпуск) ценной бумаги либо поручитель (гарант) по таким ценным бумагам имеет кредитный рейтинг не ниже уровня ruBB • ценные бумаги включены (или в отношении указанных ценных бумаг начата процедура листинга) в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одним организатором торговли на рынке ценных бумаг в Российской Федерации (российской биржей) или в перечень листов (списков, рынков, сегментов) иностранных бирж, установленный Положением Банка России от 24 февраля 2016 г. N 534-П "О допуске ценных бумаг к организованным торгам" 			
Акции	<ul style="list-style-type: none"> • должны быть включены в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одним организатором торговли на рынке ценных бумаг в Российской Федерации (российской биржей). • должны быть включены (или в отношении указанных ценных бумаг начата процедура листинга) в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одним организатором 	Не более 20% суммарной величины страховых резервов	Не более 20% суммарной величины страховых резервов	Не более 20% величины собственных средств

	<p>торговли на рынке ценных бумаг в Российской Федерации (российской биржей) или в перечень листов (списков, рынков, сегментов) иностранных бирж, установленный Положением Банка России N 534-П, при включении в которые ценные бумаги могут включаться в первый (высший) котировальный список российских бирж.</p>			
<p>Ценные бумаги, выпущенные международными финансовыми организациями</p>	<ul style="list-style-type: none"> должны быть включены в Ломбардный список Банка России в соответствии с Указанием Банка России от 10 августа 2012 г. N 2861-У "О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России" 	<p>Не более 20% суммарной величины страховых резервов</p>	<p>Не более 20% суммарной величины страховых резервов</p>	<p>Не более 20% величины собственных средств</p>
<p>Инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов</p>	<ul style="list-style-type: none"> стоимость чистых активов паевого инвестиционного фонда должна составлять не менее 1 миллиарда рублей на расчетную дату; <p>И</p> <ul style="list-style-type: none"> в отношении управляющей компании паевого инвестиционного фонда в течение года, предшествующего дате инвестирования средств страховых резервов, должны отсутствовать факты введения Банком России запрета на проведение всех или части операций; <p>И</p>	<p>-</p>	<p>Не более 100% от суммарной величины резерва дополнительных выплат (страховых бонусов) и резерва опций и гарантий</p>	<p>-</p>

	<ul style="list-style-type: none"> информация о стоимости активов и стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда управляющей компании раскрывается на официальном сайте управляющей компании в информационно-телекоммуникационной сети "Интернет" на ежедневной основе по состоянию на предыдущий рабочий день и является доступной на указанном сайте не менее трех месяцев с даты ее опубликования. 			
Денежные средства, размещенные в депозиты, в том числе удостоверенные депозитными сертификатами. Остатки по обезличенным металлическим счетам. Денежные средства на банковских счетах.	<ul style="list-style-type: none"> должны быть размещены в банках, имеющих кредитные рейтинги не ниже уровня, установленного Советом директоров Банка России (верхняя граница «ruBBB», нижняя граница «ruBB») 	всего/рейтинг банка не ниже верхней границы, установленной Советом директоров Банка России		
		Не более 60% суммарной величины страховых резервов	Не более 60% суммарной величины страховых резервов	Не более 60% величины собственных средств
		рейтинг банка не ниже нижней границы, но ниже верхней границы уровня, установленного Советом директоров Банка России		
		Не более 50% суммарной величины страховых резервов	Не более 50% суммарной величины страховых резервов	Не более 50% величины собственных средств
Субординированные депозиты	<ul style="list-style-type: none"> банки, в которых размещены такие депозиты, должны иметь кредитный рейтинг не ниже 	Суммарная стоимость субординированных облигаций и субординированных депозитов:		

	уровня ruBB	не более 20% суммарной величины страховых резервов/ величины собственных средств		
Недвижимое имущество: только здания, жилые и нежилые помещения, земельные участки.	<ul style="list-style-type: none"> рыночная стоимость объекта недвижимости должна подтверждаться независимым оценщиком с периодичностью не реже одного раза в год; средства инвестируются в объекты недвижимости по стоимости, не превышающей их рыночную стоимость; на объект недвижимости не наложены следующие ограничения (обременения): арест, запрет на продажу или иное отчуждение; рента недвижимого имущества, находящегося в индивидуальной или общей долевой собственности граждан Российской Федерации; право собственности страховщика на объекты недвижимости должно быть зарегистрировано в соответствии с законодательством Российской Федерации 	Не более 15% страховых резервов по страхованию не-жизни	Не более 20% страховых резервов по страхованию жизни	Не более 40% величины собственных средств

Доля перестраховщиков в страховых резервах, сформированных в соответствии с Положением Банка России N 557-П и Положением Банка России N 558-П.	<ul style="list-style-type: none"> перестраховщики, являющиеся резидентами Российской Федерации, должны иметь лицензию на осуществление перестрахования 	<p>Не более 60% от величины страховых резервов по страхованию средств железнодорожного / воздушного/ водного транспорта и страхованию гражданской ответственности владельцев средств воздушного транспорта, за исключением РЗНУ по указанным видам</p> <p>не более 50% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, по иным видам</p>	<p>Не более 20% от величины страховых резервов по страхованию жизни</p>	-
	<ul style="list-style-type: none"> перестраховщики, не являющиеся резидентами Российской Федерации, должны иметь право в 	<p>Не более 50% от величины страховых резервов по</p>	<p>Не более 10% от величины страховых резервов по</p>	-

	<p>соответствии с национальным законодательством государства, на территории которого они учреждены, осуществлять перестраховочную деятельность и иметь кредитный рейтинг не ниже уровня В- по международной рейтинговой шкале S&P /Fitch либо В3 по международной рейтинговой шкале Moody's</p>	<p>страхованию средств железнодорожного / воздушного/ водного транспорта и страхованию гражданской ответственности владельцев средств воздушного транспорта, за исключением РЗНУ по указанным видам</p>	<p>страхованию жизни</p>	
		<p>Не более 40% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, по всем видам страхования, кроме страхования средств железнодорожного / воздушного/ водного транспорта и страхованию</p>		

		гражданской ответственности владельцев средств воздушного транспорта, за исключением РЗНУ по этим видам		
Дебиторская задолженность страхователей, перестраховщиков, перестрахователей, страховщиков, страховых агентов и страховых брокеров, за исключением задолженности по ПВУ	<ul style="list-style-type: none"> должна возникать в результате операций страхования, сострахования и перестрахования и не являться просроченной срок погашения дебиторской задолженности страховых агентов не может превышать трех месяцев с момента ее возникновения. 	всего/ контрагент имеет кредитный рейтинг не ниже уровня ruBB		
		Не более 55% от величины резерва незаработанной премии по страхованию иному, чем страхование жизни, уменьшенной на величину дополнительной части РНП	Не более 15% от величины страховых резервов по страхованию жизни	-
		контрагент не имеет кредитного рейтинга, либо его кредитный рейтинг ниже уровня ruBB		
		Не более 45% от величины резерва незаработанной	Не более 10% от величины страховых резервов по	-

		премии по страхованию иному, чем страхование жизни, уменьшенной на величину дополнительной части РНП	страхованию жизни	
Дебиторская задолженность страхователей по договорам обязательного государственного страхования, дебиторская задолженность страхователей, являющихся государственными или муниципальными заказчиками, дебиторская задолженность страхователей, являющихся		Не более 100% от величины РНП по договорам обязательного государственного страхования, договорам страхования, заключенным в порядке, установленном Федеральным законом "О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения	Не более 100% от величины РНП по договорам обязательного государственного страхования, договорам страхования, заключенным в порядке, установленном Федеральным законом "О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд", а также по договорам	-

<p>заказчиками, а также дебиторская задолженность страхователей по договорам сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой</p>		<p>государственных и муниципальных нужд", а также по договорам сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой, уменьшенной на величину дополнительной части РНП</p>	<p>сельскохозяйственного страхования с государственной поддержкой, уменьшенной на величину дополнительной части РНП</p>	
<p>Суммарная дебиторская задолженность по операциям страхования, сострахования и перестрахования, за исключением указанных выше</p>		<p>Не более 25% от суммарной величины страховых резервов, уменьшенной на величину разницы РНП и дополнительной части РНП</p>	<p>Не более 25% от суммарной величины страховых резервов, уменьшенной на величину разницы РНП и дополнительной части РНП</p>	<p>-</p>

Дебиторская задолженность страховщиков, возникшая в результате расчетов по ПБУ		Не более 100% от величины страхового резерва для компенсации расходов на осуществление страховых выплат и прямое возмещение убытков в последующие периоды (стабилизационного резерва ОСАГО)	-	-
Облигации с ипотечным покрытием и ИСУ	<ul style="list-style-type: none"> • в состав ипотечного покрытия не должны входить объекты незавершенного строительства; • в ипотечное покрытие должны входить только денежные средства или права требования, обеспеченные залогом объектов недвижимости; • договор на проведение оценки объектов 		Не более 45% от величины страховых резервов по страхованию жизни	
Облигации с ипотечным покрытием	недвижимости, залогом которых обеспечены права требования, входящие в состав ипотечного покрытия, заключен с юридическим лицом, которое на дату оценки заключало	эмитент (выпуск) ценной бумаги имеет кредитный рейтинг не ниже уровня ruBB ИЛИ ценные бумаги включены в котировальный список первого		

	<p>договоры на проведение оценки объектов недвижимости ежегодно в течение последних 10 лет и выручка за последний отчетный год, которого от договоров на проведение оценки объектов недвижимости составляет не менее 100 миллионов рублей;</p> <ul style="list-style-type: none"> отчет о проведении оценки объекта недвижимости составлен оценщиком, в отношении которого на дату составления отчета со стороны саморегулируемых организаций оценщиков не применялись в течение двух лет в количестве двух и более раз меры дисциплинарного воздействия, предусмотренные Федеральным законом от 29 июля 1998 года N 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации", а также внутренними документами саморегулируемых организаций оценщиков, и стаж осуществления оценочной деятельности которого составляет не менее трех лет. 	<p>(высшего) уровня хотя бы одним организатором торговли на рынке ценных бумаг в Российской Федерации (российской биржей);</p>		
		<p>Не более 10% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни</p>	<p>Не более 10% величины страховых резервов по страхованию жизни</p>	<p>Не более 25% величины собственных средств</p>
		<p>исполнение обязательств эмитента по выпуску ценных бумаг в полном объеме или частично обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации или солидарным поручительством акционерного общества "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию".</p>		
		<p>Не более 10% величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни</p>	<p>Не более 45% величины страховых резервов по страхованию жизни;</p>	<p>Не более 25% величины собственных средств</p>
<p>Займы страхователям по договорам страхования жизни</p>	<ul style="list-style-type: none"> должны быть предоставлены в соответствии со статьей 26 Закона Российской Федерации "Об организации страхового дела в Российской Федерации" страхователям - физическим лицам 	<p>-</p>	<p>Не более 10% резервов по страхованию жизни</p>	<p>-</p>

	<p>по договорам страхования жизни, заключенным на срок не менее пяти лет, в пределах математического резерва, сформированного по договору страхования жизни, при условии их предоставления не ранее чем через два года с начала действия договора страхования жизни и на возмездной основе (с условием платы за пользование займом в размере не менее нормы доходности от размещения резерва по страхованию жизни, использованной при расчете страхового тарифа).</p>			
<p>Задолженность контрагентов перед страховщиком, возникающая в результате заключения страховщиком договоров репо</p>	<ul style="list-style-type: none"> • задолженность связана с исполнением требований и обязательств по договорам репо И • задолженность контрагентов не превышает суммарную стоимость ценных бумаг, полученных страховщиком в результате исполнения требований и обязательств по договорам репо И • контрагент по договору репо, заключенному со страховщиком, является профессиональным участником рынка ценных бумаг И • контрагент по договору репо, заключенному со 			<p>Суммарная стоимость непросроченной дебиторской задолженности юридических и физических лиц (в том числе индивидуальных предпринимателей) и задолженности</p>

	<p>страховщиком, имеет кредитный рейтинг не ниже уровня ruBB</p> <p>ИЛИ</p> <ul style="list-style-type: none"> ценные бумаги, полученные страховщиком в результате исполнения требований и обязательств по договорам репо, удовлетворяют требованиям по активам настоящего Указания 			<p>контрагентов перед страховщиком, возникающая в результате заключения страховщиком договоров репо: не более 15% собственных средств</p>
--	--	--	--	---

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Дополнительно, Указания Банка России от 22 февраля 2017 г. N 4297-У «О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов» и N 4298-У «О порядке инвестирования собственных средств (капитала) страховщика и перечне разрешенных для инвестирования активов» ограничивают суммарную стоимость активов, выпущенных (выданных, эмитированных) связанными со страховщиком сторонами, и активов, размещенных на счетах связанных со страховщиком сторон: 25% от суммарной величины страховых резервов или собственных средств.

Законодательно ограничены максимальные величины вложений, приходящиеся на один объект инвестирования.

Предельные соотношения для инвестирования в один объект вложений

Тип вложений	Предельный разрешенный процент от величины страховых резервов, если не указано иное	Предельный разрешенный процент от величины собственных средств
Стоимость государственных ценных бумаг одного субъекта Российской Федерации	Не более 40%	Не более 40%
Стоимость муниципальных ценных бумаг одного органа местного самоуправления	Не более 40%	Не более 40%
Максимальная сумма денежных средств, размещенных в депозиты, в том числе удостоверенные депозитными сертификатами, а также остатков по обезличенным металлическим счетам в одном банке	Не более 25%	Не более 25%
Суммарная стоимость ценных бумаг, выпущенных (выданных, эмитированных) одним юридическим лицом	Не более 10%	Не более 10%
Стоимость ценных бумаг, выпущенных одним банком, денежных средств, размещенных в депозиты, в том числе удостоверенных депозитными сертификатами, остатков по обезличенным металлическим счетам и денежных средств, находящихся на счетах в этом же банке	Не более 40%	Не более 40%

Стоимость одного объекта недвижимости	Не более 10%		Не более 25%
Стоимость облигаций с ипотечным покрытием исполнение обязательств эмитента по выпуску ценных бумаг в полном объеме или частично обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации или солидарным поручительством акционерного общества "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию" в рамках одного выпуска	Не более 10% величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни	Не более 30% величины страховых резервов по страхованию жизни	Не более 20%
Стоимость облигаций с ипотечным покрытием, исполнение обязательств эмитента по выпуску ценных бумаг в полном объеме или частично обеспечено государственными гарантиями Российской Федерации или солидарным поручительством акционерного общества "Агентство по ипотечному жилищному кредитованию", одного первоначального кредитора по обязательствам, денежные требования по которым являются предметом залога по облигациям с ипотечным покрытием	Не более 10% величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни	Не более 20% величины страховых резервов по страхованию жизни	Не более 20%
Максимальная величина в страховых резервах, доли одного перестраховщика			
являющегося резидентом Российской Федерации и имеющего кредитный рейтинг не ниже уровня, установленного Советом директоров Банка России ИЛИ не являющегося резидентом Российской Федерации, созданного на территории государства, являющегося членом одной из следующих международных организаций: ЕАЭС, ОЭСР, СНГ, ШОС), Манивэл, ФАТФ	не более 35% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением РЗНУ	не более 10% величины страховых резервов по страхованию жизни	-

являющегося резидентом Российской Федерации и не имеющего кредитного рейтинга либо имеющего кредитный рейтинг ниже уровня, установленного Советом директоров Банка России	не более 25% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением РЗНУ	не более 10% величины страховых резервов по страхованию жизни	-
не являющегося резидентом Российской Федерации, который создан на территории государства, не являющегося членом одной из указанных выше международных организаций,	не более 30% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением РЗНУ	Не более 10% величины страховых резервов по страхованию жизни;	-

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Анализ законодательства, регулирующего российский рынок негосударственных пенсионных фондов

Принципы размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений негосударственных пенсионных фондов определены в Федеральном Законе от 7 мая 1998 г. N 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах». Закон предусматривает, что НПФ и/или управляющая компания, осуществляющая управление средствами пенсионных активов, обязаны обеспечивать сохранность вверенных им средств, доходность, диверсификацию и ликвидность инвестиционных портфелей, а также профессиональное управление инвестиционным процессом.

Законом определены ограничения при размещении средств пенсионных резервов и инвестировании средств пенсионных накоплений. Так, запрещено совершать следующие виды сделок:

- по приобретению имущества, являющегося предметом залога или иного обеспечения;
- договоров займа или кредитных договоров, а также договоров репо (кроме случаев, установленных Банком России);
- по приобретению активов, не предусмотренных федеральными законами, иными нормативными правовыми актами Российской Федерации и нормативными актами Банка

России, а также договором доверительного управления средствами пенсионных резервов и накоплений;

- по безвозмездному отчуждению активов, составляющих пенсионные резервы и (или) пенсионные накопления фонда;
- в результате которых принимается обязанность по передаче имущества, которое в момент принятия такой обязанности не составляет пенсионных резервов или пенсионных накоплений фонда, за исключением сделок, совершаемых на организованных торгах, при условии осуществления клиринга по таким сделкам;
- по приобретению имущества, принадлежащего этой управляющей компании, ее учредителям, основным и преобладающим хозяйственным обществам учредителя, дочерним и зависимым обществам управляющей компании, или сделок по отчуждению имущества указанным лицам, за исключением случаев, установленных Банком России;
- по приобретению у специализированного депозитария и аудиторской организации, с которой заключен договор на проведение обязательного аудита, имущества или по отчуждению имущества указанным лицам, за исключением случаев, установленных Банком России.

Федеральный Закон от 7 мая 1998 г. N 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» в части требований по формированию состава и структуры пенсионных резервов фонда дополнен Постановлением Правительства Российской Федерации от 1 февраля 2007 г. №63 «Об утверждении правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением». Согласно Постановлению фонды могут самостоятельно размещать средства пенсионных резервов в расчетные и депозитные счета в рублях и иностранной валюте, государственные ценные бумаги Российской Федерации, депозитные сертификаты российских банков, инвестиционные паи открытых, интервальных и закрытых паевых инвестиционных фондов, а также объекты недвижимого имущества. Доля ценных бумаг одного эмитента, являющегося вкладчиком фонда, ограничена и может составлять не более 5% величины пенсионных резервов. Исключение составляют ценные бумаги, включённые в котировальный список высшего уровня российской фондовой биржи. В случае если ценные бумаги, эмитентами которых являются управляющая компания (управляющие компании), специализированный депозитарий, аудитор или актуарий фонда, а также их аффилированные лица, включены в котировальные списки фондовых бирж, пенсионный фонд может инвестировать в них средства пенсионных резервов.

Постановление ограничивает состав и структуру активов пенсионных резервов, требования по которым размещены ниже в таблице.

Состав и структура пенсионных резервов

Тип вложений	Требования	Максимальная величина вложений, % от пенсионных резервов
Денежные средства, включая иностранную валюту, размещенные на банковских счетах и в банковских депозитах Депозитные сертификаты российских банков	банк является участником системы страхования вкладов	суммарная доля банковских депозитов и депозитных сертификатов российских банков может составлять не более 80% в том числе не более 25% на депозиты/депозитные сертификаты в одном банке
Государственные ценные бумаги Российской Федерации	-	не более 80%, в том числе не более 35% на бумаги одного выпуска
Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации	должны быть допущены к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг	не более 80%, в том числе не более 35% на бумаги одного выпуска
Муниципальные облигации	должны быть допущены к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг	не более 80%, в том числе не более 35% на бумаги одного выпуска
Акции российских открытых акционерных обществ	должны быть допущены к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг	не более 70%
Облигации российских хозяйственных обществ	должны быть допущены к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг	не более 80%, в том числе не более 15% на бумаги одного эмитента
Ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах	должны быть допущены к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг	не более 20%, в том числе не более 10% на ИСУ, удостоверяющих доли в праве общей собственности на ипотечные покрытия, доверительное управление которыми осуществляется одним

		управляющим ипотечным покрытием
<p>Инвестиционные паи открытых, интервальных и закрытых паевых инвестиционных фондов, созданных в соответствии с законодательством Российской Федерации</p>		<p>не более 70%</p> <p>При этом доля инвестиционных паев закрытых паевых инвестиционных фондов, не допущенных к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг, а также доля инвестиционных паев, предназначенных для квалифицированных инвесторов, может составлять не более 5 процентов резерва покрытия пенсионных обязательств фонда, увеличенных на долю страхового резерва в указанных резервах покрытия пенсионных обязательств;</p> <p>25% управление (доверительное управление) которыми осуществляется одной управляющей компанией</p>
<p>Ценные бумаги правительств иностранных государств</p>	<ul style="list-style-type: none"> • иностранное государство является членом ОЭСР • эмитенту ценных бумаг присвоен рейтинг долгосрочной кредитоспособности не ниже уровня "BBB-" Fitch- или Standard & Poor's либо не ниже уровня "Baa3" Moody`s И рейтинг должен быть присвоен как минимум двумя из указанных рейтинговых 	<p>суммарная доля ценных бумаг правительств иностранных государств, ценных бумаг международных финансовых организаций, акций иностранных акционерных обществ, облигаций иностранных коммерческих организаций и акций (паев) иностранных инвестиционных фондов может составлять не более 30%</p>

	агентств.	
Ценные бумаги международных финансовых организаций, включенные в перечень, утвержденный Банком России		
Акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных коммерческих организаций	<ul style="list-style-type: none"> • прошли процедуру листинга на фондовой бирже, включенной в перечень фондовых бирж, утвержденный Банком России • иностранное государство, в котором учреждено юридическое лицо - эмитент акций (облигаций), является членом ОЭСР • облигации или их эмитент имеют рейтинга долгосрочной кредитоспособности не ниже уровня "BBB-" Fitch- или Standard & Poor's либо не ниже уровня "Баа3" Moody`s И рейтинг должен быть присвоен как минимум двумя из указанных рейтинговых агентств. 	
Акции (паи, доли) иностранных инвестиционных фондов	<ul style="list-style-type: none"> • иностранный инвестиционный фонд создан в соответствии с законодательством государства, являющегося членом ОЭСР, которое регулирует институты 	

	<p>коллективного инвестирования;</p> <ul style="list-style-type: none"> • акции (паи, доли) иностранного инвестиционного фонда допущены к обращению на торгах фондовой биржи, включенной в перечень фондовых бирж, утвержденный Банком России • активы иностранного инвестиционного фонда, который является индексным фондом, инвестируются в ценные бумаги иностранных эмитентов в соответствии с инвестиционным индексом, включенным в перечень, утвержденный Банком России 	
Недвижимое имущество	<p>нежилые здания, помещения, строения и сооружения, находящиеся на территории Российской Федерации и введенные в эксплуатацию в установленном порядке, земельные участки, занятые указанными зданиями, строениями и сооружениями</p>	не более 10%

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Федеральный Закон от 7 мая 1998 г. N 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» в части требований по формированию состава и структуры пенсионных резервов фонда дополнен Федеральным Законом от 24 июля 2002 г. №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации» и Положением Банка России от 1

марта 2017 г. № 580-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительного требования, которое управляющая компания обязана соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений для финансирования накопительной пенсии».

В целях применения Положения Банка России от 1 марта 2017 г. № 580-П Совет директоров Банка России устанавливает уровни кредитных рейтингов для банков, выпусков ценных бумаг или их эмитентов, которые ограничивают вложения в те или иные инструменты с учетом рейтинга долгосрочной кредитоспособности. Кратко основные законодательные ограничения инвестирования средств пенсионных накоплений представлены ниже в таблице.

Состав и структура пенсионных накоплений

Тип	Требования	Максимальная величина вложений, % от пенсионных накоплений	
Облигации			Суммарно не
государственные ценные бумаги Российской Федерации (и от имени муниципальных образований)		Не более 40% в том числе, не более 35% на бумаги одного выпуска)	более 80% (за исключением кредитных субординированных)
облигации с ипотечным покрытием		Не более 40%	
облигации кредитных организаций	рейтинг долгосрочной кредитоспособности выпуску/ эмитенту/ гаранту <ul style="list-style-type: none"> • для российских объектов - рейтинг ruA- • для иностранных объектов — суверенный кредитный рейтинг РФ Fitch, S&P, Moody's сниженный на 3 ступени 		
за исключением облигаций кредитных организаций	рейтинг долгосрочной кредитоспособности выпуску/ эмитенту/ гаранту <ul style="list-style-type: none"> • для российских объектов - ruBBB+ • для иностранных объектов рейтинга — суверенный кредитный рейтинг РФ Fitch, S&P, Moody's сниженный на 5 ступеней 		
облигации финансовых и нефинансовых компаний	включены в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одной из российских бирж		
выпущены эмитентом, являющимся концессионером	концедентом является Российская Федерация, либо субъект Российской Федерации (с численностью населения более 1 миллиона), и сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении облигаций этого эмитента на каждый день не превышает 110% объема инвестиций,		

	предусмотренных всеми заключёнными этим эмитентом концессионными соглашениями		
облигации кредитных организаций (субординированные)	рейтинг долгосрочной кредитоспособности выпуску/ эмитенту/ гаранту <ul style="list-style-type: none"> • для российских объектов - рейтинг ruA- • для иностранных объектов — суверенный кредитный рейтинг РФ Fitch, S&P, Moody's сниженный на 2 степени 		Суммарно не более 40%
Акции российских эмитентов в форме АО	включённые в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одной из российских бирж или список для расчёта Индекса ММВБ, или сегмент РИИ-Прайм списка ценных бумаг, допущенных к торгам организатора торговли на рынке ценных бумаг, входящего в Группу «Московская Биржа»	Не более 5%	
Паи (акции, доли) иностранных индексных инвестиционных фондов	Выпущены одним из следующих фондов: <ul style="list-style-type: none"> • iShares Core S&P 500 ETF • iShares MSCI EAFE ETF • iShares MSCI EMU ETF • iShares MSCI Germany ETF • iShares MSCI Japan ETF • iShares MSCI United Kingdom ETF • PowerShares QQQ Trust, Series 1 • SPDR S&P 500 ETF Trust • Vanguard FTSE Developed Markets ETF • Vanguard FTSE Europe ETF • SPDR Gold • iShares Silver Trust • FinEx MSCI United Kingdom UCITS ETF 		

	<ul style="list-style-type: none"> • FinEx MSCI Germany UCITS ETF • FinEx MSCI Japan UCITS ETF • FinEx MSCI USA UCITS ETF • FinEx Gold ETF USD 		
<p>Инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов (за исключением иностранных индексных инвестиционных фондов)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • только ОПИФы или ИПИФы рыночных финансовых инструментов, ЗПИФ недвижимости • соответствуют требованиям Указания Банка России от 5 сентября 2016 года № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» • не содержат указание на то, что инвестиционные паи предназначены для квалифицированных инвесторов • не предусматривают возможность включения в состав активов ОПИФов и ИПИФов ценных бумаг, денежных средств на банковских депозитах и на счетах, производных финансовых инструментов, которые не соответствуют требованиям Банка России • не предусматривают возможность включения в состав активов ЗПИФов имущественных прав ДДУ, ценных бумаг, денежных средств на банковских депозитах и на счетах, производных финансовых инструментов, которые не соответствуют требованиям Банка России; и недвижимого имущества, за исключением жилых помещений, нежилых помещений в многоквартирных домах и введенных в эксплуатацию • инвестиционные паи выданы УК паевого инвестиционного фонда, которая предоставляет справки о СЧА на каждый рабочий день 		

	<ul style="list-style-type: none"> оценщик - юридическое лицо, которое на дату оценки заключало договоры на проведение оценки объектов недвижимости ежегодно в течение последних 10 лет и выручка которого за последний отчётный год от договоров на проведение оценки объектов недвижимости составляет не менее 100 миллионов рублей 		
Субординированные депозиты	<ul style="list-style-type: none"> наличие генеральной лицензии наличие капитала не менее 5 миллиардов рублей по состоянию на последнюю отчётную дату. наличие присвоенного рейтинга не ниже ruA- отсутствие запрета на привлечение кредитной организацией во вклады денежных средств физических лиц и на открытие счетов физических лиц 		
Денежные средства в рублях и в иностранной валюте на банковских депозитах	<ul style="list-style-type: none"> Наличие генеральной лицензии Наличие капитала не менее 5 миллиардов рублей по состоянию на последнюю отчётную дату. Наличие присвоенного рейтинга не ниже ruA- Отсутствие запрета на привлечение кредитной организацией во вклады денежных средств физических лиц и на открытие счетов физических лиц Наличие условия о досрочном расторжении договора в связи с тем, что кредитная организация перестала соответствовать требованиям 		
Производные финансовые инструменты	<ul style="list-style-type: none"> изменение их стоимости зависит от изменения стоимости активов/ производных финансовых инструментов/ индекса, рассчитываемого из стоимости активов, которые могут входить в состав пенсионных накоплений фонда, изменения величины процентных ставок, уровня инфляции, курсов валют. 	Стоимость лотов - не более 20% портфеля, а на	

	<ul style="list-style-type: none"> • стоимость производного финансового инструмента зависит от изменения значения индекса, не менее 90 процентов такого индекса должны составлять активы, которые могут входить в состав пенсионных накоплений фонда. • сделка в течение 3 рабочих дней 	дату заключения не более 10% портфеля с учётом заключённых сделок	
Ценные бумаги, имеющие повышенную степень риска	<ul style="list-style-type: none"> • акции российских акционерных обществ, не включенные одновременно в список для расчета Индекса ММВБ и в котировальный список первого (высшего) уровня хотя бы одной из российских бирж; • облигации (за исключением субординированных облигаций кредитных организаций), выпуску которых присвоен рейтинг не ниже ruBB+ и не выше ruBBB • облигации, выплаты (часть выплат) по которым установлены в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции) и (или) зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами; • инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов 	Не более 10%	

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Анализ законодательства, регулирующего российский рынок доверительного управления и инвестиционных фондов

Инвестирование пенсионных накоплений и размещение пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов, резервов страховых компаний осуществляются через управляющие компании в рамках договоров доверительного управления. Поэтому для активов под управлением управляющих компаний свойственны те же ограничения, что и на прямые инвестиции пенсионных фондов и страховых компаний. Далее приводится обзор законодательных актов, отличных от регулирующих инвестирование средств институциональных инвесторов.

Деятельность управляющих компаний осуществляется в соответствии с требованиями Федерального закона от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах", нормативных правовых актов Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, таких как Постановление ФКЦБ от 18 февраля 2004 г. №04-5/пс «О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов», инвестиционными декларациями акционерных инвестиционных фондов и правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а деятельность управляющих компаний закрытого паевого инвестиционного фонда - также в соответствии с решениями общего собрания владельцев инвестиционных паев такого фонда.

Функционирование ПИФов определяется в законе от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», согласно которому их деятельность представляет собой «отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты, а также с управлением (доверительным управлением) имуществом инвестиционных фондов, учетом, хранением имущества инвестиционных фондов и контролем за распоряжением указанным имуществом».

АИФ представляет собой открытое акционерное общество, исключительным предметом функционирования которого является вложение капитала в ценные бумаги и другие объекты, название должно обязательно включать словосочетание «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд». Акционерные инвестиционные фонды, деятельность которых регламентировано N 156-ФЗ ФЗ, также регулируются положениями Федерального Закона от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

Законодательно определена стоимость имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным. Согласно Приказу ФСФР от 2 ноября 2006 г. N 06-125/пз-н «О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижению которой паевой инвестиционный фонд является сформированным», для ОПИФа стоимость имущества должна превышать 10 млн. руб., для ИПИФа – 15 млн. руб., для ЗПИФа – 25 млн. руб..

Согласно Приказу ФСФР России от 9 декабря 2008 г. N 08-56/пз-н "О передаче имущества в оплату инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда и сроках формирования закрытого паевого инвестиционного фонда" в доверительное управление закрытым и биржевым паевым инвестиционным фондом могли быть переданы только денежные средства. Однако согласно Указанию Банка России от 29 августа 2018 г. N 4885-У «О возможности передачи в доверительное управление закрытым паевым инвестиционным фондом и биржевым паевым инвестиционным фондом имущества (помимо денежных средств), предусмотренного инвестиционной декларацией, содержащейся в правилах доверительного управления соответствующим фондом. О случае, когда срок формирования закрытого инвестиционного фонда не может превышать шесть месяцев, а также о случаях неприменения ограничений на заключение управляющей компанией акционерного инвестиционного фонда или паевого инвестиционного фонда, акции (инвестиционные паи) которого предназначены для квалифицированных инвесторов, договоров займа и кредитных договоров, а также на совершение сделок по приобретению ценных бумаг выпущенных (выданных) лицами, указанными в подпункте 8 пункта 1 статьи 40 Федерального Закона от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах", либо долей в уставном капитале указанных лиц и выдачу поручений на заключение (совершение) таких договоров (сделок)» в доверительное управление закрытым и биржевым паевым инвестиционным фондом может быть передано иное имущество. При этом срок формирования закрытого паевого инвестиционного фонда не может превышать шесть месяцев.

Стоимость чистых активов определяется как разница между стоимостью всех активов паевого инвестиционного фонда или активов акционерного инвестиционного фонда и величиной всех обязательств, подлежащих исполнению за счет указанных активов, на момент определения стоимости чистых активов (Указание Банка России от 25 августа 2015 г. N 3758-У «Об определении стоимости чистых активов инвестиционных фондов, в том числе о порядке расчета среднегодовой стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, стоимости имущества, переданного в оплату инвестиционных паев». Помимо этого, управляющей компании разрешается совершать сделки в виде заключения займов, кредитов, тем самым расширяя возможности для инвестиционных фондов, для квалифицированных инвесторов, но при условии, что соответствующая возможность по совершению операции предусмотрена инвестиционной декларацией и правилами доверительного управления.

Согласно Указанию Банка России от 3 октября 2017 г. № 4561-У "О порядке квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг" законодательно установлен порядок квалификации иностранных финансовых инструментов в качестве ценных бумаг: инструментов, которым присвоены код (номер) идентификации ценных бумаг (код ISIN) и международный код классификации финансовых инструментов (код CFI).

Постановления Правительства РФ от 27 августа 2002 г. 27.08.2002 N 633 "О Типовых правилах доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом", от 18 сентября 2002 г. N 684 "О Типовых правилах доверительного управления интервальным паевым

инвестиционным фондом", от 25 июля 2002 г. N 564 «О Типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом» и от 15 июля 2013 г. N 600 «О Типовых правилах доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом» определяют целью инвестиционной политики управляющей компании получение дохода при инвестировании имущества, составляющего фонд, в объекты, предусмотренные правилами фонда, в соответствии с инвестиционной политикой.

Инвестиционная политика определяет имущество, которое может составлять фонд, и должна содержать описание ценных бумаг, в которые предполагается инвестировать имущество (указание вида ценных бумаг и название государства (государств) либо группы государств, объединенных по территориальному или иному признаку, в которых зарегистрированы лица, обязанные по ценным бумагам). Для акций указывается категория акций, а также может быть указана отраслевая принадлежность их эмитентов. Для облигаций указывается, выпущены ли они российскими или иностранными органами государственной власти (органами местного самоуправления), международными финансовыми организациями, российскими или иностранными юридическими лицами. Для инвестиционных паев (акций) инвестиционных фондов указываются в соответствии с применимым правом их категория и тип фонда.

Управляющая компания не вправе совершать следующие сделки или давать поручения на совершение следующих сделок:

- сделки по приобретению за счет имущества, составляющего фонд, объектов, не предусмотренных Федеральным законом "Об инвестиционных фондах", нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, инвестиционной декларацией фонда;
- сделки по безвозмездному отчуждению имущества, составляющего фонд;
- сделки, в результате которых управляющей компанией принимается обязанность по передаче имущества, которое в момент принятия такой обязанности не составляет фонд, за исключением сделок, совершаемых на организованных торгах;
- сделки по приобретению имущества, являющегося предметом залога или иного обеспечения, в результате которых в состав фонда включается имущество, являющееся предметом залога или иного обеспечения;
- договоры займа или кредитные договоры, возврат денежных средств по которым осуществляется за счет имущества фонда, за исключением случаев получения денежных средств для погашения;
- инвестиционных паев при недостаточности денежных средств, составляющих фонд;
- сделки репо, подлежащие исполнению за счет имущества фонда;
- сделки по приобретению в состав фонда имущества, находящегося у управляющей компании в доверительном управлении по иным договорам, и имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции единоличного исполнительного органа;

- сделки по отчуждению имущества, составляющего фонд, в состав имущества, находящегося у управляющей компании в доверительном управлении по иным договорам, или в состав имущества, составляющего активы акционерного инвестиционного фонда, в котором управляющая компания выполняет функции единоличного исполнительного органа;
- сделки по приобретению в состав фонда ценных бумаг, выпущенных (выданных) участниками управляющей компании, их основными и преобладающими хозяйственными обществами, дочерними и зависимыми обществами управляющей компании, а также специализированным депозитарием, аудиторской организацией;
- сделки по приобретению в состав фонда имущества, принадлежащего управляющей компании, ее участникам, основным и преобладающим хозяйственным обществам ее участников, ее дочерним и зависимым обществам, либо по отчуждению имущества, составляющего фонд, указанным лицам;
- сделки по приобретению в состав фонда имущества у специализированного депозитария, аудиторской организации, с которыми управляющей компанией заключены договоры, либо по отчуждению имущества указанным лицам;
- сделки по приобретению в состав фонда ценных бумаг, выпущенных (выданных) управляющей компанией, а также акционерным инвестиционным фондом, активы которого находятся в доверительном управлении управляющей компании или функции единоличного исполнительного органа которого осуществляет управляющая компания.

Согласно Указанию Банка России от 5 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» к паевым инвестиционным фондам, правилами доверительного управления которых предусмотрено, что их инвестиционные паи предназначены только для квалифицированных инвесторов, относятся фонды финансовых инструментов, недвижимости и комбинированные фонды, для неквалифицированных инвесторов – только фонды рыночных финансовых инструментов и фонд недвижимости. В отличие от фондов для неквалифицированных инвесторов за счет активов фондов для квалифицированных инвесторов могут заключаться договоры репо и совершаться сделки с производными финансовыми инструментами в случаях, предусмотренных правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Требования к составу активов инвестиционных фондов устанавливаются с учетом ограничений, предусмотренных Федеральным законом от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ для отдельных типов паевых инвестиционных фондов.

Так, в состав активов фондов, относящихся к категории *фондов рыночных финансовых инструментов*, могут входить только:

- активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых биржей принято решение о включении в котировальные списки) на биржах Российской Федерации и биржах, расположенных в иностранных государствах, являющихся

членами ЕАЭС, ОЭСР, Европейского союза, Китая, Индии, Бразилии, Южно-Африканской Республики и включенных в перечень иностранных бирж, утвержденный Указанием Банка России от 28 января 2016 г. N 3949-У "Об утверждении перечня иностранных бирж, прохождение процедуры листинга на которых является обязательным условием для принятия российской биржей решения о допуске ценных бумаг иностранных эмитентов к организованным торгам, а также условием для непроведения организациями, осуществляющими операции с денежными средствами или иным имуществом, идентификации бенефициарных владельцев иностранных организаций, чьи ценные бумаги прошли процедуру листинга на таких биржах", за исключением инвестиционных паев фондов для квалифицированных инвесторов, и активы, являющиеся клиринговыми сертификатами участия;

- инвестиционные паи открытых паевых инвестиционных фондов;
- денежные средства в рублях и в иностранной валюте на счетах и во вкладах в российских кредитных организациях и иностранных юридических лицах, признанных банками по законодательству иностранных государств, на территории которых они зарегистрированы, депозитные сертификаты российских кредитных организаций и иностранных банков иностранных государств, при условии, что в случае досрочного расторжения указанного договора российская кредитная организация или иностранный банк обязана (обязан) вернуть сумму вклада (депозита, остатка на счете) и проценты по нему в срок, не превышающий 7 рабочих дней;
- государственные ценные бумаги Российской Федерации и иностранных государств;
- права требования из договоров, заключенных для целей доверительного управления в отношении указанных активов;
- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд;
- ценные бумаги, выпущенные (выданные) в соответствии с законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг, законодательством Российской Федерации об инвестиционных фондах и предназначенные только для квалифицированных инвесторов, при условии, что инвестиционная декларация фонда предусматривает ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов;
- производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов, при условии, что инвестиционная декларация фонда предусматривает производные финансовые инструменты, предназначенные для квалифицированных инвесторов.

При этом оценочная стоимость ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных

инвесторов, и стоимость лотов производных финансовых инструментов, предназначенных для квалифицированных инвесторов, в совокупности не должны превышать 40% стоимости активов фонда, относящегося к категории фондов рыночных финансовых инструментов.

В состав активов фондов, относящихся к категории *фондов финансовых инструментов*, могут входить только следующие активы:

- активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых биржей принято решение о включении в котировальные списки) на биржах Российской Федерации и биржах, расположенных в иностранных государствах и включенных в перечень иностранных бирж;
- ценные бумаги, являющиеся ценными бумагами в соответствии с законодательством Российской Федерации;
- производные финансовые инструменты при условии, что изменение их стоимости зависит от изменения стоимости активов, которые могут входить в состав инвестиционного фонда (в том числе изменения значения индекса, рассчитываемого исходя из стоимости активов, которые могут входить в состав данного инвестиционного фонда), от величины процентных ставок, уровня инфляции, курсов валют;
- денежные средства в рублях и в иностранной валюте на счетах и во вкладах (депозитах) в российских кредитных организациях и иностранных банках любых иностранных государств, депозитные сертификаты иностранных банков любых иностранных государств, требования к кредитной организации выплатить денежный эквивалент драгоценных металлов по текущему курсу;
- права требования из договоров, заключенных для целей доверительного управления в отношении указанных активов;
- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд.

В состав активов фондов для *неквалифицированных инвесторов*, относящихся к категории *фондов недвижимости*, могут входить только следующие активы:

- жилые помещения, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности (в том числе в многоквартирном доме);
- нежилые помещения в многоквартирном доме, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- нежилые здания, введенные в эксплуатацию в установленном, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- помещения в нежилых зданиях, в том числе находящиеся в общей собственности с

определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;

- единые недвижимые комплексы, в случае если в их состав входит только недвижимое имущество, разрешенное для включения в состав активов фондов для неквалифицированных инвесторов;
- сооружения инженерной инфраструктуры, предназначенные исключительно для обслуживания и (или) эксплуатации недвижимого имущества, составляющего фонд или приобретаемого в состав активов фонда на основании заключенного договора;
- земельные участки, на которых расположено недвижимое имущество, составляющее фонд;
- права аренды земельного участка, на котором расположено недвижимое имущество, составляющее фонд;
- имущественные права из договоров участия в долевом строительстве жилых и многоквартирных домов, заключенных в соответствии с Федеральным законом от 30 декабря 2004 г. N 214-ФЗ "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации";
- инструменты денежного рынка;
- производные финансовые инструменты (допущенные к организованным торгам на биржах Российской Федерации и биржах, расположенных в иностранных государствах и включенных в перечень иностранных бирж), изменение стоимости которых зависит от величины процентных ставок, уровня инфляции, курсов валют;
- инвестиции в недвижимое имущество в случае, если в соответствии с правилами доверительного управления инвестиционным фондом стоимость имущества, на которую выдается инвестиционный пай при формировании фонда, составляет не менее 300 000 руб. и выдача инвестиционных паев осуществляется при условии передачи в их оплату денежных средств в размере не менее 300 000 руб., при этом дробление инвестиционных паев не предусмотрено;
- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд.

Дополнительно прописаны требования к использованию недвижимости, а также требования к оценщикам, дающим заключение о стоимости недвижимости. За предыдущий календарный год средняя доля фактически сданной в аренду полезной площади здания, помещения, единого недвижимого комплекса от общего размера полезной площади здания, помещения, единого недвижимого комплекса составляет не менее 40% полезной площади здания, помещения, единого недвижимого комплекса. Договор о проведении оценки объекта недвижимости должен быть заключен с юридическим лицом, которое на дату оценки заключало договоры на проведение оценки объектов недвижимости ежегодно в течение последних календарных 10 лет и выручка

которого за последний отчетный год от договоров на проведение оценки объектов недвижимости составляет не менее 100 миллионов рублей.

В состав активов фондов для *квалифицированных инвесторов*, относящихся к категории *фондов недвижимости*, могут входить только:

- недвижимое имущество, в том числе находящееся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- имущественные права на недвижимое имущество, в том числе права аренды недвижимого имущества, права из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества на выделенном в установленном порядке для целей строительства (создания) указанного объекта недвижимости земельном участке, который (право аренды которого) составляет активы инвестиционного фонда, права из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества, заключенных в соответствии с Федеральным законом от 30 декабря 2004 года N 214-ФЗ;
- имущественные права, связанные с возникновением права собственности на объект недвижимости (его часть) после завершения его строительства (создания);
- имущественные права из договоров, на основании которых осуществляется реконструкция объектов недвижимости, составляющих активы инвестиционного фонда;
- проектная документация для строительства или реконструкции объекта недвижимости;
- производные финансовые инструменты, изменение стоимости которых зависит от величины процентных ставок, уровня инфляции, курсов валют;
- денежные средства в рублях и в иностранной валюте на счетах и во вкладах (депозитах) в российских кредитных организациях и иностранных банках любых иностранных государств, депозитные сертификаты российских кредитных организаций и иностранных банков любых иностранных государств, государственные ценные бумаги Российской Федерации и любых иностранных государств;
- права требования из договоров, заключенных для целей доверительного управления в отношении указанных активов;
- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд.

В состав активов инвестиционных фондов, относящихся к категории *комбинированных фондов*, могут входить любые активы, за исключением наличных денежных средств.

В случае с коллективными инвестициями пропорциональность законодательного регулирования зависит от объема рисков, приходящихся на участника. Если посмотреть на

регулирование с точки зрения раскрытия информации, управления риском ликвидности, представления отчетности, участники рынка коллективных инвестиций дифференцируются в зависимости от того, каким фондом управляет компания - закрытым фондом для квалифицированных инвесторов либо открытым паевым инвестиционным фондом. Очевидно, что в части открытых фондов это регулирование более жесткое.

Законодательно также ограничены доли вложений в отдельные инструменты, составляющие паевой инвестиционный фонд, представленные ниже в таблице.

Состав и структура паевого инвестиционного фонда

Тип вложений	Максимальная доля вложений, % стоимости активов инвестиционного фонда, если не указано иное
<p>Инструменты денежного рынка со сроком до погашения менее трех месяцев</p> <p>Права требований к юридическому лицу, возникших на основании договора о брокерском обслуживании</p> <p>Облигации с фиксированным купонным доходом, рейтинг долгосрочной кредитоспособности выпуска/эмитента по классификации хотя бы одного из рейтинговых агентств, отличается от рейтинга в соответствующей валюте страны - эмитента валюты, в которой номинированы указанные облигации, не более чем на одну ступень</p> <p>Ценных бумаг, входящих в расчет фондовых индексов, от стоимости чистых активов открытых паевых инвестиционных фондов</p>	<p>Не более 5%</p> <p>или</p> <p>не более величины чистого месячного оттока инвестиционных паев, являющуюся минимальной из шести наибольших величин чистых месячных оттоков инвестиционных паев за последние 36 календарных месяцев</p>
<p>Ценные бумаги одного юридического лица, денежные средства в рублях и в иностранной валюте на счетах и во вкладах (депозитах) в таком юридическом, права требования к такому юридическому лицу в совокупности</p>	<p>Не более 15% до 31 декабря 2019 года,</p> <p>с 1 января 2020 года – 14%,</p> <p>с 1 июля 2020 года – 13%,</p> <p>с 1 января 2021 года – 12%,</p> <p>с 1 июля 2021 года – 11%,</p> <p>а с 1 января 2022 года – 10%</p>
<p>Ценные бумаги одного субъекта Российской Федерации, административно-территориального образования иностранного государства, муниципального образования,</p>	<p>Не более 15% до 31 декабря 2019 года,</p> <p>с 1 января 2020 года – 14%,</p> <p>с 1 июля 2020 года – 13%,</p>

государственных ценных бумаг одного иностранного государства	с 1 января 2021 года – 12%, с 1 июля 2021 года – 11%, а с 1 января 2022 года – 10%
Стоимость лотов производных финансовых инструментов (если базовым (базисным) активом производного финансового инструмента является другой производный финансовый инструмент - стоимость лотов таких производных финансовых инструментов), стоимость ценных бумаг (сумма денежных средств), полученных управляющей компанией инвестиционного фонда по первой части договора репо, размер принятых обязательств по поставке активов по иным сделкам, дата исполнения которых не ранее 4 рабочих дней с даты заключения сделки	Не более 40%
Заемные средства, предусмотренные подпунктом 5 пункта 1 статьи 40 Федерального закона от 29 ноября 2001 года N 156-ФЗ	Не более 40%
На дату заключения сделок с производными финансовыми инструментами, договоров репо, договоров займа, кредитных договоров или сделок, дата исполнения которых не ранее 4 рабочих дней с даты заключения сделки, совокупная стоимость активов, указанных в абзаце десятом настоящего пункта, с учетом заключенных ранее договоров репо и сделок, указанных в настоящем абзаце	Не более 20%

Источник: «Эксперт РА» по данным Банка России

Налоговое регулирование

Развитие налогообложения рынка коллективных инвестиций должно следовать за эволюцией рынка, изменениями в составе его участников, за созданием новых форм коллективного инвестирования. Тем не менее, на текущий момент не существует достаточных мер налогового стимулирования, способствующих развитию рынка коллективных инвестиций.

Налоговые льготы предусмотрены для владельцев ИИСов и по договорам накопительного страхования жизни. В зависимости от выбранного типа ИИС, инвестор имеет право на ежегодное получение налогового вычета в размере НДФЛ, при этом сумма возмещаемого налога не превышает 52 тыс. руб. в год (ИИС типа А), или на освобождение от налогообложения всего дохода от операций с ценными бумагами при закрытии счета (ИИС типа Б). Один инвестор имеет право открыть только один ИИС. Минимальный срок существования ИИС – 3 года.

При оплате страховых взносов по договору добровольного страхования жизни, заключенному на срок не менее пяти лет, можно получить вычет в размере НДФЛ, при этом сумма возмещаемого налога не превышает 15,6 тыс. руб. в год.

С другой стороны, у физических лиц - владельцев паев ПИФов возникает обязанность по уплате НДФЛ в случае возникновения материальной выгоды при подаче заявки на погашение паев тех фондов, которые допущены к обращению через организаторов торговли. В случае реализации паев, допущенных к обращению через организаторов торговли не «на рынке», а непосредственно управляющей компании и/или у ее агентов по распространению, т.е. по расчетной стоимости пая, рыночная цена ценных бумаг может не совпадать с ее расчетной ценой. При превышении рыночной цены паев в день их реализации над их расчетной ценой, у управляющей компании как у налогового агента может возникнуть обязанность в доначислении НДФЛ. Следовательно, у инвесторов увеличиваются налоговые издержки.

Одновременно инвестор - владелец паев ПИФа имеет преимущества перед индивидуальным инвестором как с точки зрения защиты его инвестиций (защита инвестиций обеспечивается, в первую очередь, законодательно закрепленной структурой фонда, расходы на содержание которой приемлемы для инвесторов), так и в отношении льготы по отсрочке уплаты НДФЛ до момента погашения либо продажи пая. Также, согласно установленным законодательным нормам, практически отсутствуют расходы, которые несет инвестор - физическое лицо и которые бы не уменьшали налоговую базу по НДФЛ, что опосредованно способствует привлечению физических лиц в качестве инвесторов на рынок коллективных инвестиций.

Действующая нормативная база в отношении НДС позволяет инвесторам - владельцам паев ЗПИФов недвижимости не уплачивать налог. Таким образом, созданы неравные условия для инвесторов - прямых владельцев недвижимости, и коллективных инвесторов, которые являются владельцами недвижимости, что обусловило существенную долю ЗПИФов недвижимости в структуре рынка коллективных инвестиций.

Неразвитость такой формы коллективного инвестирования, как АИФ, обусловлена нежеланием участников фондового рынка создавать подобную структуру ввиду повышенного, по сравнению с прочими формами коллективного инвестирования, уровня расходов на ее содержание, отсутствия налоговых льгот для АИФов, так и отсутствия налоговых стимулов для приобретения инвесторами акций АИФа. Существенными недостатками АИФа является низкая ликвидность и неоправданно высокие издержки содержания фонда. Это говорит о необходимости внести изменения в налоговое законодательство, предусматривающие устранение двойного налогообложения.