



Банк России



ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ ФАКТИЧЕСКОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ

РЕГУЛЯТОРНЫХ ТРЕБОВАНИЙ К ВЫДЕЛУ ИМУЩЕСТВА
ПРИ ПОГАШЕНИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ ЗАКРЫТЫХ
ПАЕВЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ФОНДОВ, ПРЕДНАЗНАЧЕННЫХ
ДЛЯ КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Резюме	2
Введение.....	5
Раздел 1. Ожидавшееся воздействие регулирования и механизм его оценки	9
1.1. Предпосылки введения регулирования.....	9
1.2. Проблемы, на решение которых направлено регулирование.....	18
1.3. Цели регулирования.....	24
1.4. Варианты регулирования и обоснование выбранного варианта	25
1.5. Механизм оценки регулирования.....	26
Раздел 2. Регулируемая сфера в период оценивания.....	27
2.1. Порядок внедрения регулирования.....	27
2.2. Состояние сферы регулирования в период исследования.....	30
2.3. События и факторы, которые повлияли на достижение целей регулирования	39
Раздел 3. Результаты оценки фактического воздействия.....	42
3.1. Задача 1. Предоставить участникам рынка механизм, позволяющий нивелировать (уменьшать) их негативные имущественные последствия при погашении паев (действенность, эффективность)	42
3.2. Задача 2. Обеспечить внедрение и применение регулирования в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (действенность).....	48
3.3. Задача 3. Положения регулирования обладают всеми признаками правовой определенности (согласованность).....	50
3.4. Задача 4. Добавленная ценность регуляторной роли Банка России	53
3.5. Задача 5. Актуальность регулирования	55
Раздел 4. Выводы и предложения.....	59
Приложение	62
Отчет о консультациях с заинтересованными лицами.....	62
Список сокращений	70

Материал подготовлен экспертной группой сотрудников Банка России и утвержден Председателем Банка России. Участники экспертной группы: Богатырёв Г.Т., Гурова Е.М., Магомедов С.Э., Машникова Е.А., Мкртычян В.В., Пономаренко А.А.

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

РЕЗЮМЕ

Общая информация об исследовании

Выдел имущества – это альтернативный выплате денежных средств способ расчета с пайщиками паевых инвестиционных фондов при погашении паев. Он предполагает передачу пайщикам активов фонда в размере доли каждого из них в праве собственности на имущество фонда.

С 01.02.2021 отменен законодательный запрет на выдел имущества закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ), паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов. Кроме того, Банк России урегулировал общие правила выдела имущества. Настоящий отчет оценивает успешность механизма выдела имущества (регулирование) за период с 2021 по 2024 год.

Ожидавшееся воздействие регулирования

Регулирование было призвано предоставить механизм для нивелирования таких проблем, как:

- убытки пайщиков и (или) управляющих компаний (УК), которые могли возникать при продаже низколиквидного и дорогостоящего имущества фонда (акции непубличных российских компаний, доли в уставном капитале ООО, недвижимость и права на нее);
- исключение из числа пайщиков инвесторов, заинтересованных в возврате внесенного ими в фонд имущества, а также иных лиц, заинтересованных в получении доли в имуществе, приобретенном в фонд.

Первая проблема наиболее характерна для фондов, количество пайщиков которых составляет более 2 лиц, объединившихся для реализации долгосрочного проекта. Вторая проблема охватывает также ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с 1 пайщиком. Предполагалось, что внедрение регулирования стимулирует УК первых менее консервативно подходить к инвестиционной стратегии, а УК вторых удовлетворять интересы частных лиц, заинтересованных в возврате своего имущества из состава фонда.

Ожидалось, что решение этих проблем позволит достичь общих целей регулирования:

- повышения привлекательности рынка коллективных инвестиций;
- повышения эффективности деятельности УК.

Регулируемая сфера в период исследования

За период с 2021 по 2024 год на рынке коллективных инвестиций в общей сложности было 415 фондов с выделом (включая фонды с выделом, которые не сформировались, и прекращенные фонды).

Регулирование быстро приобрело популярность. На 31.12.2024 общее количество действующих фондов с выделом составляло 15,0% (386 ед.) от общего числа всех действующих ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Количество пайщиков фондов с выделом – 25,0% (11 707 лиц) от общего количества пайщиков ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, а совокупная стоимость чистых активов (СЧА) фондов с выделом – 14,2%

(2 трлн руб.) от совокупной СЧА всех ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. При этом на 31.12.2024 в единственном фонде с выделом, который относится к категории фонда финансовых инструментов, количество пайщиков в 8,5 раза больше, чем в фондах этой категории без выдела.

Регулирование ожидаемо закрепилось в фондах с малым числом пайщиков. Фонды с выделом, в которых преимущественно один пайщик (индивидуальные), составляли 17,0% (238 ед.) от общего количества всех индивидуальных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и 61,6% от всех фондов с выделом. Фонды, пайщиками которых являлись только юридические лица (корпоративные), – 13,1% (89 ед.) и 23,0% соответственно. Фонды, количество пайщиков которых составляло от 2 до 20 лиц (небольшие), – 18,9% (53 ед.) и 13,7% соответственно.

Успешная модель регулирования также подтверждается его применением в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, количество пайщиков которых более 20 лиц (массовые). В этом секторе фонды с выделом составляли 11,7% (6 ед.) от общего количества всех массовых ЗПИФ и 1,5% от всех фондов с выделом. Это связано с возможностью установить в правилах доверительного управления выдел в отношении, например, только мажоритарного пайщика и/или определить имущество, которое подлежит выделу.

Как и ожидалось, регулирование стимулирует фонды с выделом, количество пайщиков которых составляет более 2 лиц, менее консервативно подходить к инвестиционной стратегии. Например, на 31.12.2024 в массовых фондах с выделом объем долей ООО в составе СЧА составляет 56,3% (51,6 млрд руб.) против 12,8% (25,7 млрд руб.) в массовых фондах без выдела. В небольших фондах с выделом объем акций непубличных российских обществ составляет 25,8% (67,2 млрд руб.) против 5,4% (72,8 млрд руб.) в фондах без выдела.

В целом общий объем низколиквидных активов (акции непубличных российских компаний, доли в уставном капитале ООО, недвижимость и права на нее) в составе СЧА фондов с выделом является существенным. Так, в индивидуальных фондах с выделом низколиквидные активы составляют 65,2% (645,7 млрд руб.) против 74,3% (3412,5 млрд руб.) в фондах без выдела, в корпоративных – 37,9% (235,4 млрд руб.) против 43,6% (2565,9 млрд руб.), в небольших – 51,2% (133,4 млрд руб.) против 50,2% (674,6 млрд руб.).

Стоит отметить, что 2 из 3 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, на базе которых были реализованы самые дорогостоящие инвестиционные проекты на рынке коллективных инвестиций, относились к массовым фондам с выделом.

Фактическое воздействие регулирования

Задача 1. Проверить способность регулирования нивелировать негативные имущественные последствия. Исследование показало, что регулирование предоставляет возможность нивелировать вероятность возникновения следующих имущественных рисков:

- убытки пайщиков вследствие досрочного погашения паев одним из них в процессе реализации долгосрочного инвестиционного проекта;
- убытки пайщиков вследствие возможной продажи низколиквидного имущества фонда по заниженной стоимости для своевременной выплаты денежных средств;
- административный штраф и потенциальное аннулирование лицензии управляющей компании в случае нарушения сроков выплаты денежных средств при погашении паев;
- убытки пайщиков вследствие сохранения в составе фонда излишнего количества ликвидных активов (денежных средств, биржевых акций и прочих);
- возникновение транзакционных издержек при продаже имущества.

При этом риски 1, 2 и 4 были актуальны для фондов, количество пайщиков которых составляло не менее 2 лиц.

Задача 2. Проверить степень внедрения и практического применения регулирования.

На 31.12.2024 общее количество действующих ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом составляло 15% (386 ед.), что является существенной величиной. При этом в период с 2021 по 2024 год из всех новых ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (2129 ед.) положения о выделе имущества были включены в 11,7% фондов, что свидетельствует о популярности регулирования. На конец 2024 года было выделено имущество 30 фондов общей стоимостью порядка 369,3 млрд руб. (18% от СЧА всех фондов с выделом). Общее количество пайщиков, в пользу которых произведен выдел, составило 12 903 лица (24% от всех фондов с выделом). Из них 12 859 лиц пришлось на 1 массовый фонд с выделом.

Задача 3. Проверить согласованность положений регулирования. Юрико-технический анализ положений регулирования с использованием консультаций и обращений участников рынка продемонстрировал отсутствие проблем в части толкования его положений. Тексты регулирования обладают приблизительно тем же уровнем ясности, что и основной закон об инвестиционных фондах.

Задача 4. Проверить соответствие регулирования регуляторной политике и целям Банка России. Регулирование положительно повлияло на достижение ряда стратегических и регуляторных целей Банка России.

Задача 5. Оценить потенциал для дальнейшего внедрения регулирования. Регулирование имеет значительный потенциал для дальнейшего применения в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Это подтверждают профессиональные участники рынка коллективных инвестиций. При этом на конец 2024 года количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов без выдела составляло 2128 фондов (85%).

Вывод

В результате исследования установлено, что регулирование позволило повысить популярность рынка коллективных инвестиций и эффективность деятельности управляющих компаний. В этой связи возможно ожидать его дальнейшее внедрение и применение в фондах, инвестиционная стратегия которых предполагает реализацию долгосрочных проектов, и фондов, пайщики которых заинтересованы в возврате внесенного ими в фонд имущества.

Предложения

1. Сохранить действующее регулирование в части права на выдел имущества при погашении паев.
2. В плановом порядке продолжить мониторинг практики осуществления выдела имущества и взаимодействие с участниками рынка при возникновении у последних вопросов, в том числе в части применения регулирования.
3. Дополнительно оценить предпосылки отсутствия практики выдела имущества в сегменте биржевых паевых инвестиционных фондов.

ВВЕДЕНИЕ

Процедурные основания оценки

Оценка проведена в соответствии с решением Рабочей группы по оценке фактического воздействия нормативных актов Банка России от 10.06.2024 (протоколом от 19.07.2024 № ПРГ-52-3-1/1929).

Период проведения ОФВ: октябрь 2024 – август 2025 года.

Обоснование необходимости оценки

На рынке коллективных инвестиций для управления наименее ликвидными, но ценными активами, как правило, используется конструкция ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. С ростом популярности этого сегмента его участники становились все более заинтересованными в том, чтобы общее правило о запрете на выдел доли в имуществе ПИФ¹ не распространялось на такие фонды. Предполагалось, что снятие этого запрета позволит исключить обязательную продажу имущества для целей выплаты денежной компенсации пайщикам при погашении паев. Это должно было предоставить пайщикам возможность получить (вернуть) инвестиции в востребованной ими форме при погашении паев, сократить срок их возврата и уменьшить транзакционные издержки, присущие процессу реализации низколиквидного имущества.

В этой связи для повышения инвестиционной привлекательности сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в Закон № 156-ФЗ были внесены изменения², согласно которым пайщикам таких фондов было предоставлено право требовать выдела имущества в натуре при погашении инвестиционных паев, если это право предусмотрено в ПДУ этого фонда.

Для развития указанных законодательных изменений и реализации своей компетенции Банк России издал Указание № 5630-У, устанавливающее требования к правилам выдела имущества при погашении паев, случаи, при которых выдел имущества, составляющего ПИФ, должен осуществляться с согласия пайщика, а также случаи, при которых выдел имущества, составляющего ПИФ, невозможен.

Положения статьи 25.1 Закона № 156-ФЗ и Указания № 5630-У также распространяются на БПИФ и ИПИФ для квалифицированных инвесторов. Однако, в отличие от ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, предоставление права на выдел имущества этих типов ПИФ не было обусловлено активным спросом со стороны участников рынка, а имело иную направленность, связанную со схожим правовым режимом применительно к ИПИФ для квалифицированных инвесторов³, а также стремлением создать эффективную альтернативу зарубежным аналогам биржевых фондов применительно к БПИФ (подробнее о БПИФ см. в подпункте 1.1.2 пункта 1.1 раздела 1 отчета).

¹ Абзац 2 пункта 2 статьи 11 Закона № 156-ФЗ.

² Закон № 248-ФЗ.

³ Так, только в ПДУ ЗПИФ и ИПИФ может быть предусмотрено, что паи таких фондов предназначены для квалифицированных инвесторов, что может привести к реализации схожих инвестиционных проектов на базе этих фондов.

Таким образом, наиболее прикладной (практический) характер регулирования должно было получить именно в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, что и послужило основанием для проведения оценки его эффективности и действенности.

Ранее проведенные ОФВ и иные исследования по теме

Ранее проведенные ОФВ и иные исследования по вопросу эффективности и действенности регулирования отсутствуют. При этом Банк России ежеквартально публикует обзоры о ключевых показателях ПИФ на официальном сайте Банка России.

Цель проведения ОФВ

Цель проведения ОФВ – оценить эффективность и действенность выбранной модели регулирования, а также осуществить проверку его соответствия текущим и будущим потребностям участников рынка и ожиданиям Банка России.

Ценность отчета для Банка России

Полученные по итогам ОФВ результаты определяют дальнейшие возможные направления по совершенствованию регулирования, в том числе Указания № 5630-У (в случае если такая необходимость будет установлена в ходе ОФВ), и надзора за соблюдением его требований.

Задачи ОФВ

Для оценки достижения целей регулирования были сформулированы следующие исследовательские задачи:

1. Ответить на вопрос: позволило ли регулирование снизить убытки и риски участников рынка и если да, то в какой мере?
2. Проверить гипотезу: регулирование получило достаточное распространение в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и позволило повысить удовлетворенность сегментом участников рынка.
3. Проверить гипотезу: регулирование обладает достаточной степенью правовой определенности и соответствует требованиям юридической техники и не вызывает вопросов при его применении.
4. Проверить гипотезу: регулирование согласуется с текущей регуляторной политикой и целями государственных органов и Банка России.
5. Проверить гипотезу: регулирование сохранит свою актуальность на следующие 3 года и более ввиду его востребованности на рынке коллективных инвестиций.

Краткое описание методологии оценки

В ходе подготовки настоящего отчета были использованы следующие данные и методы их оценки:

МЕТОДЫ РЕШЕНИЯ ЗАДАЧ ИССЛЕДОВАНИЯ

Табл. 1

Задача ОФВ	Основные данные, используемые для решения задачи	Методы оценки
1 и 2	- Информация от участников рынка - Аналитические данные, имеющиеся в распоряжении Банка России, в том числе полученные в ходе надзора - Анализ обращений (жалоб) участников рынка	- Статистический анализ - Метод ex-ante
3	ГК РФ, Закон № 156-ФЗ, Указание № 5630-У и иные нормативные акты Банка России	Анализ и сопоставление положений регулирования между собой и с нормами иных связанных нормативных актов на предмет согласованности
4	Информация от участников рынка о регулировании, публичная информация о целях Банка России и государственной политики по развитию финансового рынка	Анализ и сопоставление исходных данных
5	- Информация от участников рынка - Аналитические данные, имеющиеся в распоряжении Банка России	Анализ и сопоставление исходных данных

Сфера оценки

Регуляторные акты:

- нормы Закона № 156-ФЗ, устанавливающие требования о наличии в ПДУ положений о погашении инвестиционных паев (пункт 6 статьи 11, статьи 14, 17, 17.1 и иные), нормы, регулирующие порядок погашения инвестиционных паев ПИФ (статьи 23–29), выдела имущества, составляющего ПИФ (статьи 14.1, 25.1 и 32), прекращения ПИФ (глава V) и иные смежные нормы;
- Указание № 5630-У.

При этом в ходе оценки позиций участников рынка, выраженных в обращениях и при проведении консультаций, регулирование может сопоставляться с нормами ГК РФ, иными нормами Закона № 156-ФЗ, а также нормативных актов Банка России.

Территория

Регулирование оценивается на всей территории Российской Федерации.

Круг лиц

Влияние регулирования оценивается преимущественно в отношении следующих лиц:

- УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов;
- СД ЗПИФ для квалифицированных инвесторов;
- пайщики ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Период, за который проведена оценка

ОФВ охватывает период с 01.02.2021 (с момента вступления в силу изменений в статью 25.1 Закона № 156-ФЗ и Указания № 5630-У) по 31.12.2024.

Для оценки изменений, которые произошли после вступления в силу регулирования, также исследовалось состояние регулируемой сферы в течение 2020 года.

Правила толкования отчета

При ознакомлении с содержанием настоящего отчета необходимо принимать во внимание следующее:

1. Банк России не наделен полномочиями по толкованию положений федеральных законов, а также иных нормативных правовых актов, за исключением нормативных актов Банка России.
2. Отчет не является официальным разъяснением Банка России по вопросам применения федеральных законов, иных нормативных правовых актов, а также нормативных актов Банка России.
3. Любая фраза, следующая после выражений «включая», «а именно», «в том числе» или «в частности» либо иного аналогичного выражения, представляет собой неисчерпывающий список примеров и не ограничивает смысл слов, предшествующих таким фразам.
4. Если не указано иное, ссылка на законодательство подлежит толкованию как ссылка на действующее в момент издания отчета законодательство Российской Федерации или применимое законодательство иностранных государств (если это следует из контекста), а ссылка на любой законодательный акт или положение закона подлежит толкованию как ссылка на него в редакции, действующей на момент издания отчета.

Информация о публичном обсуждении проекта отчета

Для проведения публичного обсуждения проект отчета был размещен на официальном сайте Банка России с 25.07.2025 по 08.08.2025.

По итогам публичного обсуждения было получено одно предложение, дублирующее одно из предложений, полученных ранее в ходе консультаций с заинтересованными лицами. Было предложено проработать налоговые аспекты регулирования в части НДС.

Так как налоговые вопросы выходят за пределы предмета исследования, а также не относятся к компетенции Банка России, предложение было отклонено.

РАЗДЕЛ 1. ОЖИДАВШЕЕСЯ ВОЗДЕЙСТВИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ И МЕХАНИЗМ ЕГО ОЦЕНКИ

1.1. Предпосылки введения регулирования

1.1.1. Институт ПИФ и общие положения о погашении инвестиционных паев

Под ПИФ понимается созданный на определенный срок и переданный в доверительное управление УК обособленный имущественный комплекс, в состав которого могут быть включены как материальные (например, движимое и недвижимое имущество), так и нематериальные активы (безналичные ДС, БЦБ⁴, права требования и другие), которые принадлежат пайщикам на праве долевой собственности. Право собственности на долю в имуществе ПИФ удостоверяется именной неэмиссионной ценной бумагой – инвестиционным паем.

С даты выдачи паев фонда или их приобретения на вторичном рынке пайщик заключает договор ДУ с УК путем присоединения к нему. Пайщик не вправе использовать имущество фонда, равно как и вмешиваться в деятельность УК по управлению им (за исключением специально предусмотренных механизмов, таких как ОСВИП и инвестиционный комитет). При этом договор ДУ между пайщиком и УК действует до продажи всех паев или их погашения в порядке, предусмотренном Законом № 156-ФЗ. В последнем случае пайщик вправе требовать от УК выплаты денежной компенсации или выдела имущества соразмерно его доле в праве общей собственности на имущество ПИФ.

Процедура погашения инвестиционных паев достаточно подробно регламентирована Законом № 156-ФЗ, а также соответствующими нормативными актами Банка России. При этом для каждого из 4 типов ПИФ, предусмотренных законодательством, установлены особенности в части периодичности реализации права на предъявление требования о погашении паев и/или субъекта, наделенного таким правом⁵:

- в **ОПИФ** пайщик вправе требовать от УК погашения его паев в любой рабочий день;
- в **БПИФ** право требовать погашения паев предоставлено исключительно уполномоченному лицу. При этом сроки для предъявления такого требования уполномоченным лицом устанавливаются в ПДУ БПИФ в соответствии с нормативным актом Банка России⁶;
- в **ИПИФ** предусмотрено право пайщиков в течение определенного срока, установленного в ПДУ, требовать погашения принадлежащих им паев. При этом совокупность таких сроков в течение года не может составлять менее 16 рабочих дней⁷;
- в **ЗПИФ** по общему правилу нет права требовать погашения паев до окончания срока действия договора ДУ ПИФ. Однако отдельные специальные основания для погашения предусмотрены Законом № 156-ФЗ⁸.

⁴ Бездокументарные ценные бумаги.

⁵ Подпункты 6–6.1 статьи 11 Закона № 156-ФЗ.

⁶ Указание Банка России от 06.03.2014 № 3209-У «О требованиях к срокам приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев биржевого паевого инвестиционного фонда».

⁷ Пункт 1 Указания Банка России от 16.06.2016 № 4044-У «О требованиях к срокам приема заявок на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев интервального паевого инвестиционного фонда».

⁸ Например, пунктом 13 статьи 18 Закона № 156-ФЗ.

Погашение инвестиционных паев и его виды

Выдел имущества (если возможность выдела предусмотрена в ПДУ соответствующего фонда) осуществляется только при погашении паев. Существует 2 ключевых основания для погашения паев в зависимости от характера волеизъявления, предусмотренные Законом № 156-ФЗ.

Добровольное погашение осуществляется по воле самого пайщика путем направления заявки с соответствующим требованием (например, пайщик ИПИФ вправе направить такую заявку в течение срока для предъявления требования о погашении, установленного в ПДУ ИПИФ, или пайщик ЗПИФ – в случае, если на ОСВИП ЗПИФ он голосовал против ряда решений на основании пункта 13 статьи 18 Закона № 156-ФЗ).

Принудительное погашение осуществляется вне зависимости от воли пайщика в случаях, предусмотренных законодательством (так, в силу подпункта 3 пункта 6 статьи 17 Закона № 156-ФЗ ПДУ ЗПИФ могут предусматривать право УК на частичное погашение паев в случаях и порядке, установленных Указанием № 3258-У. Погашение в связи с прекращением ПИФ всегда является принудительным⁹. УК также обязана погасить паи, ограниченные в обороте, в связи с их выдачей неквалифицированному инвестору¹⁰ и в других случаях, предусмотренных законодательством).

1.1.2. Выдел имущества до исследования (выдел имущества БПИФ)

До 01.02.2021 выдел имущества допускался только при погашении паев БПИФ. Формирование БПИФ в России стало возможным с 01.09.2012, после внесения соответствующих изменений в Закон № 156-ФЗ¹¹. При этом изначально было заложено, что правом требовать выдела имущества такого фонда наделено только уполномоченное лицо БПИФ.

Такая модель регулирования БПИФ была имплементирована в отечественное законодательство, чтобы создать условия для конкуренции российских схем коллективного инвестирования с их зарубежными аналогами¹².

Представляется, что в качестве зарубежного аналога законодателем рассматривался биржевой инвестиционный фонд (*англ.* exchange-traded fund, ETF). Так, в ряде ETF возможно проведение процедуры выдела имущества в натуре (*англ.* redemption in kind) при погашении его акций (паев). Такой выдел осуществляется только по требованию специального авторизованного лица (*англ.* authorized participant), которое, как правило, одновременно выполняет функции маркет-мейкера ETF.

Как маркет-мейкер авторизованное лицо поддерживает ликвидность паев ETF на организованных торгах и в этой связи должно иметь возможность беспрепятственно «забирать» базисные активы из состава корзины ETF, которая и была ему предоставлена в большинстве юрисдикций.

Таким образом, стремясь использовать лучшие зарубежные практики регулирования биржевых фондов, законодатель в том числе воспринял и перенял институт авторизованного (уполномоченного) лица, которому предоставляется право требовать выдела имущества БПИФ.

⁹ Пункт 3 статьи 32 Закона № 156-ФЗ.

¹⁰ Подпункт 1 пункта 4 и пункт 5 статьи 14.1 Закона № 156-ФЗ.

¹¹ Федеральный закон от 28.07.2012 № 145-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

¹² Подробнее см. в пояснительной записке к проекту федерального закона № 468382-5 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части совершенствования государственного регулирования деятельности по управлению инвестиционными фондами)».

Низкая востребованность выдела имущества БПИФ. Выдел имущества БПИФ не нашел широкого применения на рынке. Возможными причинами этого могут быть относительная новизна этого типа ПИФ, особенности российского налогового законодательства, а также высокая ликвидность большей части активов БПИФ.

Так, [первый в стране БПИФ](#) был сформирован только 15.08.2018. До указанной даты отсутствовали субъекты, уполномоченные применить положения регулирования.

При этом налогообложение операций по выделу имущества БПИФ в России отличается от аналогичного регулирования биржевых фондов в некоторых зарубежных странах. Так, согласно налоговому кодексу США (IRC), выдел имущества ETF не признается реализацией ценных бумаг¹³ и, соответственно, у авторизованного лица не возникает обязательства по уплате налога на прибыль (в отличие от требований российского налогового законодательства¹⁴), что могло частично отразиться на востребованности механизма в России.

Таким образом, выдел имущества в сегменте БПИФ не нашел своего применения, в отличие от ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, где он имел иные цели и основания.

1.1.3. Экономические предпосылки для введения регулирования

Анализируя варианты изменения регулирования, Банк России учитывал сформировавшиеся тенденции использования различных типов ПИФ. Так, ЗПИФ для квалифицированных инвесторов формировались главным образом за счет имущества одного пайщика или небольшого числа пайщиков (как правило, связанных между собой). Целями их формирования являлись передача имущества для реализации долгосрочных проектов и/или использование нормативных преимуществ конструкции ЗПИФ состоятельными лицами для решения коммерческих задач.

Важно отметить, что, в отличие от иных форм инвестирования, реализация долгосрочных проектов на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов позволяет в том числе:

- сохранить анонимность владельцев имущества, составляющего фонд;
- привлечь новые инвестиции за счет выдачи дополнительных паев новым пайщикам, если их выдача предусмотрена в ПДУ¹⁵;
- выстроить систему управления проектом с прямым или косвенным участием пайщиков за счет ОСВИП и инвестиционного комитета;
- реинвестировать доходы фонда и иные средства в новые проекты за счет особенностей налогообложения операций с имуществом ПИФ.

В результате роста потребности в привлечении стороннего финансирования в проекты, постепенно появлялись ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, количество пайщиков которых могло превышать несколько сотен и даже тысяч. Удобство конструкции ЗПИФ для квалифицированных инвесторов приводило к тому, что некоторые фонды изначально формировались для реализации проектов за счет массового количества инвесторов.

¹³ [Unplugging Heartbeat Trades and Reforming the Taxation of ETFs | The University of Chicago Business Law Review, 03.03.2023.](#)

¹⁴ Так, согласно позиции Минфина России, имущество (имущественные права), полученное налогоплательщиком в погашение инвестиционного пая паевого инвестиционного фонда, является доходом от реализации ценных бумаг. При этом налоговая стоимость этого имущества (имущественных прав) определяется в размере дохода, учтенного для целей налогообложения (письмо Минфина России от 24.01.2024 № 03-03-06/1/5256).

¹⁵ Подпункт 1 пункта 6 статьи 17 Закона № 156-ФЗ.

Примером популярных долгосрочных проектов, реализуемых посредством ЗПИФ, являются:

- прямые инвестиции в объекты недвижимости и основные средства коммерческих организаций;
- приобретение объектов коммерческой и/или жилой недвижимости и прав на них с последующим получением доходов от их эксплуатации;
- приобретение прав требований по гражданско-правовым договорам (например, дебиторской задолженности);
- внутрикорпоративное кредитование;
- реструктуризация корпоративной структуры компании (например, реорганизация или заключение сделок M&A).

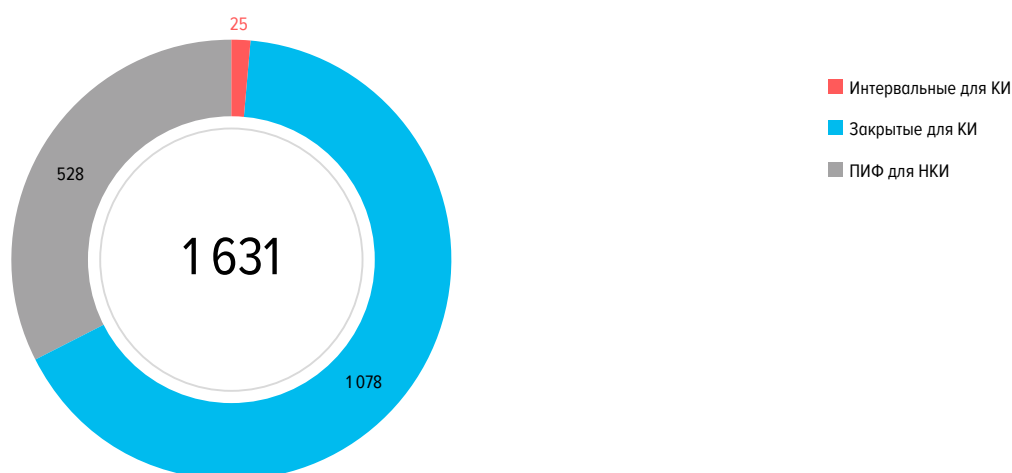
За редким исключением цель долгосрочного проекта – это сохранение проектного имущества для последующего извлечения прибыли. При этом в любом случае продажа такого имущества осложняется ограниченным спросом и высокой стоимостью. Частные инвесторы и вовсе всегда заинтересованы в возврате активов, которые имеют для них личную ценность.

Приведенные обстоятельства обусловили включение/приобретение в состав ЗПИФ для квалифицированных инвесторов дорогостоящего и/или низколиквидного имущества (акций или долей в непубличных хозяйственных обществах¹⁶, крупной недвижимости и прав на нее и другого). В совокупности с небольшим числом пайщиков таких фондов это создало фундамент для разработки регулирования именно в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Наглядным подтверждением изложенного выступают показатели рынка коллективных инвестиций на конец 2020 года в разрезе сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. В ходе анализа будут продемонстрированы такие показатели, как количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и их доля в общем количестве ПИФ, количество пайщиков таких фондов и их СЧА.

КОЛИЧЕСТВО ПИФ ПО ТИПАМ НА 31.12.2020
(ЕД.)

Рис. 1



¹⁶ Пункт 2 статьи 66.3 ГК РФ.

КОЛИЧЕСТВО ЗПИФ ДЛЯ КИ В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ НА 31.12.2020 (ЕД.)

Рис. 2



КОЛИЧЕСТВО ПАЙЩИКОВ В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ ЗПИФ ДЛЯ КИ НА 31.12.2020 (ЛИЦ)

Рис. 3



Общее количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на 31.12.2020 составляло 66% от общего числа ПИФ (рис. 1).

Согласно [«Обзору ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов»](#) по итогам 2020 года, опубликованному на сайте Банка России, на протяжении 2020 года общее количество ЗПИФ динамично увеличивалось и оставалось самым популярным типом ПИФ с точки зрения количества таких фондов и их общей СЧА. Преимущественно такой рост обеспечивается за счет притока новых частных состоятельных инвесторов и юридических лиц, которые предпочитали включать имущество в состав комбинированных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Эта категория фондов составляла 83% от общего количества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (рис. 2).

Наибольшее количество паищиков также сосредоточено в комбинированных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (рис. 3).

Популярность комбинированных фондов объясняется тем, что в состав активов этих фондов могут входить любые активы, за исключением наличных ДС¹⁷, что позволяет более гибко управлять их составом и структурой в условиях изменяющейся экономической и правовой конъюнктуры.

На конец 2020 года среди ЗПИФ для квалифицированных инвесторов подавляющее большинство составляли индивидуальные, небольшие и корпоративные ЗПИФ, что подтверждает тезис о преобладании небольшого количества паищиков в каждом фонде.

КОЛИЧЕСТВО ЗПИФ ДЛЯ КИ ПО ГРУППАМ НА КОНЕЦ 2020 ГОДА

Табл. 2

Группа ЗПИФ для КИ	Количество фондов (ед.)
Корпоративные	418
Индивидуальные	310
Небольшие	304
Массовые	46
Всего	1 078

В индивидуальных фондах количество паищиков зачастую ограничивается одним, но по методологии Банка России к ним относятся также фонды с количеством паищиков не более двух (при этом хотя бы один из них – физическое лицо). Корпоративные и небольшие также часто объединяют всего несколько лиц, например деловых партнеров, которые не заинтересованы в продвижении фонда на рынке и привлечении других паищиков¹⁸.

Тем не менее в 2020 году было проведено первое публичное размещение паев ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на Московской Бирже¹⁹, что не свидетельствует о полной закрытости сегмента от привлечения новых квалифицированных инвесторов.

Несмотря на большое количество паищиков в массовых фондах, их доли зачастую неравны. Во многих массовых фондах есть мажоритарные паищики, доля которых в праве собственности на имущество фонда превышает 50%.

Популярность сегмента у состоятельных инвесторов и реализация на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов долгосрочных проектов обуславливает преобладание СЧА таких фондов на рынке (рис. 4).

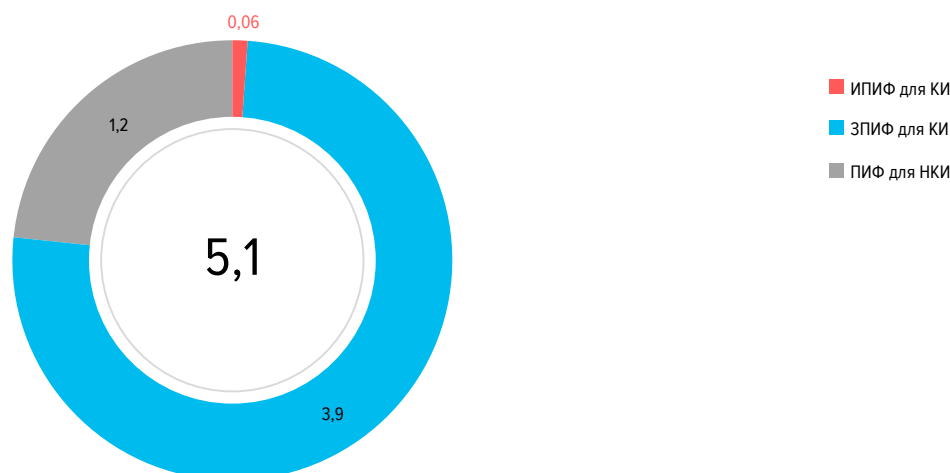
¹⁷ Пункт 2.8 Указания № 4129-У.

¹⁸ [Доходы на паях | Коммерсантъ Санкт-Петербург, 21.05.2020.](#)

¹⁹ [Размещение паев ЗПИФ впервые состоялось на Московской Бирже | Новости и пресс-релизы Московской Биржи | Московская Биржа.](#)

СЧА ПО ТИПАМ ПИФ НА 31.12.2020
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 4



СТРУКТУРА СЧА ЗПИФ В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ НА 31.12.2020

Рис. 5



Ввиду изложенного, в состав ЗПИФ для квалифицированных инвесторов преимущественно включается имущество с низкой ликвидностью и высокой стоимостью (за исключением категории ФИ²⁰) (рис. 5).

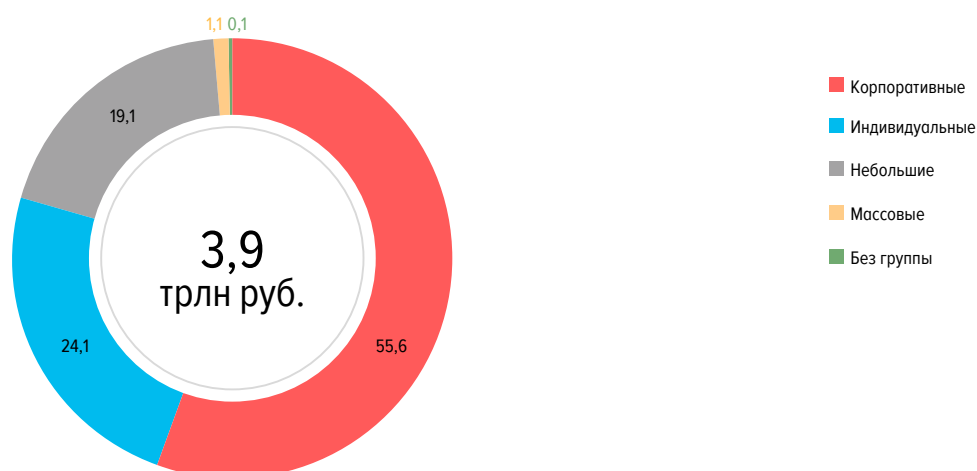
К прочим ЗПИФ отнесены категории таких фондов, которые были предусмотрены утратившим силу нормативным актом Банка России²¹. В группу «Прочие активы» в основном включены права требования по договорам и обязательства перед третьими лицами, которые также, как правило, являются низколиквидными.

²⁰ Фонды, относящиеся к категории фондов финансовых инструментов.

²¹ До вступления в силу Указания № 4129-У категории фондов были установлены в приказе ФСФР России от 28.12.2010 № 10-79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».

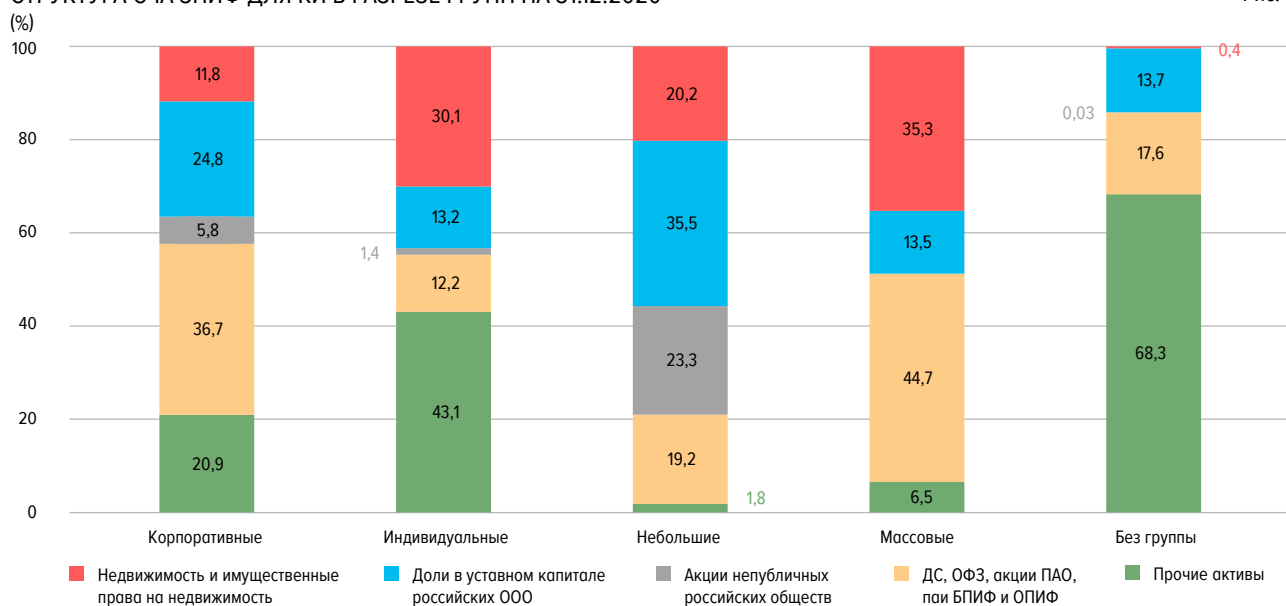
СЧА ЗПИФ для КИ ПО ГРУППАМ НА 31.12.2020 (%)

Рис. 6



СТРУКТУРА СЧА ЗПИФ для КИ В РАЗРЕЗЕ ГРУПП НА 31.12.2020 (%)

Рис. 7



Основную роль в преобладании СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов играют корпоративные, индивидуальные и небольшие фонды.

В этой связи именно в состав таких групп фондов включается основная масса дорогостоящего и низколиквидного имущества. При этом массовые фонды также довольно активно участвуют в проектах с недвижимостью (рис. 7).

Основными долгосрочными проектами в 2020 году, реализуемыми посредством ЗПИФ, были проекты коммерческой недвижимости, которые некоторые эксперты считали наиболее перспективными на горизонте 5 лет. Отмечалось, что дефицит офисных и складских помещений формирует благоприятную конъюнктуру на этот тип недвижимости²².

²² Доходы на паях | Коммерсантъ Санкт-Петербург, 21.05.2020.

Таким образом, анализ рынка коллективных инвестиций за год, предшествующий году введения регулирования, демонстрирует:

- общее преобладание количества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на рынке;
- популярность комбинированных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов среди пайщиков в сегменте ПИФ для квалифицированных инвесторов;
- преобладание индивидуальных, небольших и корпоративных фондов, что подтверждает тезис о небольшом количестве пайщиков в большинстве ЗПИФ для квалифицированных инвесторов;
- преобладание низколиквидного и дорогостоящего имущества, включаемого/приобретаемого в составе большей части групп таких фондов.

Совокупность таких показателей стали экономическими предпосылками для внедрения регулирования в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

1.1.4. Правовые предпосылки для введения регулирования

Косвенными предпосылками для внесения соответствующих изменений в Закон № 156-ФЗ являлись общие положения института долевой собственности, установленные ГК РФ. Так, согласно пунктам 1–2 статьи 252 ГК РФ, имущество, находящееся в долевой собственности, может быть разделено между ее участниками по соглашению сторон. Участник долевой собственности вправе требовать выдела своей доли из общего имущества.

Правовая конструкция ЗПИФ для квалифицированных инвесторов наиболее полно соответствует целям формирования таких фондов и учитывает потребности пайщиков для реализации этих целей. Это выражается, в частности, в наличии ОСВИП и возможности предусмотреть в ПДУ формирование инвестиционного комитета (ИК). ОСВИП позволяет пайщикам влиять на процесс внесения изменений в ПДУ действующего фонда, в том числе касающихся инвестиционной стратегии фонда, расходов, которые несет фонд, а ИК – контролировать совершение сделок за счет имущества фонда и действий по осуществлению прав участника хозяйственного общества, акции или доли которого составляют фонд, с осуществлением прав по иным ценным бумагам фонда.

Эти инструменты важны при реализации долгосрочного проекта или передаче имущества состоятельными инвесторами в доверительное управление УК.

При этом требование о наличии статуса квалифицированного инвестора предполагает понимание пайщиками рисков, связанных с включением в состав фонда того или иного имущества. Следовательно, на практике пайщики таких фондов не просто присоединяются к ПДУ как розничные инвесторы, а фактически влияют на их содержание. В индивидуальных фондах УК и вовсе составляют ПДУ под запросы клиентов.

Все это сближает конструкцию ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с классическим институтом долевой собственности, в котором собственники владеют, пользуются и распоряжаются имуществом, находящимся в долевой собственности, по соглашению сторон²³. Тем не менее наличие профессионального посредника – УК разительно отличает долевую собственность на рынке коллективных инвестиций, поскольку пайщики требуют соблюдения своих прав не друг от друга, а от УК, обязанной действовать в общих интересах пайщиков²⁴.

²³ Статьи 246–247 ГК РФ.

²⁴ Пункт 1 статьи 14 Закона № 156-ФЗ.

В этой связи при подготовке регулирования учитывалось, что на уровне Закона № 156-ФЗ к компетенции ОСВИП также целесообразно относить вопрос об утверждении изменений и дополнений в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в части включения (исключения) положений о выделе имущества, что является своеобразной аналогией соглашения между долевыми собственниками.

Предпосылкой для издания Указания № 5630-У являлась компетенция Банка России, прямо установленная в пункте 3 статьи 25.1 Закона № 156-ФЗ. Согласно данной норме Банк России в своем нормативном акте устанавливает:

- правила выдела имущества, составляющего ПИФ, в связи с погашением паев этого фонда;
- сроки передачи имущества, подлежащего выделу;
- случаи, при которых выдел имущества фонда должен осуществляться с согласия владельца пая (владельцев паев) этого фонда;
- случаи, при которых выдел имущества фонда невозможен.

1.2. Проблемы, на решение которых направлено регулирование

Регулирование было призвано решить следующие проблемы на рынке коллективных инвестиций и в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в частности:

- негативные имущественные последствия у участников рынка вследствие необходимости реализовать имущество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с целью выплаты денежной компенсации пайщикам при погашении их паев (в том числе при прекращении ПИФ);
- исключение из числа потенциальных инвесторов лиц, заинтересованных в получении определенного имущества, включенного и/или приобретенного в состав фонда, в натуре при погашении паев.

Эти проблемы на момент подготовки регулирования во многом имели характер предположений, причины которых описаны ниже.

1.2.1. Проблема 1. Негативные имущественные последствия для участников рынка вследствие необходимости реализовать имущество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с целью выплаты денежной компенсации при погашении паев (в том числе при прекращении ПИФ)

Риск снижения инвестиционной деятельности фондов. Одной из целей формирования ЗПИФ для квалифицированных инвесторов является аккумулярование средств пайщиков для реализации долгосрочных проектов. В таких случаях общим интересом пайщиков может являться длительное сохранение имущества фонда для преумножения его стоимости или получения пассивного дохода²⁵.

Возникновение основания для досрочной продажи проектного имущества с целью выплаты денежной компенсации пайщику при добровольном погашении паев может привести к завершению проекта, если для исполнения такого обязательства потребуется реализация части этого имущества. В этом случае убытки пайщиков могут возникнуть по объективным причинам (так, стоимость незавершенного объекта строительства ниже объекта, введенного в эксплуатацию, исключается возможность получения будущих доходов от эксплуатации имущества и так далее).

²⁵ Подпункт 15.1 пункта 1 статьи 17 Закона № 156-ФЗ.

Учитывая это, фонды могли более консервативно подходить к выбору проектов или вовсе отказываться от их реализации. Проектное имущество, как правило, является низколиквидным. Необходимость его быстрой продажи для соблюдения сроков расчетов с пайщиками или длительная невозможность его реализации могут привести к продаже активов по заниженной стоимости или нарушению сроков расчетов с пайщиками.

При этом в условиях, когда при возникновении соответствующего основания пайщики могли предъявить требование о добровольном погашении паев, УК должны были держать излишний объем ликвидных активов (например, ОФЗ, биржевых акций российских АО и ДС на вкладах) для обеспечения возможности своевременно выплатить денежную компенсацию.

Риск привлечения УК к административной и иной ответственности за нарушение сроков выплаты денежной компенсации пайщикам при погашении паев. В случае низкой ликвидности имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов соблюдение сроков выплаты денежной компенсации пайщикам при погашении паев (в том числе при прекращении фонда) могло быть затруднительным и приводить к их нарушению.

Добровольное погашение паев ЗПИФ для квалифицированных инвесторов производится в следующие этапы и сроки:

- прием заявок на погашение паев. Срок определяется в ПДУ фонда в соответствии с нормативными актами Банка России²⁶;
- выплата денежной компенсации. Осуществляется в течение срока, определенного ПДУ соответствующего фонда, который для ЗПИФ должен составлять не более 1 месяца со дня окончания срока приема заявок на погашение²⁷.

Кейс: реализовать недвижимость, входящую в состав ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в сжатые сроки, чтобы выплатить компенсацию пайщикам, проблематично

Рассмотрим ситуацию, когда у УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов возникло обязательство по выплате денежной компенсации пайщику, проголосовавшему отрицательно в отношении определенных вопросов на ОСВИП и имеющему право требовать погашения своих паев¹.

Пунктом 2 приказа ФСФР № 08–20/пз-н установлено, что заявки на погашение паев ЗПИФ для квалифицированных инвесторов должны приниматься в течение 2 недель со дня, следующего за днем регистрации (согласования) соответствующих изменений и дополнений в ПДУ. При этом согласно пункту 4 статьи 25 Закона № 156-ФЗ выплата денежной компенсации в связи с погашением паев должна быть осуществлена не позднее 1 месяца со дня окончания срока приема заявок на погашение.

¹ Пункт 13 статьи 18 Закона № 156-ФЗ.

²⁶ Пункт 1 статьи 24 Закона № 156-ФЗ.

²⁷ Пункт 4 статьи 25 Закона № 156-ФЗ.

Следовательно, в описанном случае на реализацию имущества такого фонда и выплату денежной компенсации пайщику законодательством установлен максимальный срок – 1 месяц. Учитывая, что в составе имущества ЗПИФ может преобладать низколиквидное имущество, например недвижимость, в отсутствие свободных ДС для выплаты компенсации УК будет обязана в сжатые сроки осуществить его реализацию. Сделать это по рыночной цене не всегда возможно. Так, например, в 2023 году минимальный срок экспозиции офисной недвижимости в Москве составлял 5 месяцев, а в Санкт-Петербурге – 8 месяцев².

² Исследование ООО «Информ-Оценка» за 2023 год «Обзор рынка недвижимости на территории г. Москвы, Московской области и городов России с численностью населения от 1 млн человек на период второго полугодия 2023 года».

Погашение паев любого ПИФ в результате прекращения фонда осуществляется путем распределения денежных средств и иного имущества фонда в порядке, предусмотренном статьей 32 Закона № 156-ФЗ. Согласно этой статье в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов можно установить срок расчетов с кредиторами, отличный от срока, установленного в пункте 10 статьи 31 Закона № 156-ФЗ. Однако чрезмерно длительный срок для расчетов с кредиторами (включая пайщиков) может негативно влиять на привлекательность фонда. Несоблюдение такого срока дополнительно может негативно влиять не только на УК, но и на иное лицо, осуществляющее прекращение фонда, например СД, который прекращает фонд в случае аннулирования лицензии у УК²⁸.

Нарушение сроков по выплате денежной компенсации пайщикам при погашении паев является основанием для привлечения УК к административной ответственности на основании статьи 15.29 КоАП РФ, а в случае неисполнения предписаний Банка России об устранении соответствующих нарушений – к аннулированию лицензии УК.

Риск взыскания убытков пайщиками с УК или иного лица, осуществляющего прекращение фонда (при прекращении фонда), в связи с продажей имущества фонда по цене ниже рыночной. Своевременно реализовать низколиквидное имущество ЗПИФ по рыночной стоимости не всегда возможно по причине отсутствия спроса, что может побудить УК ЗПИФ продать имущество с дисконтом. С одной стороны, это может уменьшить СЧА фонда и привести к имущественным искам со стороны пайщиков. С другой стороны, длительная продажа может привести к уменьшению рыночной стоимости имущества еще и по объективным причинам (изменение конъюнктуры, износ активов и тому подобное).

Масштаб проблемы и характер ее влияния на финансовый рынок

Риск снижения инвестиционной деятельности фонда. Установить точное влияние отсутствия регулирования на снижение инвестиционной деятельности УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов затруднительно, поскольку решение о реализации долгосрочного проекта зависит от множества иных факторов (как правило, рыночных).

²⁸ Пункт 2 статьи 31 Закона № 156-ФЗ.

Кейс: пайщик предъявил иск о взыскании убытков с УК ЗПИФ по причине реализации имущества фонда по цене ниже рыночной и с нарушением сроков расчетов с кредиторами¹

Пайщик (Истец) обратился с исковым требованием к УК ЗПИФ (Ответчик) о взыскании убытков (упущенной выгоды), возникших, по его мнению, в результате бездействия УК, выраженного в неосуществлении действий по продаже имущества фонда в сроки, установленные пунктом 10 статьи 31 Закона № 156-ФЗ, а также продаже имущества фонда по цене существенно ниже рыночной при прекращении фонда.

В качестве доказательства Истец предоставил отчет оценщика, согласно которому стоимость имущества фонда (имущественные права на офисные помещения из договора участия в долевом строительстве – ДДУ) на дату, когда Ответчик в соответствии с законом был обязан реализовать имущество фонда и произвести расчеты с кредиторами, была значительно выше цены, по которой имущество было фактически реализовано.

УК, возражая, указывала, что при регистрации права собственности на объекты недвижимости, возведенные по ДДУ, выяснилось, что фактически переданные офисные помещения отличались по площади от тех, которые были предметом ДДУ. Это стало основанием для прекращения регистрации со стороны Росреестра. До устранения несоответствий имущество не могло быть продано. Также УК привела доказательства, что предприняла все действия по поиску покупателей на недвижимость.

Суд отказал в удовлетворении требований Истца. Из отчета Ответчика следовало, что на рынке недвижимости наблюдалась стагнация в номинальных ценах, а с учетом достаточно высокого уровня инфляции в стране происходило реальное снижение цен на офисные помещения.

При этом суд указал, что не доказана объективная вина УК в нарушении сроков расчетов с пайщиками и в реализации имущества по заниженной стоимости.

¹ Постановление Арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 31.01.2020 № Ф04-6936/2019 по делу № А45-36055/2018.

На 31.12.2020 в условиях низкой ключевой ставки (4,25%) ликвидные активы составляют значительные 27,5% от общей СЧА всех ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Представляется, что при возможности выделить имущество фонда часть ДС, а также средства, направленные на приобретение иных ликвидных активов, могли быть инвестированы в долгосрочные проекты.

Риск нарушения срока расчетов с пайщиками. Согласно имеющейся у Банка России информации в 2020 году количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, срок расчетов с пайщиками которых был нарушен при прекращении фонда, можно представить в виде следующей статистики.

КОЛИЧЕСТВО НАРУШЕНИЙ СРОКОВ РАСЧЕТОВ С КРЕДИТОРАМИ ЗПИФ ДЛЯ КИ В 2020 ГОДУ ПРИ ПРЕКРАЩЕНИИ ФОНДА

Табл. 3

Количество ЗПИФ для КИ, основание прекращения которых возникло в 2020 году (ед.)	Из них количество ЗПИФ для КИ, срок расчетов с пайщиками которых при прекращении фонда был нарушен (за исключением нарушения указанного срока в связи с объективными причинами, например невозможностью реализации имущества из-за наложения ареста на имущество фонда, санкций и тому подобного) (ед./%)
56	14 (25%)

Риск взыскания убытков с УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в связи с продажей имущества фонда по цене ниже рыночной. Это потенциальный риск. Установить количественный масштаб затруднительно из-за отсутствия соответствующей статистики.

Основные факторы возникновения проблемы

Вероятно, что одной из причин возникновения проблемы выступал существовавший до 01.02.2021 в Законе № 156-ФЗ прямой запрет на выдел имущества ПИФ для квалифицированных инвесторов (включая ЗПИФ) в натуре²⁹.

Кого и в какой мере затрагивала проблема

Наиболее существенно проблема затрагивала участников рынка в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, количество пайщиков которых составляло более 2 лиц. В такой ситуации более вероятен риск предъявления требования о досрочном погашении паев одним из них. В части риска нарушения сроков расчетов проблема является общей для всех ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Устойчивость проблемы

Проблема являлась устойчивой. В отсутствие ее решения УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов более консервативно подходили бы к выбору инвестиционных стратегий. Возможно, что при реализации долгосрочных проектов такие фонды были бы вынуждены держать значительную часть ликвидных активов в составе фонда для своевременной выплаты денежной компенсации или вовсе отказаться от реализации таких проектов. При этом проблема приводила к снижению привлекательности сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в глазах потенциальных и действующих инвесторов.

1.2.2. Проблема 2. Исключение из числа потенциальных инвесторов лиц, заинтересованных в получении имущества фонда в натуре при погашении паев

В экономических предпосылках введения регулирования (подпункт 1.1.3 пункта 1.1 раздела 1 отчета) продемонстрировано, что конструкция ЗПИФ для квалифицированных инвесторов используется 1–2 или небольшим числом пайщиков. Фонды первой группы относятся к индивидуальным и целью их формирования, как правило, является передача пайщиками в доверительное управление уникального, имеющего высокую личную ценность для них имущества. Такие пайщики могли включать в состав фонда, например, предметы искусства, акции или доли в ООО, удостоверяющие контрольный пакет прав в уставном капитале хозяйственных обществ, а также недвижимость.

²⁹ Абзац 2 пункта 2 статьи 11 Закона № 156-ФЗ.

В этой связи у пайщиков может отсутствовать интерес к продаже такого имущества при погашении паев даже по цене, которая может оказаться выше рыночной.

Ко второй категории фондов относятся или небольшие, или корпоративные фонды. Их учредители, как правило, объединяются на базе конструкции ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с целью реализации долгосрочных проектов. По завершении такого проекта пайщики фондов заинтересованы приобрести проектное имущество в прямое владение.

При этом нельзя исключать заинтересованность мажоритарных пайщиков массовых фондов в механизме выдела имущества.

Таким образом, возникал риск исключения соответствующих инвесторов из числа потенциальных пайщиков по причине отсутствия возможности вернуть свое уникальное имущество и (или) получить имущество фонда в натуре после завершения долгосрочных проектов.

Так, к примеру, в СМИ отмечалось, что, несмотря на заинтересованность государства в использовании ЗПИФ как инструмента для реализации проектов в сфере ГЧП³⁰, одним из препятствий для этого является запрет на выход инвесторов из фонда посредством получения имущества фонда³¹.

Масштаб проблемы и характер ее влияния на финансовый рынок

Количество пайщиков ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на 31.12.2020 составляло 6881 лицо. Представляется, что при наличии регулирования количество пайщиков выросло бы за счет инвесторов, заинтересованных в возврате своего имущества из ПИФ и/или желающих получить долю в имуществе ПИФ по завершении проекта (прекращении ПИФ).

Основные факторы возникновения проблемы

В качестве наиболее вероятной причины возникновения проблемы видится существовавший до 01.02.2021 в Законе № 156-ФЗ прямой запрет на выдел имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в натуре.

Кого и в какой мере затрагивала проблема

Проблема существенно затрагивала пайщиков, которые уже включили имущество в состав ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, однако не имели заинтересованности в его реализации для выплаты денежной компенсации при погашении паев. Проблема также косвенно воздействовала на потенциальных инвесторов, которые, возможно, приобрели бы паи фонда, если бы в его ПДУ были включены положения о выделе имущества.

Заинтересованность в выделе имущества у инвестора могла возникнуть после успешной реализации долгосрочного проекта посредством фонда или приобретения такого имущества в его состав.

В этой связи представляется, что наиболее остро проблема воздействовала на сектор индивидуальных и корпоративных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

³⁰ Государственно-частное партнерство.

³¹ [Венчурные фонды в форме ЗПИФ стали самой востребованной схемой, используемой ГЧП | Российская газета, 22.08.2011.](#)

Устойчивость проблемы

Проблема являлась умеренно устойчивой. С 01.05.2020 в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов могла быть предусмотрена возможность отчуждения имущества фонда пайщику³². Однако приобретение имущества, внесенного пайщиком в такой фонд, делало использование конструкции ЗПИФ для квалифицированных инвесторов нецелесообразным.

1.3. Цели регулирования

Согласно пояснительной записке к законопроекту № 472349-7³³, целью внесения изменений в статью 25.1 Закона № 156-ФЗ являлось повышение привлекательности ПИФ для квалифицированных инвесторов путем предоставления возможности выделения активов, составляющих такие ПИФ, в натуре при погашении пая. Указание № 5630-У имело аналогичную направленность.

Планировалось, что выдел имущества повысит эффективность деятельности УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов за счет сокращения сроков расчетов с пайщиками при погашении паев.

СХЕМА ПРИЧИН РАЗРАБОТКИ РЕГУЛИРОВАНИЯ И ЕГО ЦЕЛЕЙ

Рис. 8



³² Подпункт 10 пункта 1 статьи 40 Закона № 156-ФЗ.

³³ Проект федерального закона № 472349-7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части повышения инвестиционной привлекательности паевых инвестиционных фондов и совершенствования управления паевыми инвестиционными фондами)».

СООТНОШЕНИЕ СПЕЦИАЛЬНЫХ И ОПЕРАЦИОННЫХ ЦЕЛЕЙ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Рис. 9



Для решения общих и специальных целей перед подготовкой регулирования на уровне Закона № 156-ФЗ и нормативного акта Банка России были определены соответствующие операционные цели.

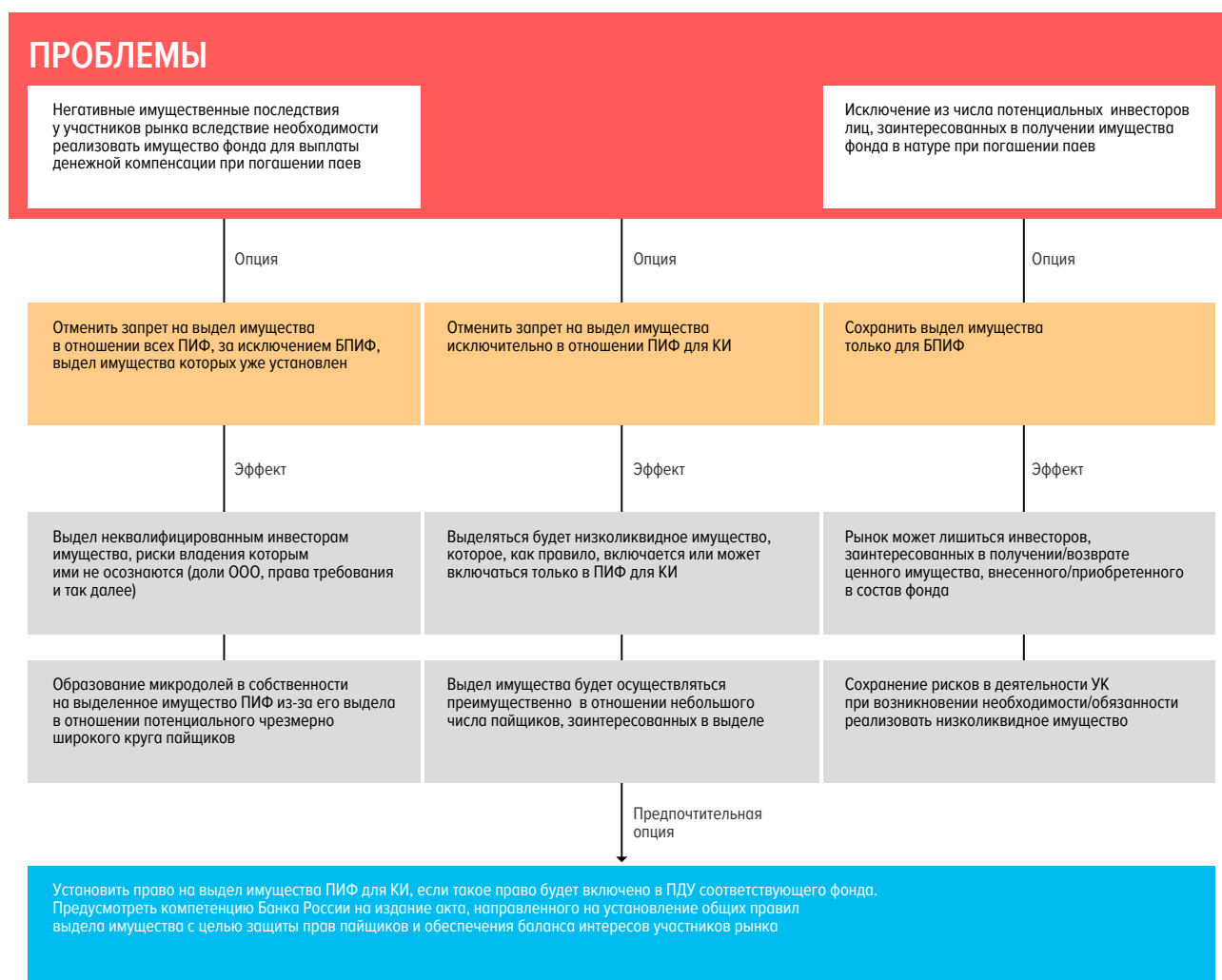
1.4. Варианты регулирования и обоснование выбранного варианта

При внесении изменений в Закон № 156-ФЗ в первую очередь анализировался вопрос о том, необходимо ли ограничиться применением положения о выделе имущества исключительно к ПИФ для квалифицированных инвесторов или снять запрет на такой выдел в отношении всех типов ПИФ. При этом дополнительно рассматривался вариант о сохранении статуса-кво.

В дальнейшем анализировался вопрос о способе обеспечения баланса интересов участников рынка при осуществлении выдела, в рамках которого наиболее целесообразным подходом было признано наделение Банка России компетенцией на установление основных правил выдела имущества. Системно схему подготовки регулирования можно представить в следующем виде.

СХЕМА ПОДГОТОВКИ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Рис. 10



1.5. Механизм оценки регулирования

Критериями достижения целей регулирования являются:

- снижение негативных имущественных последствий для участников рынка в результате применения регулирования в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов;
- преобладание низколиквидного имущества в составе имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом;
- преобладание индивидуальных, корпоративных и небольших ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом;
- положительная обратная связь от участников рынка о влиянии регулирования на рынок коллективных инвестиций.

РАЗДЕЛ 2. РЕГУЛИРУЕМАЯ СФЕРА В ПЕРИОД ОЦЕНИВАНИЯ

2.1. Порядок внедрения регулирования

Изменения в статью 25.1 Закона № 156-ФЗ, а также Указание № 5630-У, согласно которым право требовать выдела имущества получили в том числе пайщики ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, если такое право включено в ПДУ, вступили в силу 01.02.2021³⁴.

Внедрение регулирования в ПДУ. Согласно статье 25.1 Закона № 156-ФЗ включение положений о выделе имущества в ПДУ является правом, а не обязанностью УК. Для применения регулирования в ПДУ должны быть предусмотрены обязательные положения, установленные Указанием № 5630-У, а именно:

- правила и случаи выдела имущества;
- порядок определения имущества, подлежащего выделу (в частности, в случае поступления в отношении одного имущества требований о его выделе от нескольких пайщиков);
- порядок получения согласия пайщика/пайщиков фонда на выдел имущества.

Включить эти условия в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов можно как при формировании фонда, так и при внесении изменений и дополнений в ПДУ действующего фонда. Законом № 156-ФЗ было установлено, что внесение изменений и дополнений о выделе имущества в ПДУ действующего фонда возможно только при условии их утверждения на ОСВИП³⁵. Кроме того, ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов или изменения и дополнения в такие ПДУ должны быть согласованы со стороны СД³⁶.

Структура и порядок применения регулирования. Общая структура Указания № 5630-У и порядок его применения в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов представлены на рис. 11.

Определение стоимости имущества. Как следует из Указания № 5630-У, по общему правилу стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, подлежащего выделу, должна быть равна сумме, причитающейся пайщику в связи с погашением паев, определенной в соответствии с ПДУ. При этом стоимость имущества определяется в соответствии с главой 1 Указания № 3758-У.

Порядок исчисления срока для выдела имущества и передачи выделяемого имущества в собственность пайщика. Срок передачи в собственность пайщику ЗПИФ для квалифицированных инвесторов выделяемого имущества при частичном погашении или на основании заявки на погашение зависит от вида имущества, но всегда исчисляется с даты погашения паев (рис. 12 и 13).

³⁴ Пункт 3 статьи 6 Закона № 248-ФЗ.

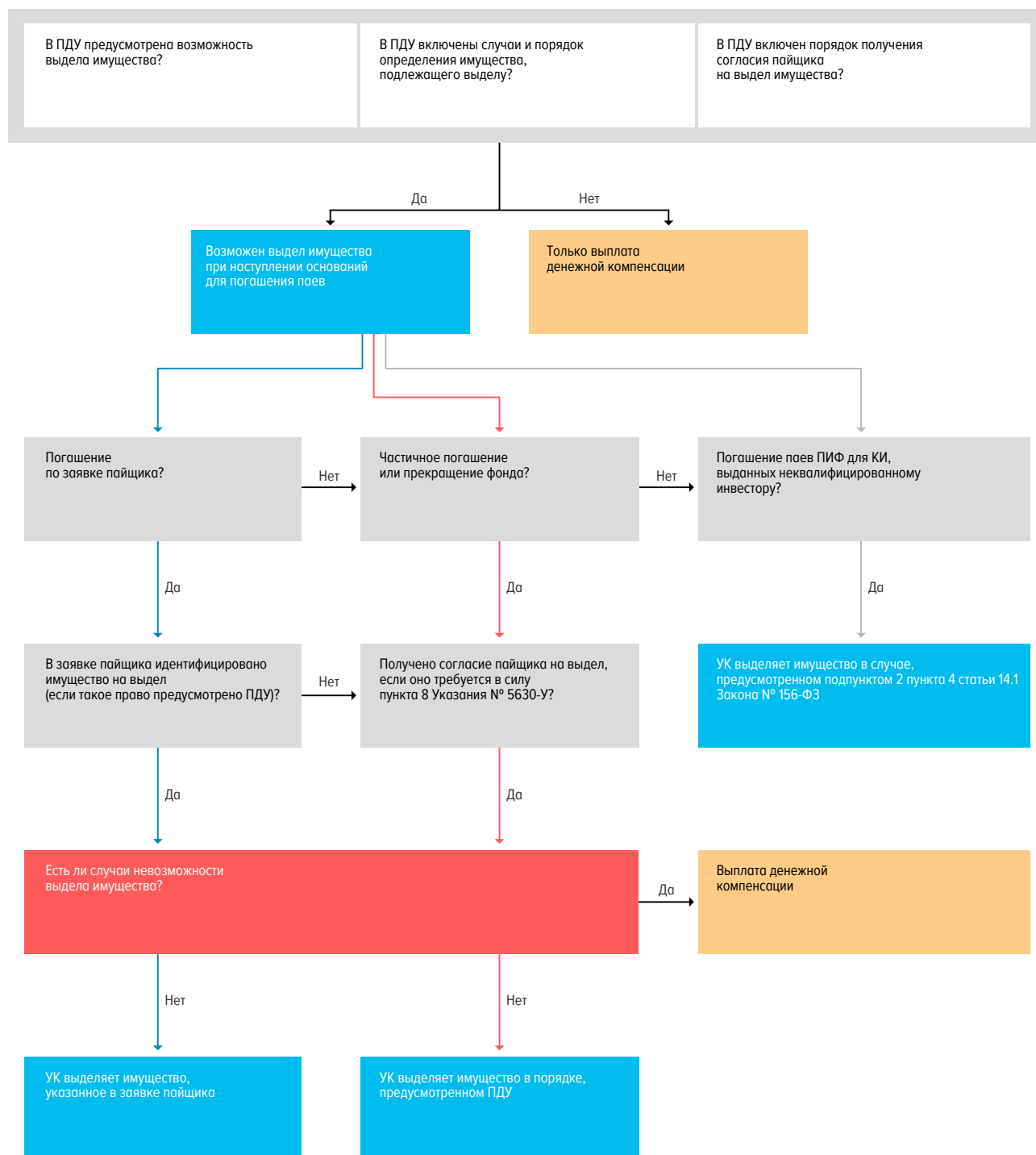
³⁵ Пункт 7 статьи 17 и абзац 11 подпункта 1 пункта 9 статьи 18 Закона № 156-ФЗ.

³⁶ Подпункты 1.2–1.3 статьи 19 Закона № 156-ФЗ.

ПОРЯДОК ПРИМЕНЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

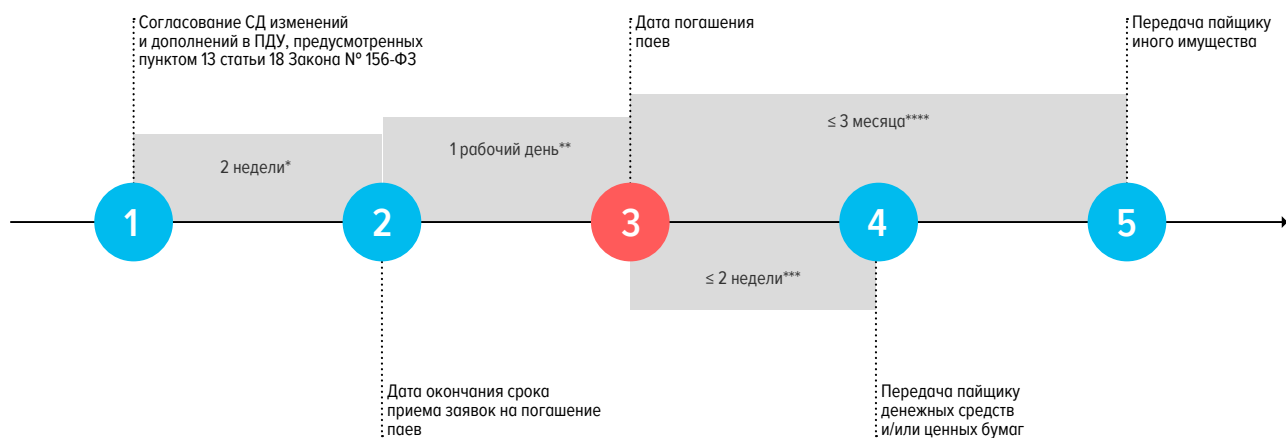
Рис. 11

СТРУКТУРА И ПОРЯДОК ПРИМЕНЕНИЯ УКАЗАНИЯ № 5630-У



СРОК ПЕРЕДАЧИ ВЫДЕЛЯЕМОГО ИМУЩЕСТВА ЗПИФ ДЛЯ КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВ ПРИ ПОГАШЕНИИ ПАЕВ ПО ЗАЯВКЕ ПАЙЩИКА

Рис. 12



* Пункт 2 приказа ФСФР № 08-20/пз-н.

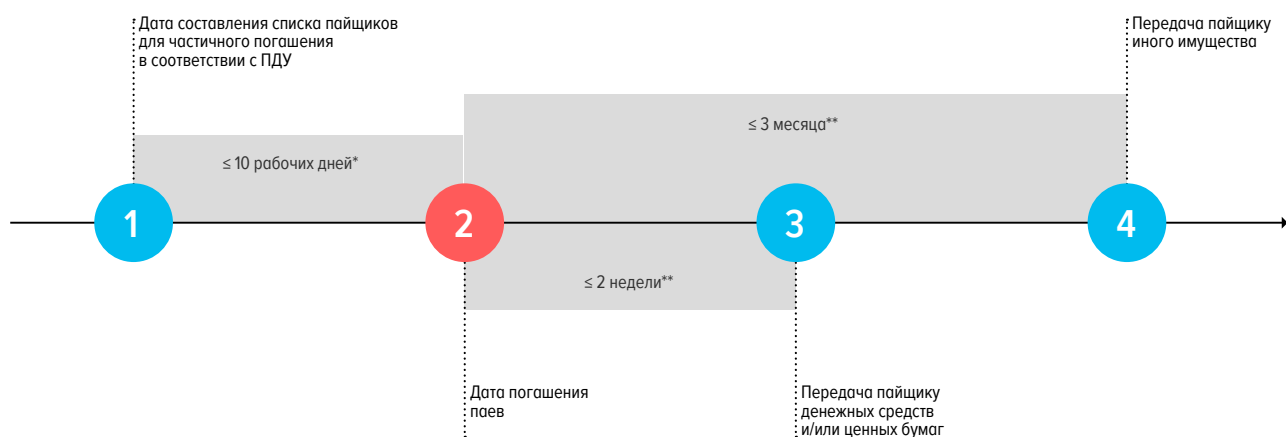
** Подпункт 9.1.4 пункта 9.1 Указания № 5642-У.

*** Абзац 2 пункта 7.1 Указания № 5630-У.

**** Абзац 3 пункта 7.1 Указания № 5630-У.

СРОК ПЕРЕДАЧИ ИМУЩЕСТВА ПРИ ЧАСТИЧНОМ ПОГАШЕНИИ ПАЕВ ЗПИФ ДЛЯ КВАЛИФИЦИРОВАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

Рис. 13



* Абзац 5 пункта 2 Указания 3258-У.

** Абзац 2 пункта 7.1 Указания № 5630-У.

** Абзац 3 пункта 7.1 Указания № 5630-У.

Срок передачи выделяемого имущества при прекращении фонда. Согласно пункту 10 статьи 31 Закона № 156-ФЗ, лицо, осуществляющее прекращение ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, обязано осуществить расчеты с кредиторами в срок, установленный ПДУ этим фондом, а если такой срок не установлен, в срок, не превышающий 6 месяцев со дня раскрытия сообщения о прекращении паевого инвестиционного фонда.

2.2. Состояние сферы регулирования в период исследования

В качестве индикаторов состояния сферы правового регулирования в период исследования использовались следующие данные:

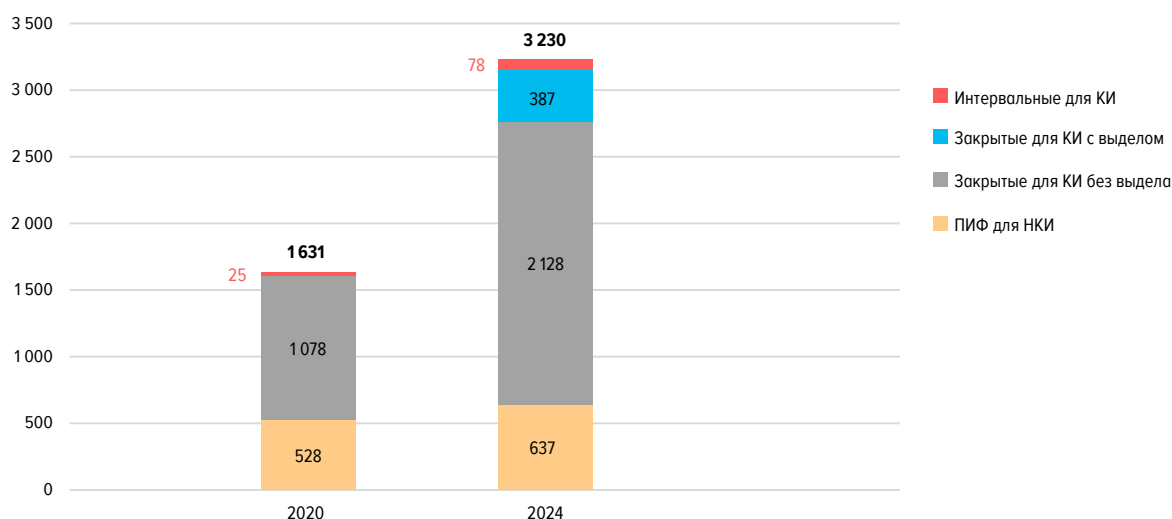
- аналитическая информация Банка России о состоянии рынка;
- количественные и качественные данные от участников рынка о применении регулирования;
- обращения участников рынка, поступившие в Банк России;
- статистика по надзорным мероприятиям, проведенным Банком России.

Аналитическая информация Банка России

Количество ПИФ, количество пайщиков и общая СЧА ПИФ. В сравнении с периодом, предшествующим введению регулирования, на 31.12.2024 общее количество ПИФ на рынке коллективных инвестиций выросло в 2 раза.

ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА ПИФ ПО ТИПАМ
(ЕД.)

Рис. 14



ЗПИФ для квалифицированных инвесторов сохранили свое доминирующее положение в общем количестве ПИФ (рис. 14). Такая ситуация наблюдалась на протяжении всего периода исследования³⁷. Количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом составляло 15% от общего количества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

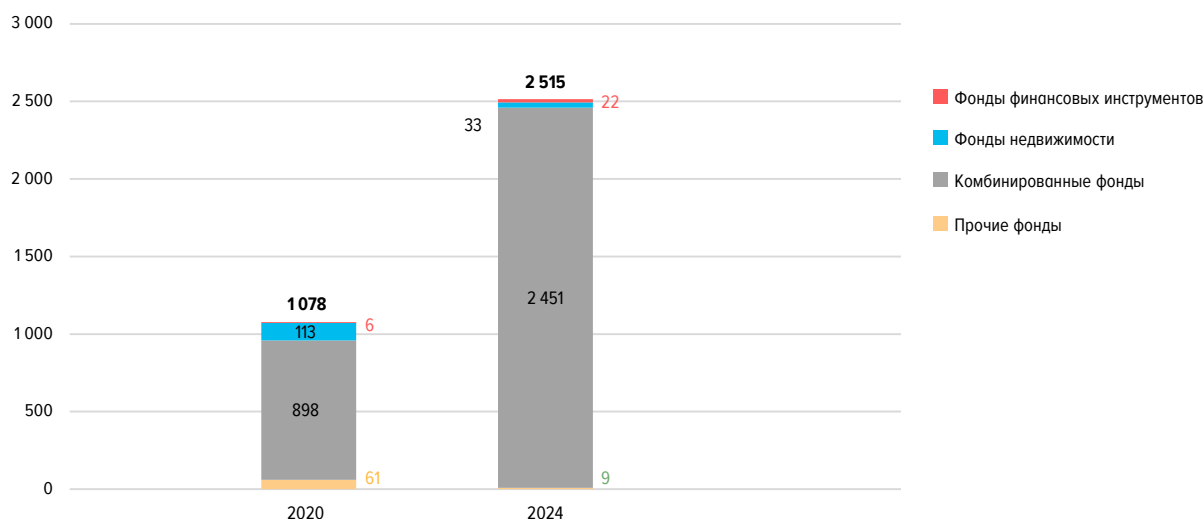
Стоит отметить, что рис. 14 совместно с рис. 17 дополнительно позволяют сформировать гипотезу о причинах нераспространения регулирования в сегменте ИПИФ для квалифицированных инвесторов – их незначительное количество на рынке.

Доминирующей категорией на протяжении всего периода исследования оставались комбинированные фонды, что свидетельствует о сохранении их популярности (рис. 15).

³⁷ «Обзор ключевых показателей управляющих компаний» за IV квартал 2024 года (далее – Обзор УК за 2024), опубликованный на сайте Банка России.

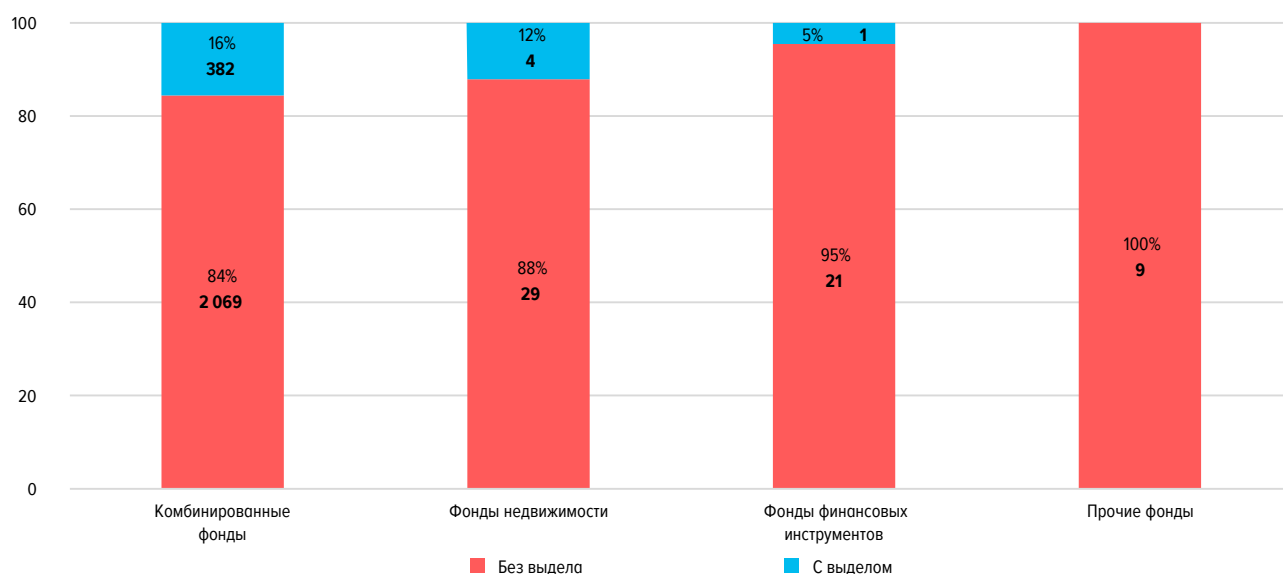
ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА ЗПИФ ДЛЯ КИ В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ (ЕД.)

Рис. 15



СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА ЗПИФ ДЛЯ КИ С ВЫДЕЛОМ/БЕЗ ВЫДЕЛА НА 31.12.2024 В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ (% / КОЛИЧЕСТВО ПИФ)

Рис. 16

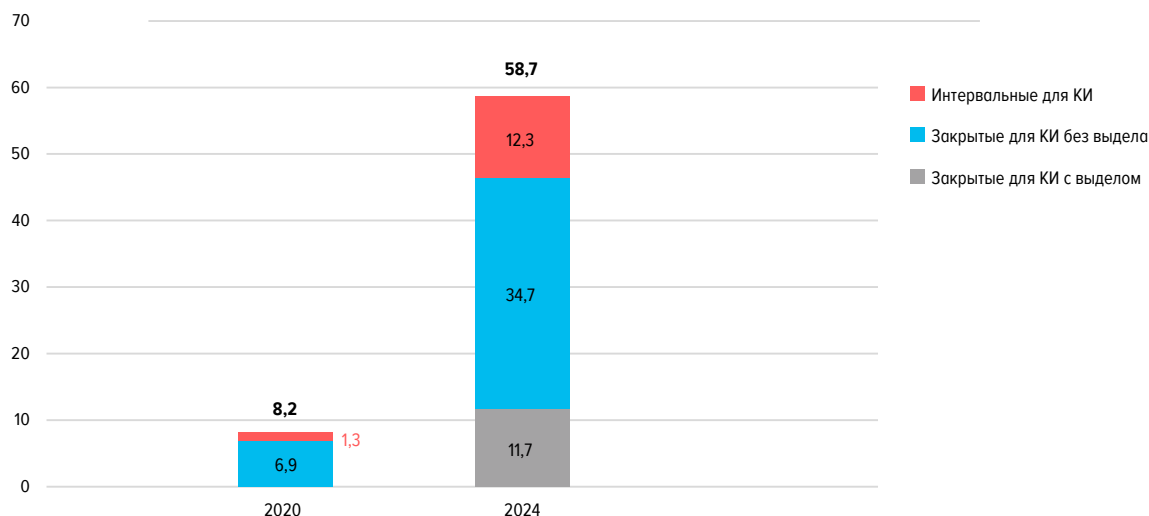


В этой связи ожидаемо, что положения о возможности выдела имущества ПИФ при погашении инвестиционных паев больше всего включались в ПДУ этой категории ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (рис. 16).

Общее количество пайщиков ЗПИФ для квалифицированных инвесторов по сравнению с 2020 годом также существенно возросло. При этом пропорционально статистике количества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (рис. 14) пайщики продолжали отдавать предпочтение паям комбинированных фондов (рис. 17 и 18).

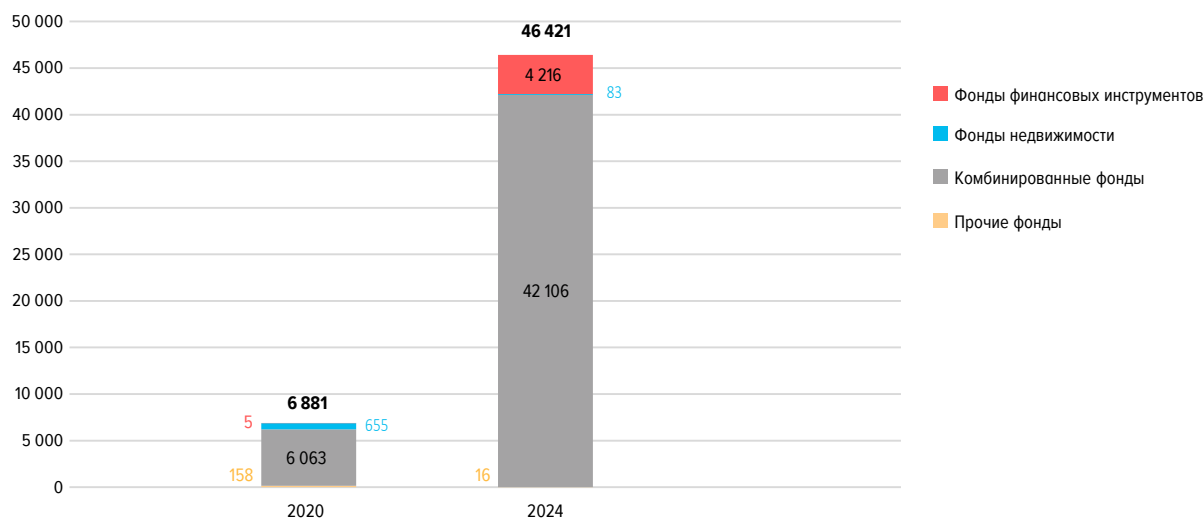
ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА ПАЙЩИКОВ ПО ТИПАМ ПИФ ДЛЯ КИ
(тыс. лиц)

Рис. 17



ДИНАМИКА КОЛИЧЕСТВА ПАЙЩИКОВ В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ ЗПИФ ДЛЯ КИ
(лиц)

Рис. 18

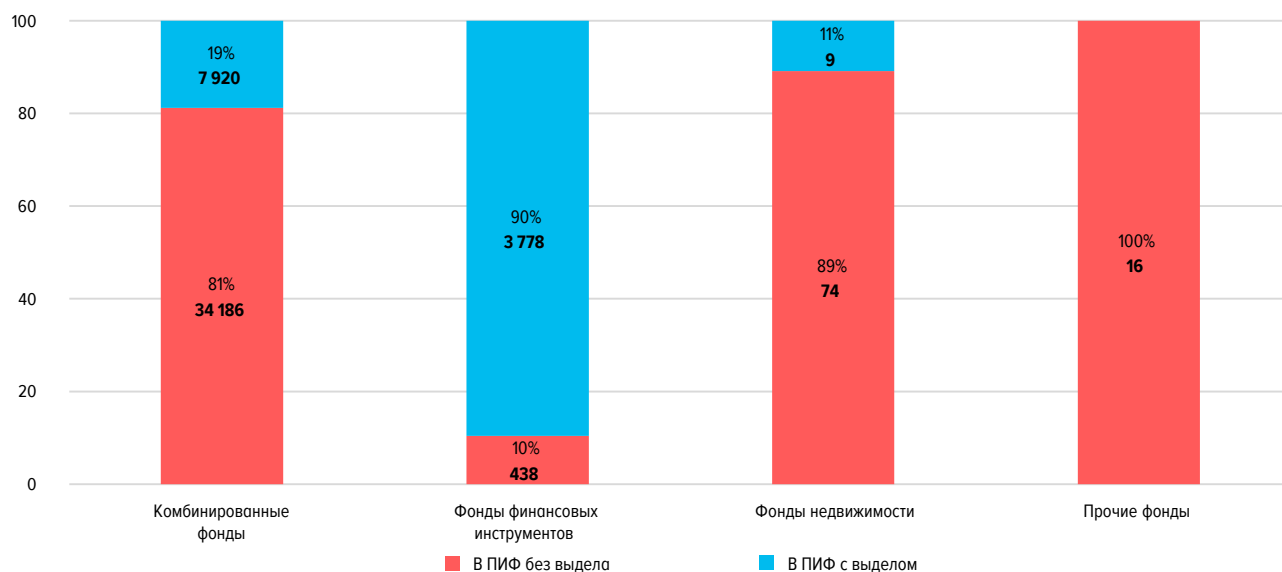


Аналогичная ситуация с пайщиками наблюдается и в комбинированных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом, что коррелирует с общим доминированием этой категории в 2024 году (рис. 19). Интересно, что в одном фонде с выделом, относящимся к категории ФФИ, количество пайщиков в 8,5 раза больше, чем в фондах этой категории без выдела.

Общая СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с 2020 года увеличилась в 4 раза и сохраняла свое лидерство на протяжении всего периода исследования. При этом СЧА фондов с выделом составляет 14,2% от СЧА всех ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и 11,8% от СЧА всех ПИФ на рынке коллективных инвестиций, что является существенной величиной.

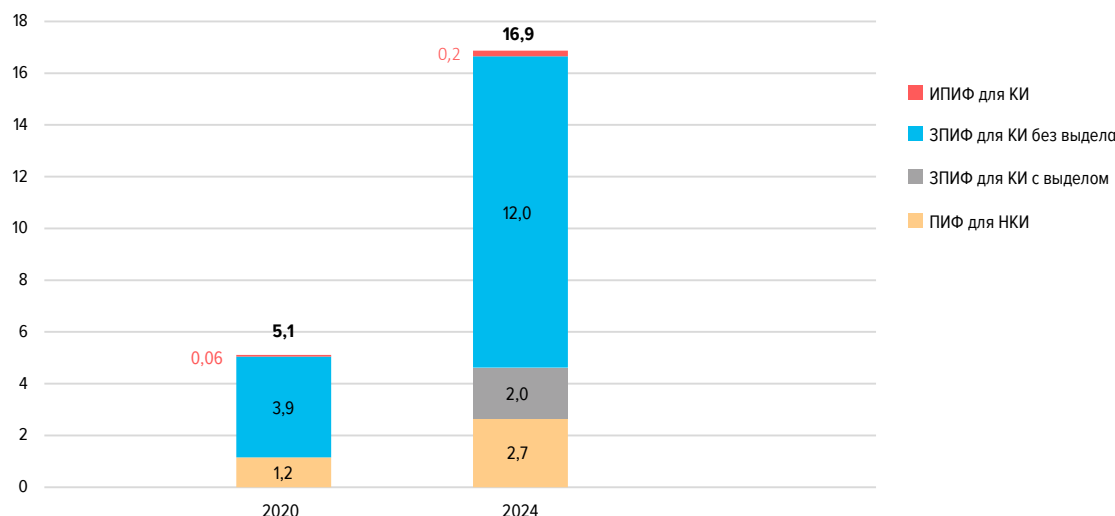
СООТНОШЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА ПАЙЩИКОВ В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ ЗПИФ ДЛЯ КИ НА 31.12.2024
(% / КОЛИЧЕСТВО ЛИЦ)

Рис. 19



ДИНАМИКА СЧА ПО ТИПАМ ПИФ
(ТРЛН РУБ.)

Рис. 20



Представляется, что такой стремительный рост СЧА был обусловлен изменением геополитической обстановки (см. подпункт 2.3 пункта 2 раздела 2 отчета). В условиях санкционных рисков инвесторы заинтересованы в форме инвестиций, которая позволит эффективно реализовать долгосрочный проект или удовлетворить иные коммерческие интересы «под зонтом конфиденциальности», который предоставляет конструкция ПИФ.

Согласно данным НАУФОР³⁸, ключевыми инвесторами в период исследования выступили ультрахайнеты³⁹, которые вложили в ЗПИФ почти 13 трлн рублей⁴⁰.

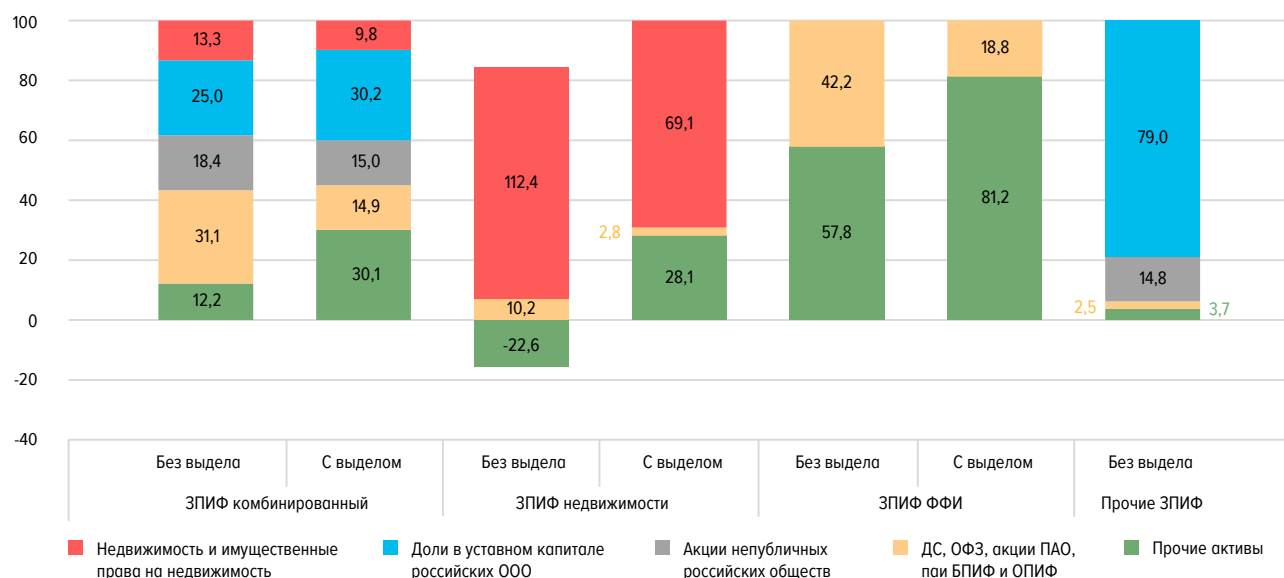
³⁸ Национальная ассоциация участников фондового рынка.

³⁹ Лицо со сверхкрупным чистым капиталом

⁴⁰ НАУФОР: В России набрали популярность закрытые фонды инвестиций в недвижимость | РБК Инвестиции, 09.10.2024.

СТРУКТУРА СЧА ЗПИФ ДЛЯ КИ С ВЫДЕЛОМ/БЕЗ ВЫДЕЛА В РАЗРЕЗЕ КАТЕГОРИЙ НА 31.12.2024 (%)

Рис. 21



Все это позволило сохранить тенденцию доминирования в составе активов таких фондов низколиквидного и дорогостоящего имущества (рис. 21). При этом в структуре СЧА комбинированных фондов и фондов недвижимости с выделом доля низколиквидных активов практически пропорциональна доле в СЧА иных фондов.

Рост рынка за счет ультрахайнетов привел к увеличению индивидуальных и корпоративных фондов (табл. 4). При этом регулирование также нашло свое наибольшее внедрение в этих группах фондов.

КОЛИЧЕСТВО ЗПИФ ДЛЯ КИ ПО ГРУППАМ НА КОНЕЦ 2024 ГОДА

Табл. 4

Группа ЗПИФ для КИ	Всего ЗПИФ для КИ в группе (ед.)	Количество ЗПИФ для КИ с выделом в группе
Индивидуальные	1 398	238
Корпоративные	678	89
Небольшие	280	53
Массовые	51	6
Всего	2 407	386

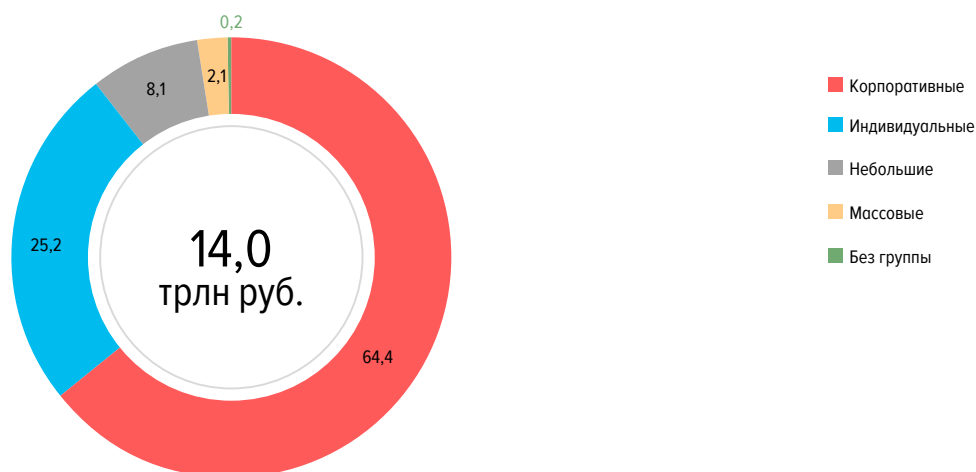
Анализ СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов по группам (рис. 22) демонстрирует, что ультрахайнеы инвестировали как физические лица, или через корпоративные организации. Представляется, что во втором случае это обусловлено стремлением реализовать долгосрочные проекты с акциями АО или долями ООО таких организаций.

Структура СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов по группам (рис. 23) это подтверждает. При этом заметно, что стратегия фондов с выделом менее консервативна. Характерно значительное участие таких фондов в капитале непубличных хозяйственных обществ. Несмотря на высокую ключевую ставку, фонды с выделом держат меньше ликвидных активов в составе (за исключением небольших фондов с выделом).

Как следует из рис. 23, общий объем низколиквидных активов (акции непубличных российских компаний, доли в уставном капитале ООО, недвижимость и права на нее) в составе СЧА фондов с выделом является существенным. Так, в индивидуальных фондах с выделом низколиквидные активы составляют 65,2% (645,7 млрд руб.) против 74,3% (3412,5 млрд руб.) в фондах без выдела, в корпоративных – 37,9% (235,4 млрд руб.) против 43,6% (2565,9 млрд руб.), в небольших – 51,2% (133,4 млрд руб.) против 50,2% (674,6 млрд руб.).

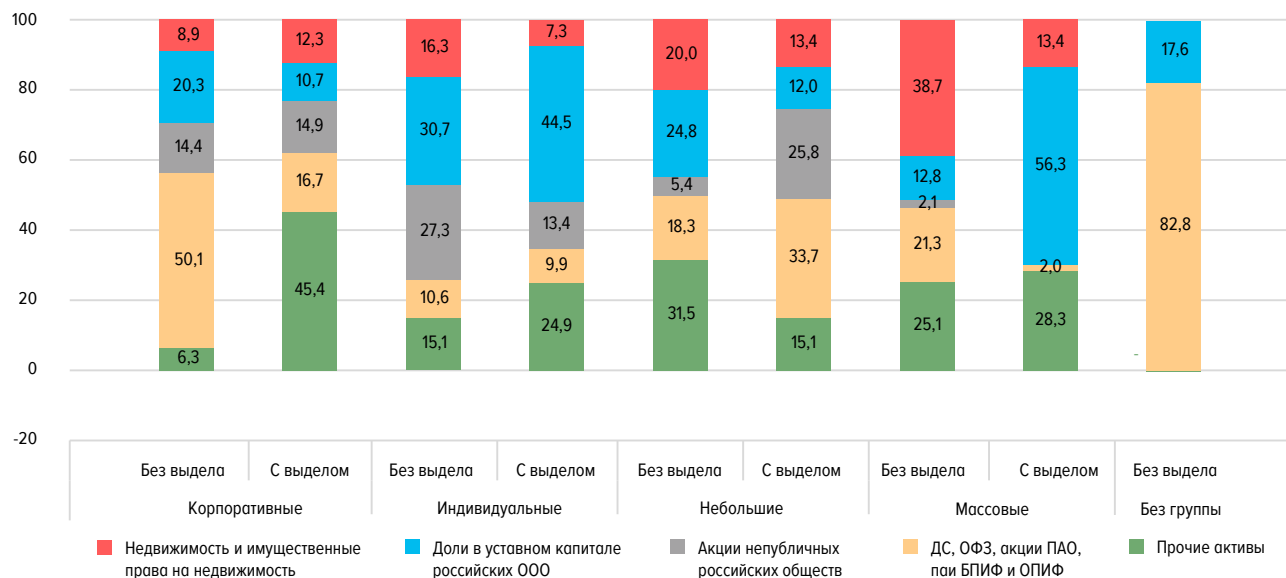
СЧА ЗПИФ для КИ по группам на 31.12.2024 (%)

Рис. 22



СТРУКТУРА СЧА ЗПИФ для КИ с выделом/без выдела в разрезе групп на 31.12.2024 (%)

Рис. 23



Представляется, что регулирование могло стать одной из причин, по которой именно на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов реализуются или были реализованы крупные

долгосрочные проекты. Так, в целом наиболее популярными в период исследования долгосрочными проектами на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов являлись:

- приобретение складских помещений благодаря наиболее высоким темпам роста арендной доходности⁴¹, иных объектов коммерческой недвижимости⁴²;
- реализация проектов built-to-suit⁴³ в небольших и индивидуальных фондах⁴⁴;
- реконструкция объектов недвижимости, приобретенных в состав фонда ранее⁴⁵;
- участие в проектах комплексного развития территорий.

В массовых фондах в половине случаев инвестиционная стратегия предполагала вложения в недвижимость и в доли уставных капиталов ООО.

В качестве примера можно привести такие проекты, как продажа дата-центра компании «Ростелеком» (крупнейшая с начала года сделка на рынке готовой коммерческой недвижимости), инвестирование в производственно-логистические центры площадью около 70 тыс. кв. м, инвестирование на стадии pre-IPO в долю в сервисе бронирования жилья «Суточно.ру», и другие.

Из указанных проектов 2 были реализованы на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом.

В индивидуальных и корпоративных ЗПИФ на вложения в недвижимость были ориентированы чуть менее четверти (24%)⁴⁶ фондов. Помимо недвижимости, в такие фонды активно включались и приобретались акции российских АО и/или доли ООО⁴⁷. Это демонстрирует рис. 23.

В отличие от 2020 года, активизировалось заключение сделок M&A посредством ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Аналитики АК&М отметили 13 таких сделок в 2024 году, включая крупнейшую сделку по продаже российской части «Яндекса» консорциуму инвесторов, который включает менеджмент компании и ряд крупных бизнесменов. Их общий объем составил 7,41 млрд долларов США (13,7% от общего объема этих сделок в 2024 году). Популярность таких сделок объясняется их удобством. В частности, пайщики ЗПИФ остаются анонимными – таким образом через участие в ЗПИФ владелец бизнеса может избежать попадания под санкции⁴⁸.

Таким образом, в период исследования значительно увеличилось количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, их пайщиков, а также объем СЧА. Общие тенденции рынка сохранились. Наблюдалась диверсификация видов долгосрочных проектов. Представляется, что регулирование сыграло в этом заметную роль. Наиболее активно регулирование включалось в ПДУ корпоративных, небольших и индивидуальных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Отсутствие нарушений срока расчетов с кредиторами при прекращении ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом. За оцениваемый период количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, срок расчетов с кредиторами которых был нарушен, можно представить в следующем виде (за исключением просрочки по объективным причинам (арест имущества, санкции и так далее).

⁴¹ [Недвижимость в ЗПИФ | Консалтинговая компания IBC Real Estate, 24.01.2025.](#)

⁴² [Конференции ИД «Коммерсантъ» | цифровая площадка для дискуссий на самые актуальные темы, 02.11.2023.](#)

⁴³ Строительство объектов недвижимости под запросы конкретного инвестора или группы инвесторов.

⁴⁴ Конференции ИД «Коммерсантъ» | цифровая площадка для дискуссий на самые актуальные темы.

⁴⁵ Там же.

⁴⁶ Там же.

⁴⁷ Обзор УК за 2024.

⁴⁸ Бюллетень «Рынок слияний и поглощений», выпуск № 322, 12.02.2025.

КОЛИЧЕСТВО НАРУШЕНИЙ СРОКОВ РАСЧЕТОВ С КРЕДИТОРАМИ ЗПИФ ДЛЯ КИ В ПЕРИОД ИССЛЕДОВАНИЯ ПРИ ПРЕКРАЩЕНИИ ФОНДА

Табл. 5

Год	Количество ЗПИФ для КИ, дата основания прекращения которых возникла в соответствующем году (ед.)	Количество ЗПИФ для КИ с выделом, дата основания прекращения которых возникла в соответствующем году	Количество всех ЗПИФ для КИ, срок осуществления расчетов с кредиторами которых был нарушен (ед./%)	Количество ЗПИФ для КИ с выделом, срок осуществления расчетов с кредиторами которых был нарушен
2021	76	2	16 (21%)	0
2022	75	4	8 (10,6%)	1
2023	80	5	3 (3,7%)	0
2024	81	8	2 (2,4%)	0

Табл. 5 демонстрирует, что за 4 года срок расчетов с кредиторами при прекращении ПИФ был допущен только в отношении 1 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом.

С учетом изложенного возможность выдела имущества в натуре при погашении инвестиционных паев является одним из механизмов, позволяющих обеспечить соблюдение УК срока расчетов с кредиторами при прекращении фонда, что, в свою очередь, свидетельствует об эффективности регулирования.

Данные от УК о применении регулирования

Банк России опросил УК БПИФ и ПИФ для квалифицированных инвесторов, в доверительном управлении которых в период исследования находились фонды с выделом, и попросил их предоставить количественные и качественные данные о применении ими регулирования. Также информация об эффективности и действенности регулирования была запрошена у СД.

В результате опроса было получено 99 анкет от соответствующих участников рынка.

КОЛИЧЕСТВО ЛИЦ, ПРИНЯВШИХ УЧАСТИЕ В ОПРОСЕ БАНКА РОССИИ

Табл. 6

УК ПИФ для КИ	УК БПИФ	СД
92	3	4

Анализ анкет демонстрирует, что в период исследования регулирование включалось в ПДУ 415 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (из них 8 ПИФ находились в стадии формирования, а 21 ПИФ прекращен) под управлением 75 УК (табл. 7).

АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТОВ ОПРОСА БАНКА РОССИИ В ЧАСТИ КОЛИЧЕСТВА И КАТЕГОРИЙ ФОНДОВ С ВЫДЕЛОМ. КОЛИЧЕСТВО ЛИЦ, ПРИНЯВШИХ УЧАСТИЕ В ОПРОСЕ БАНКА РОССИИ

Табл. 7

Общее количество ЗПИФ для КИ с выделом	Категория фонда			Положения о выделе имущества включены в ПДУ при формировании ПИФ	Положения о выделе имущества включены путем внесения изменений/дополнений в ПДУ
	Комбинированный	Недвижимости	ФФИ		
415	403	11	1	249	166

На 31.12.2024 положения о выделу имущества были включены в ПДУ (за исключением прекращенных и несформированных фондов) 147 индивидуальных фондов, 48 корпоративных, 36 небольших и 6 массовых при их формировании. В ПДУ 86 индивидуальных фондов, 44 корпоративных и 17 небольших соответствующие положения были включены путем внесения изменений/дополнений в ПДУ.

КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ ДАННЫЕ ВЫДЕЛА ИМУЩЕСТВА В ПЕРИОД ИССЛЕДОВАНИЯ

Табл. 8

Основание, по которому осуществлялся выдел имущества	Количество ПИФ, паи которых погашались путем выдела имущества по соответствующему основанию (ед.)	Количество пайщиков, которым было выделено имущество (ед.)	Общая стоимость выделенного имущества (млрд руб.)
Прекращение фонда	19	12 883	124,4
Частичное погашение паев	5	9	32,4
Погашение паев по требованию пайщиков (по заявке)	6	11	212,5
Итого	30	12 903	369,3

Итоговое количество пайщиков, паи которых были погашены путем выдела имущества, образовалось в основном за счет 1 ПИФ, в котором был осуществлен выдел при прекращении ПИФ в отношении 12 859 пайщиков.

Обращения участников рынка. В отношении порядка толкования и применения регулирования в Банк России в период исследования поступило 27 обращений (от УК, физических лиц и СД). В совокупности они содержали около 40 вопросов. Только 1 обращение связано с выделом в БПИФ. Все иные обращения относились к сегменту ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

ОБРАЩЕНИЯ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ПО ВОПРОСАМ ТОЛКОВАНИЯ И ПРИМЕНЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Табл. 9

№	Тематика вопросов	Связанные нормы	Количество вопросов
1	Законность включения в ПДУ различных вариаций случаев и порядка определения имущества, подлежащего выделу: • установление в ПДУ права инвестиционного комитета определять имущество, подлежащее выделу, а также одобрять сделки по выделу имущества; • включение в ПДУ условия о действительности согласия пайщика или сделки по выделу имущества только при условии их одобрения третьими лицами (инвестиционным комитетом, мажоритарными пайщиками и другими); • порядок категоризации лиц, которым осуществляется выдел имущества, и (или) имущества, подлежащего выделу, и другого	Пункт 3 статьи 25.1 Закона № 156-ФЗ и подпункт 2.1, пункты 3–4 и 9 Указания № 5630-У	12
2	Законность/возможность выдела отдельных видов имущества (дебиторской задолженности, стоимость которой равна нулю, исключительных прав, недвижимости и другого)	Нормы ГК РФ, регулирующие оборотоспособность соответствующего имущества, пункт 2 статьи 25.1 Закона № 156-ФЗ и пункты 2 и 9 Указания № 5630-У	4
3	Форма согласия пайщика на выдел имущества и порядок его получения: • заявка на погашение как форма согласия пайщика на выдел; • допустимость согласия в форме отдельного договора между УК и пайщиком и другое	Пункт 3 статьи 25.1, абзац 6 пункта 1 статьи 32 Закона № 156-ФЗ и пункт 2, пункты 8–9 Указания № 5630-У	3
4	Порядок и дата определения стоимости имущества, подлежащего выделу при погашении паев	Абзацы 6 и 8 пункта 1 статьи 32 и статьи 25.1 Закона № 156-ФЗ и пункты 5–6 Указания № 5630-У	4

№	Тематика вопросов	Связанные нормы	Количество вопросов
5	Количество пайщиков, которые должны предоставить согласие на выдел имущества исходя из буквального прочтения статьи 25.1 Закона № 156-ФЗ и норм Указания № 5630-У	Пункт 3 статьи 25.1 Закона № 156-ФЗ и пункты 2, 8 и 9 Указания № 5630-У	2
6	Предел достаточности сведений, позволяющих идентифицировать имущество в отношении отдельных категорий активов	Пункты 3 и 8 Указания № 5630-У	2
7	Возможность пропорционального распределения имущества пайщикам при прекращении фонда	Абзац 6 пункта 1 статьи 32 Закона № 156-ФЗ и пункт 3 Указания № 5630-У	1
8	Иные вопросы	Нормы ГК РФ, Закон № 156-ФЗ, указы Президента Российской Федерации, Указание № 5630-У и другие	8

Таким образом, количество обращений является незначительным. Это косвенно свидетельствует об удовлетворенности участников рынка регулированием. Тем не менее необходимо учитывать, что с момента вступления регулирования в силу прошло всего 4 года. С учетом возможности создания ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на длительный срок (максимальный срок действия договора ДУ таких ПИФ – 15 лет с возможностью продления; он будет повышен до 49 лет после вступления с 01.03.2026 в силу соответствующих изменений в Закон № 156-ФЗ⁴⁹) необходимо продолжать мониторинг применения регулирования.

Статистика надзорных мероприятий, проведенных Банком России в период исследования.

В период исследования осуществлялись плановые и внеплановые надзорные мероприятия, направленные на проверку соблюдения участниками рынка требований законодательства в целом. Нарушений и проблем в части применения регулирования выявлено не было.

2.3. События и факторы, которые повлияли на достижение целей регулирования

Среди наиболее значимых событий, которые могли повлиять на достижение целей регулирования (как положительно, так и отрицательно), необходимо отметить:

- последствия применения санкционных мер в отношении России, российских юридических и физических лиц, а также применения контрсанкционных мер со стороны России;
- появление новых форм управления имуществом;
- нормативное совершенствование сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов;
- повышение ключевой ставки Банка России.

Репатриация капитала. В результате санкций, введенных в отношении России, ее граждан и юридических лиц, произошла бурная репатриация капитала в стране⁵⁰, часть из которого была инвестирована в сегмент ЗПИФ.

⁴⁹ Соответствующие изменения предусматриваются Федеральным законом от 28.12.2024 № 532-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

⁵⁰ Под репатриацией капитала в литературе понимается возвращение имущества российских физических и/или юридических лиц, инвестированного в активы иностранных государств и/или иностранных юридических лиц, путем его реинвестирования в активы России и/или активы российских юридических лиц.

Так, в 2023 и 2024 годах в индивидуальных и корпоративных ЗПИФ зафиксирован большой приток активов. Ключевыми причинами такого развития стали, в частности, те события 2022 года, которые нашли для ЗПИФ новое применение, вызванное в том числе санкционным режимом⁵¹.

В этой связи формирование определенного количества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом могло быть вызвано в том числе стремлением инвесторов обеспечить их анонимность.

Оценить точное количество ЗПИФ, сформированных в результате описанных событий, затруднительно из-за недоступности данных. Однако эти события важно учитывать при анализе рынка в период исследования, поскольку вполне вероятно, что учредителям таких фондов важно иметь механизм для возврата своего имущества в натуре для последующего реинвестирования.

Личные фонды. ГК РФ 01.03.2022 был дополнен подпараграфом 1.1⁵², согласно которому в законодательство был введен новый вид унитарной НКО – личный фонд. В соответствии со статьей 123.20-4 ГК РФ личным фондом признается учрежденная нотариусом на определенный срок либо бессрочно гражданином или после его смерти унитарная некоммерческая организация, осуществляющая управление переданным ей этим гражданином имуществом или унаследованным от этого гражданина имуществом, а также иным имуществом в соответствии с утвержденными им условиями управления.

Согласно открытым данным, на 19.12.2024 в Российской Федерации зарегистрировано 123 личных фонда без учета международных личных фондов. При этом некоторые эксперты отмечают, что личный фонд имеет ряд преимуществ перед «традиционными механизмами упаковки активов», такими как ЗПИФ. Это выражается, в частности, в гибкости управления, минимизации расходов, так как нет необходимости «содержать» управляющую компанию, и других⁵³. Как и УК, личные фонды являются квалифицированными инвесторами в силу Закона № 39-ФЗ⁵⁴.

Таким образом, несмотря на относительную новизну института личных фондов, на фоне международных санкций в отношении России их популярность резко возросла, что делает их молодым конкурентом более традиционным ЗПИФ. Необходимо учитывать, что в отсутствие в законодательстве конструкции личных фондов переданное им имущество могло поступить в том числе на рынок коллективных инвестиций.

Реформа Закона № 156-ФЗ в части регулирования ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. В Закон № 156-ФЗ 26.07.2019 были внесены масштабные изменения, в том числе в части регулирования ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Соответствующая модернизация сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов была осуществлена Законом № 248-ФЗ. Наиболее важными изменениями в части влияния на достижение целей регулирования являются:

- отмена требования о регистрации ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в Банке России и установление правила об их согласовании со стороны СД⁵⁵;

⁵¹ [НАУФОР: В России набрали популярность закрытые фонды инвестиций в недвижимость | РБК Инвестиции, 09.11.2024.](#)

⁵² Федеральный закон от 01.07.2021 № 287-ФЗ «О внесении изменений в части первую и третью Гражданского кодекса Российской Федерации».

⁵³ [В России произошел «взрывной» рост регистраций личных фондов | РБК, 20.12.2024.](#)

⁵⁴ Подпункт 10.4 пункта 2 статьи 51.2 Закона № 39-ФЗ.

⁵⁵ Пункт 1 статьи 13.2 и пункт 12.1 статьи 18 Закона № 156-ФЗ.

- установление права предусмотреть в ПДУ срок расчета с кредиторами при прекращении фонда, отличный от срока, установленного в статье 31 Закона № 156-ФЗ⁵⁶;
- замена типовых правил ПИФ для квалифицированных инвесторов на требования к таким правилам.

Указанные меры существенно упростили порядок формирования, осуществления деятельности и прекращения ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, что повлияло на привлекательность рынка в целом и соответствующего сегмента в частности. Это следует учитывать при оценке достижения целей регулирования.

Повышение ключевой ставки. Период исследования отметился жесткой денежно-кредитной политикой Банка России, направленной на борьбу с инфляцией. Это, в частности, выразилось в повышении ключевой ставки Банка России, которая на 31.12.2024 составляла 21%.

В этих условиях на 20.12.2024, согласно индексу доходности вкладов платформы «Финуслуги», в топ-20 банков по размеру депозитного портфеля по вкладам от 100 тыс. руб. предлагались следующие средние ставки в зависимости от срока⁵⁷:

- на 3 месяца – 21,91%;
- на 6 месяцев – 22,47%;
- на год – 21,35%.

Высокая ключевая ставка также значительным образом повлияла на инвестиционную стратегию фондов. Так, особую популярность в указанных условиях могли приобрести инструменты денежного рынка. Например, активное приобретение облигаций, ставка по купону которых зависит от ключевой ставки, хранение средств на вкладах в коммерческих банках и так далее. Эти средства могли быть направлены на реализацию долгосрочных проектов, что правильно учитывать при исследовании влияния регулирования на деятельность фондов.

⁵⁶ Пункт 10 статьи 31 Закона № 156-ФЗ.

⁵⁷ [Топ-10 лучших вкладов в декабре 2024 года | РБК Инвестиции, 21.12.2024.](#)

РАЗДЕЛ 3. РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНКИ ФАКТИЧЕСКОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ

Результаты оценки фактического воздействия регулирования отражаются в ответах на вопросы, в которых выражены задачи ОФВ.

3.1. Задача 1. Предоставить участникам рынка механизм, позволяющий нивелировать (уменьшать) их негативные имущественные последствия при погашении паев (действенность, эффективность)

Содержание задачи. Задача 1 подразумевает ответ на вопрос: позволило ли регулирование снизить убытки и риски участников рынка в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в сравнении с необходимостью осуществлять реализацию имущества для выплаты денежной компенсации? Если да, то в какой мере?

Структура задачи. В рамках задачи планируется проверить влияние регулирования на следующие риски, которые могут реализовываться совместно или по отдельности:

РИСКИ, ПРИСУЩИЕ ПРОЦЕССУ РЕАЛИЗАЦИИ ИМУЩЕСТВА ЗПИФ ДЛЯ КИ

Табл. 10

№	Вид риска	Случаи возникновения
1	Риск возникновения убытков пайщиков вследствие досрочного погашения паев одним из них в процессе реализации долгосрочного проекта	При отсутствии достаточного количества ДС в составе фонда в момент возникновения обязанности по выплате денежной компенсации и отсутствии возможности реализовать имущество фонда в сжатые сроки
2	Риск возникновения убытков пайщиков из-за сложностей с реализацией низколиквидного имущества фонда по рыночной стоимости в сжатые сроки	При прекращении фонда или погашении паев по требованию пайщика в случаях, когда имущество фонда составляют главным образом низколиквидные активы
3	Риск привлечения УК к административной и иной ответственности из-за потенциального нарушения срока расчетов с пайщиками при погашении паев и/или из-за продажи имущества по цене ниже рыночной	При возникновении обязанности УК по выплате денежной компенсации пайщикам в условиях отсутствия достаточного количества свободных ДС и/или преобладании низколиквидного имущества в составе фонда
4	Риск возникновения убытков вследствие «безосновательного» сохранения в составе фонда излишнего количества ликвидных активов	При сохранении УК в составе фонда излишнего количества ликвидных активов с целью своевременного исполнения обязанности по выплате денежной компенсации при погашении паев пайщиками
5	Риск возникновения дополнительных транзакционных издержек при реализации имущества фонда	В случае необходимости продажи имущества фонда третьим лицам с целью выплаты денежной компенсации пайщикам при погашении паев

В силу закрытости информации о ценообразовании по таким активам, как акции НПАО и доли ООО, при оценке рисков 1 и 2 их предметом будет выступать преимущественно недвижимость. Предметы рисков 3 и 4 являются общими для всех УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Анализ нивелирования риска 5 будет рассмотрен применительно к случаям реализации имущества на организованных торгах или на аукционе.

Условия решения задачи. Задача предполагается решенной успешно, если большая часть рисков, указанных в структуре задачи, снижена или исключена.

Источники данных для решения задачи. Для решения задачи были использованы следующие источники:

- мнения и позиции профессиональных участников рынка (УК и СД) о регулировании, представленные в ходе консультаций (далее – Ответы участников рынка на вопросы Банка России о регулировании) и оформленные в виде отдельного отчета о консультациях с заинтересованными лицами (далее – Отчет о консультациях) (см. приложение к отчету);
- аналитическая и надзорная информация Банка России;
- СМИ и иные публичные источники информации о рынке недвижимости и иных макро- и микроэкономических показателях российской экономики за период исследования.

Методология решения задачи. В связи с тем что регулирование обладает относительной новизной (количество субъектов, применивших регулирование на практике, незначительно), для решения задачи преимущественно будет использован метод ex-ante. Иными словами, модель регулирования будет экстраполирована на будущий период, в котором предполагается применение регулирования участниками рынка.

При этом использование указанного подхода будет компенсироваться качественной позицией самих участников рынка, полученной по результатам консультаций с ними.

При решении задачи также предполагается, что пайщики ЗПИФ для квалифицированных инвесторов предоставят согласие на выдел имущества (в случаях, когда такое согласие требуется), поскольку установить волю пайщиков на будущий период, в том числе с учетом наличия у каждого фонда собственной специфики, не представляется возможным.

Описание решения

Риск 1. Успешная реализация долгосрочных проектов на базе конструкции ПИФ, как правило, сопряжена с ростом СЧА фонда благодаря увеличению стоимости объекта инвестирования. Согласно мнению экспертов рынка ЗПИФ, устойчивый рост СЧА ЗПИФ за период с 2018 по 2024 год в основном осуществляется за счет приобретения новых активов, а также роста стоимости объектов, уже находящихся в фондах, в том числе за счет завершения строительства объектов недвижимости⁵⁸.

Так, прирост стоимости офисной недвижимости после ввода в эксплуатацию может достигать до 100%, а торговых площадей – до 20%. Аналогичный показатель для жилой недвижимости колеблется от 10 до 50% (в зависимости от сегмента).

Инвестирование в более ликвидные активы (например, акции ПАО) в долгосрочной перспективе также в ряде случаев может принести значительный доход, что показывает исследование Алор Брокер⁵⁹.

Одним из наиболее популярных долгосрочных проектов в период исследования было приобретение складских помещений в состав ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с целью последующей сдачи их в аренду. Так, базовая ставка аренды на существующие склады класса «А» увеличилась практически в 3 раза с 2020 года (4200 руб. / кв. м против 12 500 руб. / кв. м по итогам 2024 года без учета операционных расходов, НДС и коммунальных платежей)⁶⁰.

⁵⁸ [Недвижимость в ЗПИФ | Консалтинговая компания IBC Real Estate, 24.01.2025.](#)

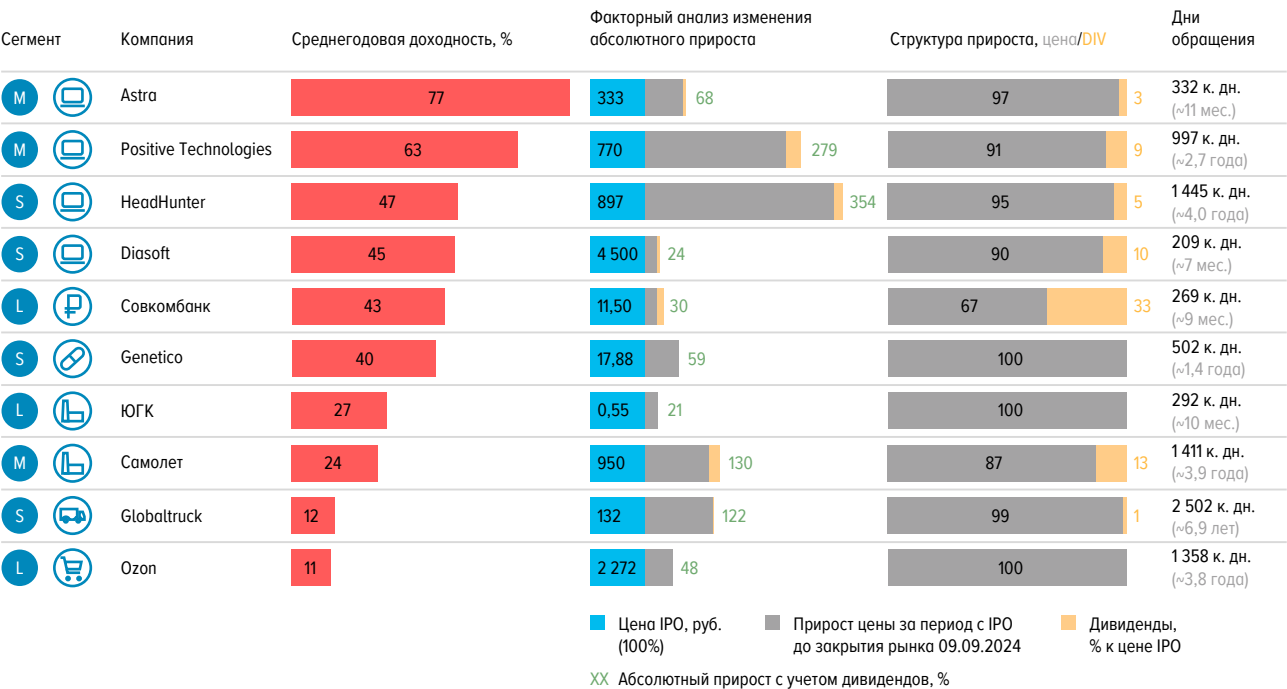
⁵⁹ [Исследование рынка IPO в России с 2014 по 2024 год | Алор Брокер, 09.10.2025.](#)

⁶⁰ [Недвижимость в ЗПИФ | Консалтинговая компания IBC Real Estate, 24.01.2025.](#)

ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ С МОМЕНТА ЛИСТИНГА, ПО ДАННЫМ АЛОР БРОКЕР

Рис. 24

ТОП-10* ПО СРЕДНЕГОДОВОЙ ДОХОДНОСТИ С УЧЕТОМ DIV С МОМЕНТА IPO ВОЗГЛАВЛЯЮТ КОМПАНИИ ТЕХНОЛОГИЧЕСКОГО СЕКТОРА – ASTRA, POSITIVE TECHNOLOGIES И HEADHUNTER



* Из расчетов были исключены компании с периодом котирования акций на бирже менее 180 дней.
Источники: Московская Биржа, расчеты Алор Брокер.

Средняя площадь складов класса «А» в Москве – 11 723 кв. м⁶¹. Следовательно, потенциальная выручка от аренды одного такого склада в 2024 году – 146,5 млн руб. (12 500 руб. / кв. м × 11 723 кв. м). Средняя стоимость площади строящихся складов класса «А» в III квартале 2024 года составляла 63 400 руб. / кв. м⁶², а введенного в эксплуатацию – 83 300 руб. / кв. м⁶³.

Следовательно, в 2024 году затраты на приобретение построенного склада площадью 11 723 кв. м в состав фонда составляли не менее 976,5 млн рублей. С учетом арендной ставки без операционных расходов и налогов срок окупаемости при условии сдачи в аренду всей площади – 7 месяцев. Необходимость продажи склада по прошествии 3 месяцев с момента приобретения в состав фонда для выплаты денежной компенсации может повлечь убытки в размере 537 млн руб. (976,5 млн руб. – ((11 723 кв. м × 12 500 руб. /кв. м) × 3 мес.)).

В случае погашения паев путем выдела имущества возникает возможность исключить продажу склада и выделить «выходящему» пайщику долю в праве собственности на склад и права арендодателя и сохранить остальную долю этого имущества в составе фонда, что позволит достичь окупаемости проекта.

⁶¹ Аренда складов класса «А» в Москве – 489 предложений | Ардера.
⁶² Стоимость строительства складской недвижимости | ЦФО, 30.09.2024.
⁶³ Средняя цена квадратного метра складов класса «А» в Московском регионе выросла на 7% с начала года | Недвижимость | Интерфакс Россия, 11.06.2024.

Позитивный эффект регулирования (без учета инфляции и возможных будущих доходов от эксплуатации) также можно проследить на примере ситуации, в которой из фонда с двумя пайщиками с равными долями, средства которого были инвестированы в будущую складскую недвижимость, один из пайщиков предъявляет требование о погашении паев до ввода объекта в эксплуатацию (табл. 11).

СРАВНЕНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОСЛЕДСТВИЙ ОТ ПРОДАЖИ СКЛАДА И ВЫДЕЛА ДОЛИ В СОБСТВЕННОСТЬ НА НЕГО

Табл. 11

Способ расчета с пайщиком при погашении паев	Стоимость склада на дату погашения паев «выходящего» пайщика (до ввода в эксплуатацию)	Стоимость склада после введения в эксплуатацию	Результат
	Возведено, кв. м		
	5 000	11 723	
Денежная компенсация	317 млн руб. (63 400 руб. / кв. м × 5 000 кв. м)	976,5 млн руб.	Упущенная выгода в 329,7 млн руб. для каждого из двух пайщиков, если недостроенный склад реализован полностью (329,7 млн = $\frac{976,5 \text{ млн} - 317 \text{ млн}}{2}$)
Выдел имущества			По ½ имущественных прав с сохранением потенциала для дальнейшего роста стоимости имущества

Аналогичный вывод применим и в случае приобретения в состав фонда эмиссионных ценных бумаг, например из перечня, приведенного на рис. 24.

Помимо упущенной выгоды, пайщики могут недополучить доходы от будущей эксплуатации имущества (аренда, лизинг и так далее).

Подтверждением достижения положительного эффекта по нивелированию указанных рисков также является позиция участников рынка. Так, 10 УК прямо указали, что выдел имущества предоставил возможность реализовать долгосрочные проекты без риска продажи имущества (пункт 7 табл. П-3 Отчета о консультациях), 46 УК также косвенно подтвердили этот тезис (пункты 2, 6 и 10 табл. П-3 Отчета о консультациях).

Риск 2. Возникновение основания для выплаты компенсации пайщикам в условиях преобладания в составе фонда низколиквидного имущества может привести к продаже такого имущества с дисконтом (далее совместно – скидка на торг), а именно:

- предоставлению скидки за срочность в условиях, когда имущество необходимо реализовать в сжатые сроки;
- предоставлению скидки за длительную невозможность реализовать имущество, когда спрос на имущество чрезмерно ограничен.

Согласно [открытым источникам](#), размер первой скидки в отношении недвижимости в период исследования колебался от 8 до 20% в зависимости от срока продажи, региона, типа недвижимости (коммерческая/жилая), вида рынка (вторичный/первичный), спроса и предложения и так далее. Вторая скидка также [может достигать 20%](#).

В целом приведенные значения соотносятся с показателями Росреестра, используемыми им для определения кадастровой стоимости недвижимости, в таблицах «Корректировки на условиях рынка для земельных участков» и «Корректировки на условиях рынка для других объектов недвижимости»⁶⁴. Эти расчеты включают в себя преимущественно скидку на торг.

КОРРЕКТИРОВКА НА УСЛОВИЯХ РЫНКА ДЛЯ ЗЕМЕЛЬНЫХ УЧАСТКОВ

Табл. 12

Вид использования	Активный рынок		Неактивный рынок	
	Среднее значение, %	Границы диапазона, %	Среднее значение, %	Границы диапазона, %
Земельные участки под промышленную застройку	11	7–15	1	2–25
Земельные участки под офисную/торговую застройку	10	6–14	16	0–22
Земельные участки сельскохозяйственного использования	15	10–20	23	6–30
Земельные участки под многоэтажное жилищное строительство	10	6–14	17	1–23
Корректировка в среднем	11,5	–	18,8	–

КОРРЕКТИРОВКА НА УСЛОВИЯХ РЫНКА ДЛЯ ДРУГИХ ОБЪЕКТОВ НЕДВИЖИМОСТИ

Табл. 13

Вид использования	Активный рынок		Неактивный рынок	
	Среднее значение, %	Границы диапазона, %	Среднее значение, %	Границы диапазона, %
Производственно-складские объекты	12	7–17	18	11–26
Торгово-офисная недвижимость	10	5–15	17	10–24
Квартиры	4	2–6	8	4–14
Корректировка в среднем	8,6	–	14,3	–

Следовательно, принимая во внимание данные из открытых источников, а также данные Росреестра, в среднем брутто-скидка на торг в случае необходимости быстрой продажи или длительной невозможности реализации недвижимости может достигать 15%.

На 31.12.2024 общая стоимость недвижимости и прав на нее в СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом составляла 197,7 млрд рублей. Если допустить, что все УК таких фондов осуществляют выдел недвижимого имущества, то потенциально регулирование позволяет предотвратить утрату стоимости такого имущества на 29,6 млрд рублей.

Подтверждением достижения положительного эффекта по нивелированию указанных рисков также является позиция участников рынка. Так, 14 УК прямо указали, что выдел имущества предоставил возможность нейтрализовать рыночные риски, присущие продаже низколиквидных активов (пункты 2, 8 и 9 табл. П-3 Отчета о консультациях), 4 УК также косвенно подтвердили этот тезис (пункты 4 и 9 табл. П-3 Отчета о консультациях).

Риск 3. Регулирование было в том числе направлено на повышение инвестиционной активности УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Одним из маркеров достижения этой цели является снижение объема ликвидных активов, которые УК могли сохранять в составе фондов, чтобы своевременно выплатить пайщикам денежную компенсацию при погашении паев в сжатые сроки.

⁶⁴ Приказ Росреестра от 04.08.2021 № П/0336 «Об утверждении Методических указаний о государственной кадастровой оценке».

В ходе устных консультаций большинство УК подтвердили вывод о том, что после включения положений регулирования в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов они смогли менее консервативно проводить инвестиционную стратегию таких фондов и реинвестировать высвободившийся объем активов в долгосрочные проекты. Также 16 УК указали, что регулирование позволило нивелировать риск ликвидности (подпункт 1 табл. П-3 Отчета о консультациях).

Риск 4. Нарушение срока расчетов с пайщиками при погашении инвестиционных паев является основанием для привлечения УК к административной ответственности на основании статьи 15.29 КоАП РФ. Размер административного штрафа составляет от 300 тыс. до 500 тыс. рублей.

В случае выявления такого нарушения Банк России выносит предписание об устранении соответствующего нарушения. При этом неисполнение предписаний Банка России может являться основанием для аннулирования лицензии УК⁶⁵.

В период исследования общее количество прекратившихся ЗПИФ для квалифицированных инвесторов составило 312 фондов (табл. 5). Срок расчетов с пайщиками при прекращении ЗПИФ для квалифицированных инвесторов посредством выдела имущества был нарушен только однократно, в то время как в отношении иных ЗПИФ таких нарушений было 28.

Таким образом, с одной стороны, незначительное количество нарушенных сроков расчетов с пайщиками при прекращении свидетельствует об отсутствии системной проблемы⁶⁶ в рамках этих правоотношений, а с другой – расчеты с пайщиками при прекращении фонда посредством выдела имущества показывают большую эффективность в части соблюдения таких сроков.

В этой связи регулирование позволяет исключить возникновение негативных имущественных последствий УК в форме административного штрафа за нарушение сроков расчетов с пайщиками при погашении паев, а также потенциальный риск аннулирования лицензии в случае неисполнения предписаний Банка России.

Риск 5. Продажа низколиквидных активов может сопровождаться существенными транзакционными издержками (расходы на проведение аукциона, подготовка тендерной документации, реклама, дополнительная оценка и иные расходы).

Продажа обращающихся на организованном рынке активов может включать комиссию посредника (в случае его привлечения) за совершение сделки, вывод средств, а также необходимость уплаты комиссии организатору торгов.

При выделе имущества эти расходы снижаются либо исключаются, что позволяет увеличить выплаты пайщикам. Данный вывод подтверждается участниками рынка. Так, 4 УК указали, что выдел имущества способствовал снижению транзакционных издержек, связанных с его реализацией (пункты 2 и 11 табл. П-3 Отчета о консультациях).

⁶⁵ Пункт 1 статьи 61.2 Закона № 156-ФЗ.

⁶⁶ В рамках нивелирования риска по нарушению сроков осуществления расчетов с кредиторами, помимо выдела имущества, позитивную роль сыграла возможность предусмотреть в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов альтернативный срок для расчетов с кредиторами.

Вывод по задаче. Регулирование предоставило возможность снизить или исключить все обозначенные выше риски. Помимо эмпирических количественных данных, это подтверждается позицией участников рынка, выраженной ими в ходе проведения соответствующих консультаций с Банком России.

3.2. Задача 2. Обеспечить внедрение и применение регулирования в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (действенность)

Содержание задачи. Задача 2 подразумевает проверку гипотезы: регулирование получило достаточное распространение в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и позволило повысить удовлетворенность участников соответствующего сегмента рынка.

Условия решения задачи. Гипотеза будет считаться подтвержденной при наличии одновременно следующих обстоятельств:

- количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом (за вычетом несформированных фондов), количество пайщиков таких фондов и СЧА в период исследования динамично росли;
- количество участников рынка, участвовавших в консультациях с Банком России и оценивших влияние регулирования как положительное, преобладает.

Источники данных для решения задачи. Для проверки гипотезы были использованы следующие источники:

- аналитическая информация Банка России;
- ответы участников рынка на вопросы Банка России о регулировании.

Методология решения задачи. Проверку гипотезы предлагается осуществлять посредством статистического анализа и сравнения. На основе имеющихся у Банка России аналитических данных о рынке коллективных инвестиций, в частности в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, а также информации, полученной от участников рынка, могут быть составлены данные о достижении (недостижении) или наличии (отсутствии) определенных количественных показателей.

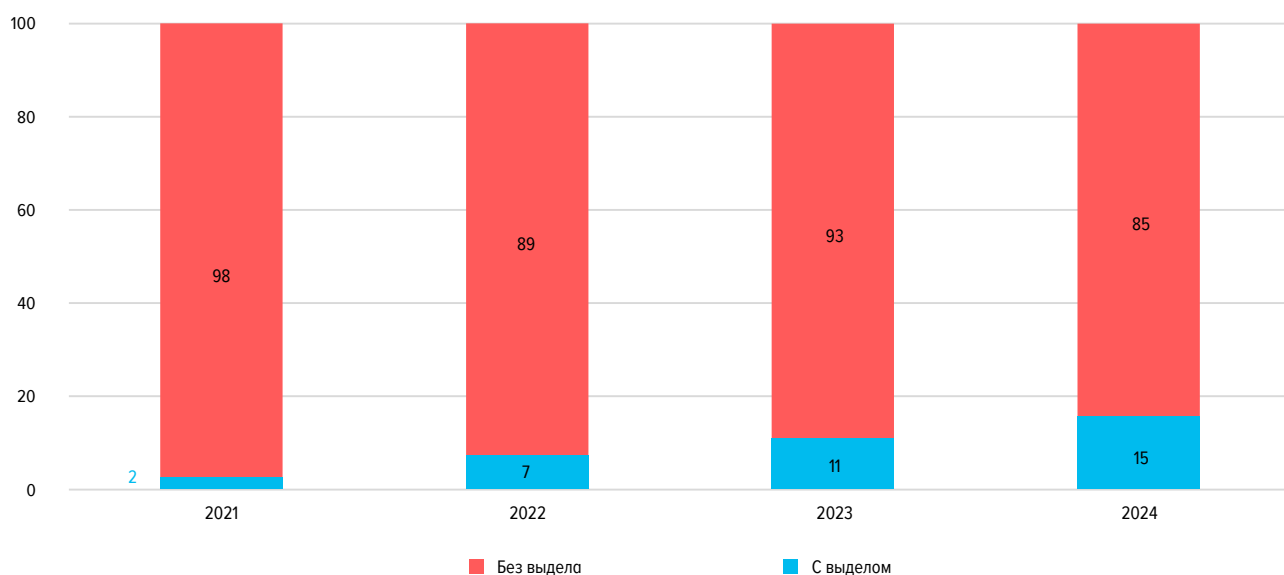
Описание решения

Динамика включения положений регулирования в ПДУ, а также количественные показатели сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом. На основе данных, предоставленных участниками рынка в ходе консультаций, Банк России определил динамику включения положения о выделе имущества в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

За 2021 год положения о выделе имущества были включены в ПДУ 31 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, за 2022 год – в ПДУ 87 фондов, за 2023 год – в ПДУ 104 фондов, за 2024 год – в ПДУ 181 фонда. При этом из всех сформированных в период исследования ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (2129 ед.) положения о выделе имущества были включены в 11,7% фондов.

СООТНОШЕНИЕ ДЕЙСТВУЮЩИХ ЗПИФ ДЛЯ КИ С ВЫДЕЛОМ И БЕЗ ВЫДЕЛА (%)

Рис. 25



Таким образом, количество ПИФ с выделом значительными образом росло с каждым годом, а десятая часть ПДУ всех сформированных в период исследования фондов включала такие положения, что свидетельствует о популярности регулирования.

Количество пайщиков. Как указано в пункте 2.2 раздела 2 отчета, общее количество пайщиков в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на 31.12.2024 составляло 46 421 лицо. Из них 11 707 лиц – это пайщики ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом, что составляет 25% от общего числа пайщиков сегмента.

СЧА ЗПИФ. На 31.12.2024 СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом составляло 2 трлн рублей. СЧА всех ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на аналогичную дату составляла 14 трлн рублей. Следовательно, СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом на 31.12.2024 составляла более 14% от общей СЧА всех ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Таким образом, в состав СЧА ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом включается низколиквидное и дорогостоящее имущество, доля которого является существенной от СЧА всех ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

Оценка качества регулирования участниками рынка. При проведении консультаций УК и СД был адресован вопрос о влиянии регулирования на рынок коллективных инвестиций, эффективность УК ПИФ и защиту прав и интересов пайщиков. По итогам обработки обратной связи от участников рынка регулятором была составлена следующая статистика,

РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСА УЧАСТНИКОВ РЫНКА В ЧАСТИ ВЛИЯНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ НА РЫНОК КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Табл. 14

Оценка влияния регулирования на рынок коллективных инвестиций со стороны УК ПИФ для квалифицированных инвесторов			
Положительно	Скорее положительно	Отрицательно	Скорее отрицательно
47	28	0	0
Оценка влияния регулирования на рынок коллективных инвестиций со стороны СД			
Положительно	Скорее положительно	Отрицательно	Скорее отрицательно
4	0	0	0

Вывод по задаче. Проанализированные данные свидетельствуют о подтверждении гипотезы. Несмотря на новизну регулирования, включение положений о выделу имущества в ПДУ ЗПИФ для квалифицированных инвесторов являлось динамичным, количество пайщиков фондов с выделом составляет четвертую часть от всех пайщиков ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, а доля СЧА – 14%. При этом все принявшие участие в консультациях профессиональные участники рынка оценили регулирование положительно или скорее положительно.

Дополнительным подтверждением действенности регулирования является его практическое применение (количество осуществленных выделов имущества, стоимость выделенного имущества и другое) в период проведения оценки, что изложено в пункте 2.2 раздела 2 отчета.

3.3. Задача 3. Положения регулирования обладают всеми признаками правовой определенности (согласованность)

Содержание задачи. Задача 3 подразумевает проверку гипотезы: регулирование обладает достаточной степенью правовой определенности, соответствует требованиям юридической техники и не вызывает вопросов при его применении.

Условия решения задачи. Показателями успешного решения задачи являются одновременно такие условия, как незначительное количество обращений в части порядка применения и толкования регулирования в период его исследования, а также отсутствие существенных внутренних противоречий в регулировании.

Источники данных для решения задачи. Для проверки гипотезы были использованы следующие источники:

- обращения участников рынка по вопросам применения и толкования регулирования, поступившие в период исследования;
- ответы участников рынка на вопросы Банка России о регулировании;
- положения Закона № 156-ФЗ, касающиеся выдела имущества, и Указание № 5630-У.

Методология решения задачи. Задача будет решаться посредством анализа замечаний, предложений и вопросов участников рынка, содержащихся в обращениях и ответах на опрос Банка России, и их сопоставления с действующими положениями регулирования на предмет их прямой и/или косвенной относимости и уровня существенности. Согласованность норм регулирования будет осуществляться посредством юридико-технического анализа его положений.

Описание решения

Вопросы и предложения участников рынка в части применения и толкования регулирования.

В период исследования от участников рынка поступило 27 обращений, содержащих в совокупности порядка 40 вопросов. При этом 12 вопросов были связаны с получением информации о толковании регулирования или его связи с положениями Закона № 156-ФЗ. Часть вопросов относилась к пределам полномочий УК при включении положений регулирования в ПДУ (пункты 2, 3, 5, 6

и 7 табл. 9, подпункт 2.2 раздела 2 отчета). Еще 8 вопросов не имели системного характера (содержали эксклюзивные вопросы). Например:

- право УК аннулировать решение о выделе имущества до начала его фактического осуществления при получении согласия пайщика на выдел;
- порядок выдела имущества, поступившего в состав фонда после погашения паев пайщиков и осуществления расчетов с ними.

Количество и характер обращений, полученных в период исследования, свидетельствуют об отсутствии системных проблем в регулировании.

Вместе с тем для выявления наиболее частых проблем и возможных пробелов в регулировании вопросы, обозначенные в обращениях, также были проанализированы совместно с проблемами, приведенными участниками рынка в ходе консультаций.

Консолидированный анализ приведен в табл. П-4 Отчета о консультациях. В рамках задачи целесообразно описать ключевые выводы:

- 13 вопросов/предложений относятся к категории внешних и напрямую не входят в компетенцию Банка России (вопросы налогообложения);
- 31 внутренний вопрос не связан с существенными недостатками регулирования и возник из-за неверного толкования участниками рынка его положений. Большинство обозначенных в указанных вопросах проблем могут быть решены посредством системного толкования регулирования;
- иные внутренние проблемы регулирования связаны с его новизной и могут быть решены путем корректного отражения соответствующих положений, касающихся выдела имущества, в ПДУ.

Юрико-технический анализ положений регулирования. В рамках данной задачи был также проведен анализ Указания № 5630-У на предмет ясности и доступности его норм для понимания.

Анализ проводился при помощи алгоритма, в котором в числовом формате анализировались различные метрики загружаемого текста на предмет его легкости для восприятия. Эти метрики разделены на 6 групп:

- классические критерии синтаксической сложности текста – от средней длины предложений в словах до средней длины дерева синтаксического разбора (синтаксические критерии);
- разнообразие слов (лексические);
- правильность выбора частей речи (морфологические);
- оценка благозвучия (фонетические);
- смысловое наполнение текста (семантические);
- характеристики связности и стилистической направленности текста (дискурсивные).

Результаты действия алгоритма представляются в форме отчета с информацией о значениях всех указанных выше метрик текста. Также алгоритм сравнивает получившиеся значения с эталонными, что позволяет сделать общий вывод о доступности текста для читателя и о примерном уровне образования, который требуется для понимания текста.

Проведенный анализ продемонстрировал, что с точки зрения алгоритма регулирование доступно по форме для лиц, имеющих степень магистра или обучающихся в аспирантуре. При этом содержательно Указание № 5630-У доступно, согласно алгоритму, для лиц, имеющих ученую степень доктора наук. В частности, как следует из отчета, восприятие текста усложняется из-за стиля его написания. Существуют отдельные метрики, улучшение которых позволило бы сделать текст более доступным для понимания: например, снижение доли предложений с причастными и деепричастными оборотами (81% в Указании № 5630-У при норме не более трети), снижение количества слов с пассивным залогом на предложение (в среднем 0,71 таких слов на каждое предложение в Указании № 5630-У при норме 0,52 или меньше), повышение доли глаголов, повышение разнообразия частей речи и другие.

При этом Указание № 5630-У в среднем является более читаемым, чем смежное регулирование в данной сфере. Однако величина отклонения у Указания № 5630-У оказывается существенно ниже.

Следует отметить, что регулирование было изначально направлено на его использование профессиональными участниками рынка (УК, СД), а также пайщиками – квалифицированными инвесторами. В связи с этим проблема читаемости стоит не слишком остро и не препятствует эффективности и согласованности регулирования.

Вывод по задаче. Количество обращений в отношении порядка применения и толкования регулирования является несущественным. Несмотря на имеющиеся у участников рынка вопросы/предложения (проблемы) в отношении регулирования, решение существенной их части находится вне компетенции Банка России либо может быть достигнуто путем корректного отражения соответствующих положений в ПДУ. Регулирование в целом не является легко читаемым, при этом по определенным метрикам Указание № 5630-У является удобочитаемым по сравнению со смежным регулированием в соответствующей сфере.

3.4. Задача 4. Добавленная ценность регуляторной роли Банка России

Содержание задачи. Задача 4 подразумевает проверку гипотезы: регулирование согласуется с текущей регуляторной политикой и целями государственных органов и Банка России.

Условия решения задачи. Гипотеза будет считаться подтвержденной, если действующая модель регулирования соответствует и вносит существенный вклад в достижение целей и решение задач по развитию российского финансового рынка и регуляторной политики Банка России.

Источники данных для решения задачи. Для подтверждения гипотезы были использованы следующие источники:

- Указ Президента Российской Федерации от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» (далее – Указ № 309);
- распоряжение Правительства Российской Федерации от 29.12.2022 № 4355-р «Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года» (далее – Стратегия 2030);
- [Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов](#), утвержденные Банком России (далее – ОНРФР 2025–2027);
- [Годовой отчет Банка России за 2024 год](#);
- ответы участников рынка на вопросы Банка России о регулировании.

Методология решения задачи. Сопоставление целей и задач, установленных государственными органами и Банком России в рамках развития финансового рынка с положениями регулирования. Для подтверждения соответствия (несоответствия) регулирования таким целям будут приведены в том числе результаты опроса участников рынка, полученные по итогам консультаций.

Описание решения. ПИФ, в том числе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, являются инструментами долгосрочного и коллективного инвестирования. В этой связи целесообразно сопоставить текущую политику государства по развитию этих направлений и влияние регулирования на их достижение.

Регулирование и цели Указа № 309

Указом № 309 были определены национальные цели развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу 2036 года (далее – национальные цели), призванные в том числе обеспечить устойчивое экономическое и социальное развитие Российской Федерации, укрепление экономического суверенитета.

ВЛИЯНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ НА ДОСТИЖЕНИЕ НАЦИОНАЛЬНЫХ ЦЕЛЕЙ

Табл. 15

Национальная цель в Указе № 309	Влияние регулирования на достижение цели
Увеличение к 2030 году объема инвестиций в основной капитал не менее чем на 60% по сравнению с уровнем 2020 года за счет постоянного улучшения инвестиционного климата ⁶⁸	Регулирование повышает привлекательность сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в том числе за счет возможности реализовать долгосрочные проекты с последующим выделом объектов инвестирования пайщикам фонда в собственность. Это позволяет менее консервативно подходить к определению инвестиционных стратегий таких фондов. Регулирование способствует привлечению новых инвесторов, в том числе в лице государства, которое ранее исключало реализацию некоторых проектов на базе фонда в связи с отсутствием возможности выдела имущества (подпункт 1.2.2 пункта 1.2 раздела 1 отчета)
Увеличение к 2030 году внутренних затрат на исследования и разработки не менее чем до 2% ВВП, в том числе за счет увеличения инвестиций со стороны частного бизнеса на эти цели не менее чем в 2 раза ⁶⁹	
Обеспечение в 2025–2030 годах темпа роста инвестиций в отечественные решения в сфере информационных технологий вдвое выше темпа роста ВВП ⁷⁰	

Регулирование и цели Стратегии 2030

Стратегия 2030 была разработана, чтобы определить цели и задачи финансового рынка в условиях геополитической неопределенности. Подчеркивается, что ключевой задачей развития финансового рынка станет усиление его роли в финансировании ускоренной трансформации российской экономики с опорой в первую очередь на внутренние источники финансирования инвестиций. В этой связи были выработаны ключевые цели развития российского финансового рынка.

ВЛИЯНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ НА ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕЛЕЙ СТРАТЕГИИ 2030

Табл. 16

Цель Стратегии 2030 ⁷¹	Влияние регулирования на достижение цели
Содействие развитию и структурной трансформации российской экономики за счет предоставления конкурентного доступа субъектам российской экономики к долговому и долевым финансированию, инструментам страхования рисков, в том числе в условиях перехода к низкоуглеродной экономике	Регулирование повышает привлекательность рынка коллективных инвестиций как одного из ключевых институтов на российском финансовом рынке. Так, использование механизма ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в том числе предоставляет возможность реализовать на его базе долгосрочные проекты с последующим выделом объекта инвестирования в собственность пайщиков при погашении паев. Заинтересованные состоятельные частные инвесторы получили возможность возврата своего имущества, внесенного в ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (подраздел 3.1 отчета)
Создание условий для устойчивого роста финансовой индустрии	Регулирование может стать драйвером для реализации новых проектов на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в том числе за счет возможности менее консервативно выбирать направления инвестиционной стратегии, а также получения пайщиками в натуре имущества, во владении которым они заинтересованы ввиду его особой ценности и/или уникальности, при погашении инвестиционных паев

Регулирование и цели ОНРФР 2025–2027

В ОНРФР 2025–2027 выделены в том числе следующие ключевые направления развития финансового рынка:

- создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики при сохранении устойчивости финансового сектора;
- защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов, повышение финансовой доступности для граждан и бизнеса.

⁶⁷ Часть «в» пункта 6 Указа № 309.

⁶⁸ Часть «г» пункта 7 Указа № 309.

⁶⁹ Часть «г» пункта 8 Указа № 309.

⁷⁰ Пункт 2 раздела 1 Стратегии 2030.

ВЛИЯНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ НА ДОСТИЖЕНИЕ ЦЕЛЕЙ ОНРФР 2025–2027

Табл. 17

Цель ОНРФР 2025–2027 ⁷²	Влияние регулирования на достижение цели
Повышение вклада финансового рынка в финансирование структурной трансформации экономики, прежде всего на основе внутренних ресурсов	Повышение инвестиционной привлекательности долгосрочных проектов для отечественных инвесторов, реализуемых на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, за счет установления альтернативного способа расчетов с пайщиками
Повышение привлекательности российского финансового рынка для иностранных инвесторов	Обеспечение анонимности собственников имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов позволяет нивелировать риск применения к иностранным инвесторам вторичных санкций со стороны недружественных стран
Сохранение доверия к институтам финансового рынка, защите прав инвесторов и потребителей финансовых услуг и формированию в обществе основ финансово грамотного поведения и в перспективе финансовой культуры	Регулирование позволяет сохранить активы, внесенные в состав ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, при погашении паев частными инвесторами. Регулирование в соответствии с принципом диспозитивности позволяет УК самостоятельно устанавливать порядок выдела имущества. Для обеспечения баланса участников рынка регулирование ограничивает возможность выдела имущества при погашении паев в принудительном порядке. Это позволяет обеспечить большую гибкость и прозрачность для инвесторов в части определения имущества, им причитающегося в связи с погашением паев, что может быть особенно важно при реализации на базе ПИФ тех или иных проектов

В Годовом отчете Банка России за 2024 год также подчеркивается, что Банк России продолжает уделять большое внимание мерам, направленным на повышение уровня долгосрочного финансирования⁷². Повышение привлекательности рынка коллективных инвестиций как одного из ключевых институтов финансового рынка, в том числе за счет издания Указания № 5630-У, свидетельствует о соответствии регуляторной политики Банка России заявленным мерам.

В качестве подтверждения соответствия регулирования приведенным целям государственной политики и Банка России возможно привести результаты опроса самих участников рынка. Как уже было изложено ранее (задача 1), 10 УК прямо указали, что выдел имущества предоставил возможность реализовать долгосрочные проекты без риска продажи имущества (пункт 7 табл. П-3 Отчета о консультациях), а еще 46 УК косвенно подтвердили этот тезис (пункты 2, 6 и 10 табл. П-3 Отчета о консультациях).

Вывод по задаче. Регулирование соответствует целям и задачам государственной политики, а также целям Банка России по развитию финансового рынка.

Регулирование позволило привлечь и/или сохранить средства пайщиков для целей реализации проектов за счет установления альтернативной формы расчетов при погашении паев. В условиях геополитической неопределенности регулирование позволяет привлечь инвестиции на финансовый рынок, в том числе со стороны государства и иностранных инвесторов, заинтересованных в наличии права на возврат инвестиций в натуральной форме.

3.5. Задача 5. Актуальность регулирования

Содержание задачи. Задача 5 подразумевает проверку гипотезы: регулирование сохранит свою актуальность на следующие 3 года и более ввиду его востребованности на рынке коллективных инвестиций.

⁷¹ Страница 3 ОНРФР 2025–2027.

⁷² Страница 11 Годового отчета Банка России за 2024 год.

Структура задачи. Гипотеза будет подтверждена в случае наличия объективных условий для дальнейшего внедрения и применения регулирования в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, а также условий для роста популярности указанного сегмента в целом.

Условия решения задачи. Подтверждением гипотезы будут являться количественные и качественные данные, подтверждающие наличие потенциала для дальнейшего внедрения и применения регулирования в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (в том числе условий для роста привлекательности сегмента за счет совершенствования законодательства в части повышения эффективности ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и так далее).

Источники данных для решения задачи. Для проверки гипотезы были использованы следующие источники:

- аналитическая информация Банка России;
- Отчет о консультациях;
- нормативно-правовые акты, направленные на совершенствование рынка коллективных инвестиций;
- СМИ и иные публичные источники информации о рынке коллективных инвестиций.

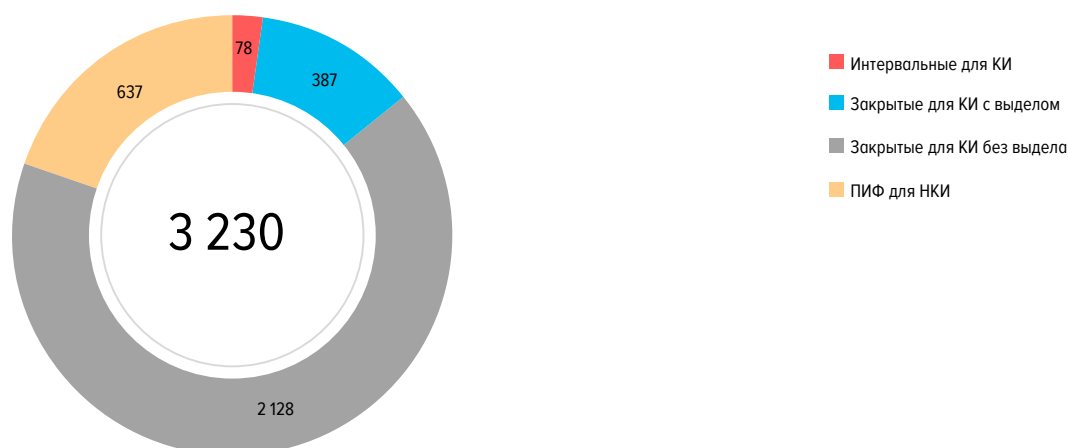
Методология решения задачи. Проверка гипотезы будет осуществлена посредством выявления и отбора потенциальной группы действующих на 31.12.2024 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, пайщики или УК которых могут быть в будущем заинтересованы в применении регулирования, а также посредством анализа объективных условий для дальнейшего роста популярности сегмента.

Описание решения

Потенциал для внедрения регулирования. Согласно анализу Банка России (рис. 26), несмотря на популярность регулирования, количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, ПДУ которых на конец 2024 года еще не содержат положений о выделе имущества, является преобладающим (85%).

КОЛИЧЕСТВО ПИФ ПО ТИПАМ НА 31.12.2024
(ЕД.)

Рис. 26



Безусловно, было бы преувеличением утверждать, что регулирование будет включено в ПДУ всех этих ЗПИФ, поскольку такое решение зависит от множества объективных условий (цель формирования фонда, инвестиционная стратегия и так далее).

Тем не менее исследование показало, что регулирование преимущественно включается в ПДУ индивидуальных, корпоративных и небольших ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в состав которых включаются низколиквидные активы.

На 31.12.2024 ПДУ значительной части этих групп фондов, соответствующих таким признакам, не содержали положений о выделе имущества (табл. 4 и рис. 23 пункта 2.2 раздела 2 отчета). В этой связи можно ожидать дальнейшего активного внедрения регулирования в сегменте в ПДУ соответствующих фондов.

При этом нельзя исключать возможности внедрения регулирования и в массовые ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, успешность применения в которых была установлена в ходе исследования. Это связано с возможностью установить в правилах доверительного управления выдел в отношении, например, только мажоритарного пайщика и/или определить имущество, которое подлежит выделу.

Увеличение количества долгосрочных проектов на базе ЗПИФ. Согласно исследованиям, в перспективе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов будут популярны для реализации:

- финансирования проектов в сегменте жилой недвижимости⁷³;
- новых форматов коммерческой недвижимости – центров обработки данных, многофункциональных пространств, коливингов и так далее⁷⁴.

Кроме того, в перспективе ожидается, что приток средств в ЗПИФ будет связан с созданием новых бизнесов, финансирующих реальный сектор экономики, например лизинговых компаний. Также здесь возможна консолидация управленческих, интеллектуальных, производственных, логистических и финансовых ресурсов в схеме управления ЗПИФ⁷⁵.

Одновременно нарушение сложившихся международных экономических связей заставляет искать способы их замещения локальным производством и новыми торговыми отношениями. Это неизбежно порождает спрос на капитал, равно как и открывает новые инвестиционные возможности. ЗПИФ как универсальный инструмент в ряде случаев может быть эффективно приспособлен под решение задач подобного рода⁷⁶.

В связи с популярностью использования регулирования при реализации долгосрочных проектов, что сопровождается включением в состав ЗПИФ для квалифицированных инвесторов низколиквидных активов, можно предположить рост его применения в соответствующих фондах.

⁷³ Объем сделок ЗПИФ с жильем более чем за год увеличился почти в 2 раза | Frank Media, 15.05.2025.

⁷⁴ Недвижимость в ЗПИФ | Консалтинговая компания IBC Real Estate, 24.01.2025.

⁷⁵ НАУФОР: Филипп Габуня, Банк России, спецвыпуск 2024 года.

⁷⁶ НАУФОР: Ольга Шишляникова, Банк России, спецвыпуск 2024 года.

Развитие регулирования ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. С 01.03.2026 вступают в силу отдельные положения Федерального закона № 532-ФЗ⁷⁷, направленные главным образом на повышение эффективности управления ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и предусматривающие в том числе:

- возможность выдачи инвестиционных паев, удостоверяющих различный объем прав (разноклассовые паи) (в том числе класс паев, удостоверяющих только право выдела имущества);
- специальные требования в отношении ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в ПДУ которых предусматривается извлечение дохода от пользования имуществом, составляющим ЗПИФ;
- увеличение максимального срока действия договора ДУ с 15 до 49 лет.

Указанные новации, как представляется, должны повысить привлекательность сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Так, ряд участников рынка в ходе устных консультаций подтвердили, что пайщики и УК заинтересованы в выпуске паев разных классов, в том числе удостоверяющих право на выдел имущества.

Вывод по задаче. Таким образом, регулирование имеет существенный потенциал для дальнейшего внедрения в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Это особо актуально в отношении индивидуальных фондов, в ПДУ которых наиболее часто включались положения о выделе имущества, а также корпоративных и небольших фондов. Количество таких ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в ПДУ которых еще не включены соответствующие положения, на 31.12.2024 является значительным.

Изменение регулирования деятельности ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с 01.03.2026, а также заинтересованность рынка в дальнейшей реализации долгосрочных проектов на базе ЗПИФ выступают дополнительными факторами, которые могут привести к росту популярности механизма выдела имущества.

⁷⁷ Федеральный закон от 28.12.2024 № 532-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».

РАЗДЕЛ 4. ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Выводы

Вывод 1. Проблемы, выступившие причиной появления регулирования, решены. Участникам рынка предоставлен механизм, который позволяет полностью или частично нивелировать риск возникновения следующих негативных имущественных последствий:

- убытки пайщиков вследствие досрочного погашения паев в процессе реализации долгосрочного проекта;
- убытки пайщиков вследствие возможного снижения стоимости низколиквидного имущества фонда по сравнению с его рыночной стоимостью с целью его реализации для выплаты компенсации пайщикам при погашении паев;
- убытки пайщиков вследствие сохранения в составе фонда излишнего количества ликвидных активов;
- возникновение транзакционных издержек при продаже имущества.

Внедрение регулирования способствовало реализации менее консервативных инвестиционных стратегий (приобретение долей ООО и/или акций НΠΑО). Регулирование также позволило удовлетворить запрос пайщиков на получение в собственность из состава фонда личного имущества и/или приобретенного низколиквидного имущества в рамках долгосрочного проекта. Успешное решение проблем подтверждается эмпирическими показателями Банка России и позициями самих участников рынка.

Вывод 2. Регулирование повысило эффективность УК. Выдел имущества снижает риск привлечения УК к административной ответственности за нарушение сроков расчетов с пайщиками. Одновременно снижен риск аннулирования лицензии УК за неисполнение предписаний Банка России. В период исследования нарушение срока расчета с пайщиками ЗПИФ для квалифицированных инвесторов было зафиксировано только в отношении 1 фонда с выделом против 28 фондов без выдела (при осуществлении расчетов путем выплаты денежной компенсации).

Также успешно снижен риск привлечения УК к гражданско-правовой ответственности за реализацию имущества фонда по цене ниже рыночной с целью соблюдения сроков расчета при погашении паев, что наблюдалось при продаже низколиквидного имущества.

Вывод 3. Регулирование позволило повысить привлекательность рынка коллективных инвестиций в целом и сегмента ЗПИФ для квалифицированных инвесторов в частности.

Регулирование активно применялось в сегменте ЗПИФ для квалифицированных инвесторов. Общее количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом в период исследования составило 415. Из них на 31.12.2024 действующих фондов было 386, что составляло 15% от всех действующих на эту дату ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (2515 ед.).

Всего было произведено 30 процедур выдела имущества в отношении 12 903 пайщиков. Из них 12 859 лиц пришлось на один массовый фонд с выделом. Общая стоимость выделенного имущества составила 369,3 млрд рублей.

В ПДУ десятой части всех сформированных в период исследования ЗПИФ для квалифицированных инвесторов содержались положения о выделе имущества.

Внедрение регулирования производилось преимущественно в секторе индивидуальных, корпоративных и небольших комбинированных ЗПИФ. Фонды с выделом, в которых преимущественно один пайщик (индивидуальные), составляли 17,0% от общего количества всех индивидуальных ЗПИФ для квалифицированных инвесторов и 61,6% от всех фондов с выделом. Фонды, пайщиками которых являются только юридические лица (корпоративные), – 13,1 и 23% соответственно. Фонды, количество пайщиков которых составляло от 2 до 20 лиц (небольшие), – 18,9 и 13,7% соответственно, а в которых более 20 лиц (массовые) – 11,7 и 1% соответственно.

Вывод 4. Внутренние элементы регулирования согласуются между собой. Сопоставление Закона № 156-ФЗ в части норм, направленных на регулирование выдела имущества при погашении инвестиционных паев, с положениями Указания № 5630-У не продемонстрировало наличия коллизий. Анализ регулирования с иными связанными нормативными актами Банка России показал аналогичный результат. Регулирование также не противоречит актам вышестоящей силы.

Консультации с участниками рынка и анализ их обращений также не выявили системных проблем. Их вопросы и предложения преимущественно связаны с консервативным подходом при определении условий ПДУ. Ключевые регуляторные проблемы проистекают из налогообложения выдела имущества.

Вывод 5. Выдел имущества соответствует регуляторной политике и целям государственных органов и Банка России. Анализ эффекта его применения продемонстрировал положительное влияние на достижение ряда национальных целей, установленных Президентом Российской Федерации. Регулирование стимулирует развитие долгосрочных проектов, что в полной мере соответствует регуляторной политике Банка России, целям Стратегии 2030 и ОНРФР 2025–2027.

Вывод 6. Регулирование сохранит свою актуальность и востребованность. Заинтересованность государства в привлечении средств для трансформации российской экономики и сохраняющиеся санкционные риски могут способствовать привлечению новых инвесторов в сегмент ЗПИФ для квалифицированных инвесторов.

При этом на 31.12.2024 количество ключевых потребителей регулирования – индивидуальных, корпоративных и небольших ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, в ПДУ которых еще не включены положения о выделе имущества, составляла 83, 87 и 81% соответственно. Положительная оценка регулирования участниками рынка и бурное развитие новых долгосрочных проектов на базе ЗПИФ для квалифицированных инвесторов позволяют сделать вывод, что регулирование имеет значительный потенциал для дальнейшего применения в сегменте.

Предложения по предмету ОФВ

Предложение 1. Сохранить нормы Закона № 156-ФЗ, регулирующие выдел имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, а также Указание № 5630-У в действующей редакции.

Предложение 2. Продолжить мониторинг деятельности ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с выделом и взаимодействие с участниками рынка по вопросам толкования и применения регулирования в плановом порядке.

Предложение 3. Дополнительно оценить предпосылки отсутствия соответствующей практики применения регулирования в сегменте БПИФ.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Отчет о консультациях с заинтересованными лицами

Если не указано иное, мнения, представленные в отчете, являются точкой зрения заинтересованных лиц, принявших участие в консультациях.

1. Цель консультаций

Консультации проводились с целью получения позиций заинтересованных лиц об эффективности, действенности и востребованности регулирования, а также данных о практическом применении регулирования такими лицами в период проведения его исследования.

2. Консультационные мероприятия и план коммуникации

Первый этап – направление при посредничестве саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей УК и СД (НАУФОР), приглашения для заинтересованных лиц предоставить свои позиции в отношении регулирования в свободном формате (с 21.11.2024 по 04.12.2024).

Второй этап – направление при посредничестве саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей УК и СД (НАУФОР), опроса УК и СД, подразумевающего заполнение соответствующих анкет (с 05.03.2025 по 28.03.2025).

3. Метод первого этапа консультаций

На первом этапе консультаций Банк России предложил заинтересованным лицам направить в свободном формате свою позицию о регулировании (предложения и/или замечания).

4. Метод второго этапа консультаций

На втором этапе консультаций Банк России попросил определенные группы участников рынка – УК ПИФ для квалифицированных инвесторов и/или БПИФ, а также СД – заполнить анкету, составленную Банком России.

Для каждой группы участников рынка была составлена анкета, учитывающая специфику их деятельности. Анкеты для респондентов внутри каждой группы имели одинаковое содержание.

При этом анкета для УК должна была отражать следующую информацию:

- идентификационные данные об УК;
- ответ на закрытый вопрос о том, находились ли в доверительном управлении УК с 01.02.2021 по 01.01.2025 ПИФ для квалифицированных инвесторов или БПИФ, ПДУ которых предусматривают/предусматривали право выдела имущества при погашении паев (далее – отборочный вопрос);
- количественные данные о применении регулирования на практике (наименование и количество ПИФ, ПДУ которых в период проведения исследования предусматривают/предусматривали право выдела имущества при погашении паев, основания осуществления выдела, стоимость имущества и количество пайщиков, в отношении которых производился выдел имущества по каждому основанию);

- ответ на закрытый вопрос о влиянии регулирования на рынок;
- ответы на открытые вопросы о целях и способах применения регулирования, а также о проблемах, с которыми УК сталкиваются при его применении (при наличии).

Заполненная анкета для СД должна была демонстрировать идентификационные данные СД, ответ на закрытый вопрос о влиянии регулирования на рынок и на открытый вопрос о возможных проблемах, возникающих при применении регулирования.

5. Выявленные заинтересованные лица

В первый этап консультаций было вовлечено 1 заинтересованное лицо – УК, направившая в Банк России свою позицию о регулировании.

Во второй этап консультаций были вовлечены 95 УК ЗПИФ для квалифицированных инвесторов (при общем количестве УК, в доверительном управлении которых находились ЗПИФ для квалифицированных инвесторов на 31.12.2024, равном 297 организациям), БПИФ и 4 СД.

Общая СЧА ПИФ, которые находились в доверительном управлении 95 УК, принявших участие в опросе, на 31.12.2024 составляла 48% от СЧА всех ПИФ, которые были на рынке на указанную дату. Таким образом, можно сделать вывод о том, что в опросе приняли участие наиболее крупные участники рынка.

6. Метод обработки информации, полученной в ходе консультаций

Обработка письма, полученного на первом этапе консультаций, осуществлялась путем анализа проблем, которые были описаны УК, и сопоставления их с действующими положениями регулирования.

На втором этапе консультаций обработка анкет УК осуществлялась в следующем порядке:

- 1) отбор анкет, в которых УК положительно ответили на отборочный вопрос (табл. П-1);
- 2) обработка анкет, в которых ответ на отборочный вопрос был положительный, с целью расчета общего количества ПИФ для квалифицированных инвесторов и БПИФ, ПДУ которых содержали положения о выделе имущества, определения оснований осуществления выдела имущества, количество пайщиков и стоимость имущества, выделенного при погашении инвестиционных паев фонда по каждому из оснований, а также среднюю стоимость такого имущества (если соответствующие данные были предоставлены) (табл. П-1);
- 3) расчет количества положительных и отрицательных ответов УК на закрытый вопрос о влиянии регулирования на рынок коллективных инвестиций (пункт 3.2 раздела 2 отчета);
- 4) анализ количественных данных о применении регулирования на практике участниками рынка (табл. П-2; пункт 2.2 раздела 2 отчета);
- 5) анализ ответов на открытые вопросы о целях и способах применения регулирования и их классификации по наиболее часто встречающимся в рамках одного вопроса. При этом ответы заинтересованных лиц группировались путем их соотнесения с задачами регулирования, которые установлены в разделе 3 отчета (табл. П-4);
- 6) анализ ответов на открытый вопрос о возможных проблемах применения регулирования и предложений по их устранению.

Обработка анкет СД осуществлялась в следующем порядке:

- 1) расчет количества положительных и отрицательных ответов СД на закрытый вопрос о влиянии регулирования;
- 2) анализ ответов на открытый вопрос о возможных проблемах применения регулирования и предложений по их устранению.

РЕЗУЛЬТАТЫ ОТБОРОЧНОГО ВОПРОСА ВТОРОГО ЭТАПА КОНСУЛЬТАЦИЙ

Табл. П-1

Лица, на которых был направлен опрос	Приняли участие в опросе	Ответили положительно на отборочный вопрос	Ответили отрицательно на отборочный вопрос
УК БПИФ ⁷⁹	3	0	0
УК ПИФ для КИ	92	75	17
СД	4	4	0

АНАЛИЗ КОЛИЧЕСТВЕННЫХ ДАННЫХ О ПРИМЕНЕНИИ РЕГУЛИРОВАНИЯ НА ПРАКТИКЕ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА

Табл. П-2

№	Критерий	Показатель
1	Общее количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, ПДУ которых с 01.02.2021 предусматривают/предусматривали выдел имущества при погашении паев	415
2	Количество действующих на 31.12.2024 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, ПДУ которых с 01.02.2021 предусматривают/предусматривали выдел имущества при погашении паев	386
3	Количество формирующихся на 31.12.2024 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, ПДУ которых с 01.02.2021 предусматривают/предусматривали выдел имущества при погашении паев	8
4	Количество прекращенных на 31.12.2024 ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, ПДУ которых с 01.02.2021 предусматривают/предусматривали выдел имущества при погашении паев	21
	Количество пайщиков ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, которым осуществлялся выдел имущества при прекращении фонда	18
5	Общая стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, которое было выделено при прекращении фонда	124,4 млрд руб.
6	Наибольшая стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, выделенного при прекращении фонда	55,7 млрд руб.
7	Количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, из которых осуществлялся выдел имущества при частичном погашении без заявления пайщиков	5
8	Количество пайщиков ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, которым осуществлялся выдел имущества при частичном погашении	9
9	Общая стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, которое было выделено при частичном погашении	32 млрд руб.
10	Наибольшая стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, выделенного при частичном погашении	31,6 млрд руб.
11	Количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, из которых осуществлялся выдел имущества при частичном погашении без заявления пайщиков	6
12	Количество ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, из которых осуществлялся выдел имущества по требованию пайщиков	6
13	Количество пайщиков ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, которым осуществлялся выдел имущества по их требованию	8
14	Общая стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, которое было выделено по требованию пайщиков	212,2 млрд руб.
15	Наибольшая стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, которое было выделено по требованию пайщиков	177,2 млрд руб.

⁷⁹ При этом анкеты, полученные от УК БПИФ, были предоставлены в незаполненном виде.

АНАЛИЗ ОТВЕТОВ НА ОТКРЫТЫЕ ВОПРОСЫ О ЦЕЛЯХ И СПОСОБАХ ПРИМЕНЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ НА ВТОРОМ ЭТАПЕ КОНСУЛЬТАЦИЙ

Табл. П-3

№	Вопрос в анкете	Количество УК, предоставивших ответ
Для достижения каких целей или решения каких проблем вы предусмотрели положение о выделу имущества в ПДУ?		
Ответы на вопрос, которые соотносятся с задачами 1, 2 и 5 отчета ОФВ		
1	Нивелирование рисков ликвидности и/или рыночных рисков при продаже имущества фонда	16
2	Возможность прекращения ПИФ в случаях, когда реализация имущества затруднительна или невозможна (снижение рисков для УК)	10
3	Сокращение транзакционных издержек	3
4	Возможность расплатиться имуществом в отсутствие свободных ДС в составе фонда	2
5	Возможность пайщиков относительно оперативно перераспределять свои активы (частично) в виде инвестиционных паев в иные открывающиеся экономически более выгодные варианты инвестиций	1
Ответы на вопрос, которые соотносятся с задачами 2 и 5 отчета ОФВ		
6	Заинтересованность пайщиков в сохранении актива и/или в выделу определенного актива, приобретенного в состав активов ЗПИФ / появившегося в рамках реализации проекта	44
Предоставило ли включение положений о выделу имущества в ПДУ возможность предложить новые продукты/услуги своим клиентам и контрагентам или реализовать на базе ПИФ проекты, которые не были бы реализованы без возможности включения данных положений в ПДУ?		
Ответы на вопрос, которые соотносятся с задачами 1, 2 и 5 отчета ОФВ		
7	Возможность реализовать долгосрочные проекты (особенно те, объектом которых является недвижимость) без риска продажи имущества фонда в случае необходимости осуществлять расчеты с пайщиками при погашении паев	10
8	Включение положений о выделу имущества в ПДУ позволило должным образом осуществить расчеты с владельцами инвестиционных паев при прекращении ЗПИФ в случае, когда часть имущества, входящая в ЗПИФ, не могла быть реализована и расчет ДС с пайщиками, имеющими право на получение денежной компенсации при прекращении ЗПИФ, не представлялся возможным	2
9	Позволило избежать продажи активов в период плохой рыночной конъюнктуры	2
10	Позволило сохранить долю владения в публичном АО без необходимости продажи акций на рынке и дальнейшего приобретения в целях сохранения такой доли	1
11	Снижение транзакционных расходов при реализации бизнес-проекта	1
Ответы на вопрос, которые соотносятся с задачами 2 и 5 отчета ОФВ		
12	Возможность для пайщиков передать в ПИФ активы, представляющие значительную ценность, в сохранении которых пайщики заинтересованы / приобретенные в состав ПИФ / появившиеся в рамках реализации проекта посредством ПИФ	19
12	Большая прозрачность для пайщиков в части того, каким образом будет осуществлено прекращение фонда, в том числе при его досрочном прекращении	1
13	Пайщикам через положение о выделу имущества стало доступно участие на стадии pre-IPO с последующим получением обращающихся акций	1
14	Заинтересованность пайщиков в сохранении актива и/или в выделу определенного актива, приобретенного в состав активов ЗПИФ / появившегося в рамках реализации проекта	1
Ответы на вопрос, которые не влияют на решение задач отчета ОФВ		
15	Выдел имущества не повлиял на предоставление новых услуг/продуктов пайщикам	34
Выдел какого имущества вызывает наибольший спрос у пайщиков?		
Ответы на вопрос, которые соотносятся с задачами 2 и 5 отчета ОФВ		
16	Недвижимое имущество и имущественные права на недвижимое имущество (включая ДДУ, объекты незавершенного строительства и так далее)	32
17	Доли ООО	23
18	Любые ценные бумаги, включая ценные бумаги иностранных эмитентов	14
19	Права требования (включая права требования по кредитным договорам, договорам займа)	8
20	Акции российских НПАО	3

№	Вопрос в анкете	Количество УК, предоставивших ответ
В каких случаях вы предоставляете в ПДУ возможность определения имущества, подлежащего выделу, пайщиком самостоятельно в соответствующей заявке, а в каких указываете такое имущество сразу в ПДУ?		
Ответы на вопрос, которые соотносятся с задачами 2 и 5 отчета ОФВ		
21	В ПДУ установлено, что может быть выделено имущество, предусмотренное ПДУ, или в порядке, предусмотренном ПДУ (например, определяется УК)	37
22	В ПДУ предусмотрен выдел имущества по требованию пайщиков (включая ПДУ, в которых предусмотрено право пайщика идентифицировать имущество в заявке на погашение)	29
23	В ПДУ предусмотрено, что выдел осуществляется только по решению УК (при погашении паев на основании заявки на погашение выплачивается денежная компенсация)	15
24	В ПДУ предусмотрено право пайщика идентифицировать имущество, подлежащее выделу	13
25	Индивидуальный подход в зависимости от ситуации и пожеланий пайщиков	8
26	В ПДУ установлено, что может быть выделено любое имущество, входящее в состав фонда	6

АНАЛИЗ ОТВЕТОВ НА ОТКРЫТЫЙ ВОПРОС О ВОЗМОЖНЫХ ПРОБЛЕМАХ ПРИМЕНЕНИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫХ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА НА ВТОРОМ ЭТАПЕ КОНСУЛЬТАЦИЙ

Табл. П-4

Проблема/предложение	Количество вопросов в обращениях, затрагивающих тематику	Количество участников рынка, сообщивших о проблеме/предложении в период проведения консультаций	Влияние на выводы в отчете
Внутренние вопросы в части применения регулирования			
Отсутствие единого порядка установления даты, на которую должна определяться стоимость выделяемого имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов с ежедневно изменяющейся справедливой стоимостью, а также даты определения стоимости имущества, подлежащего выделу при прекращении фонда	4	4	В силу Указания № 5630-У стоимость имущества, подлежащего выделу при погашении паев фонда, по общему правилу должна быть равна сумме, причитающейся пайщику в связи с погашением паев, определенной в соответствии с ПДУ. Таким образом, регулирование дает свободу в части установления порядка определения такой стоимости, что позволяет в каждом отдельном ПДУ учесть специфику соответствующего фонда в целях определения такой даты (при установлении соответствующих дат на уровне регулирования уровень данной гибкости был бы снижен). При этом при частичном погашении паев, а также погашении паев на основании заявки пайщика стоимость имущества ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, подлежащего выделу, определяется в соответствии с Указанием № 3758-У на день, предусмотренный ПДУ такого фонда. При прекращении фонда такая дата не может быть ранее даты удовлетворения в полном объеме требований кредиторов третьей очереди
Уполномочить инвестиционный комитет ЗПИФ для квалифицированных инвесторов принимать решение об одобрении сделок с имуществом фонда в рамках его выдела	4	1	Регулирование не ограничивает возможность предусмотреть в разделе ПДУ, направленном на установление правил выдела имущества при погашении паев, дополнительную процедуру получения предварительного согласия всех или части пайщиков фонда (например, владеющих более 50% от общего количества выданных паев фонда) непосредственно для принятия УК фонда решения об осуществлении выдела имущества

Установить порядок действия УК в случае получения отказа одного из пайщиков на выдел имущества. Предлагается предусмотреть в регулировании возможность проводить выдел в отношении пайщиков, выразивших согласие на выдел, а для иных пайщиков – осуществлять выплату денежной компенсации, иметь возможность запроса согласия несколько раз с ограничением количества данных запросов, а также условие, при котором получение новых согласий на выдел прекращается и выплачивается денежная компенсация	2	1	Проблема уже решена на уровне регулирования. Регулирование устанавливает, что выдел имущества осуществляется в отношении пайщиков, которые выразили свое согласие на осуществление выдела (если иное не установлено в регулировании или в соответствующем разделе ПДУ). Порядок получения согласия на выдел имущества определяется в разделе ПДУ, направленном на установление правил выдела имущества при погашении паев. Регулирование не устанавливает запрет на получение предварительного согласия пайщика на выдел имущества, содержащего все существенные условия будущего выдела. При этом в ПДУ также можно определить срок действия такого согласия
Однозначно установить момент необходимости получения согласия на выдел имущества – до или после принятия решения о выделе	2	1	Регулирование в соответствующей части является диспозитивным и позволяет УК самостоятельно установить в разделе ПДУ, направленном на установление правил выдела имущества при погашении паев, порядок получения согласия пайщика, в том числе момент получения такого согласия. Если иное не установлено в регулировании, в рамках определения порядка получения согласия УК может руководствоваться общими положениями ГК РФ (статья 157.1 ГК РФ)
Невозможность зафиксировать в ПДУ осуществление выдела имущества без согласия пайщика при прекращении ПИФ	1	0	В регулировании установлены условия, при которых выдел имущества может осуществляться без согласия пайщиков. При этом необходимость получения согласия является способом обеспечения прав пайщиков в случае отсутствия их заинтересованности в выделе имущества
Урегулировать порядок выдела имущества, стоимость которого согласно правилам определения СЧА равняется нулю, а также формы осуществления такого выдела	2	1	Согласно Указанию № 5630-У, случаи и порядок определения имущества, подлежащего выделу, устанавливаются в разделе ПДУ, направленном на установление правил выдела имущества при погашении паев
Установить возможность передать в счет выдела имущество, стоимость которого превышает сумму компенсации, причитающейся пайщику при погашении паев, при условии предварительной выплаты таким пайщикам указанной суммы превышения в состав имущества фонда	0	2	Предложение противоречит базовым принципам регулирования ПИФ как формы долевой собственности и создает предпосылки для злоупотребления правами пайщиков

При прекращении фонда УК / лицо, осуществляющее прекращение фонда до начала выдела, должно рассчитаться с кредиторами 1-й, 2-й и 3-й очередей. При этом решение о выделе имущества может быть принято и запросы о согласии на выдел пайщикам могут быть направлены только после расчетов с кредиторами 1-й и 3-й очередей и определения суммы ДС, подлежащих выплате кредитору 2-й очереди. Поскольку пайщики могут отказаться от выдела, то после расчетов с кредиторами 1-й, 2-й и 3-й очередей у УК будут расходы по реализации имущества. В регулировании не определено, вправе ли УК оплатить такие расходы в рамках 1-й очереди, если уже произведены расчеты с 3-й очередью, осуществив перерасчет сумм, подлежащих выплате по 1-й и 3-й очередям	1	1	Проблема не связана с регулированием. При этом риск непредставления пайщиками согласия на выдел имущества при прекращении фонда является объективным и может быть нивелирован путем установления соответствующего порядка получения согласия в ПДУ
Конкретизировать содержание запроса, направляемого лицом, осуществляющим прекращение ПИФ, на получение согласия на выдел имущества, поскольку некоторые СД настаивают на заключении с пайщиками соглашения о выделе, которое должно содержать сведения об имуществе, подлежащем выделу, сроки его передачи или порядок его определения	0	1	Порядок получения согласия на выдел имущества, а также случаи и порядок определения имущества, подлежащего выделу, определяется в разделе ПДУ, направленном на установление правил выдела имущества при погашении паев, который в отношении ЗПИФ для квалифицированных инвесторов согласуется СД. Существенными условиями сделки по выделу имущества являются сведения, позволяющие идентифицировать имущество, подлежащее выделу (пункты 2 и 8 Указания № 5630-У). Указание срока передачи имущества не является обязательным при совершении такой сделки. При его отсутствии применяются положения пункта 7 Указания № 5630-У и пункта 10 статьи 31 Закона № 156-ФЗ (при прекращении фонда)
Установить обязательство номинального держателя проверять корректность передаваемых регистратору данных о пайщиках	0	1	Проблема не связана с регулированием. Номинальный держатель предоставляет данные, полученные от депонента
Внешние не применимые и/или относимые к регулированию вопросы			
Отсутствие урегулирования вопроса о квалификации выдела имущества в качестве реализации имущества для целей НДС. Существует риск обязанности УК уплатить НДС при выделе определенного вида имущества, которая может быть возложена на УК в случае недостаточности в составе фонда имущества для уплаты НДС	0	10	Проблемы являются внешними и находятся вне сферы компетенции Банка России
Порядок определения налоговой базы по НДС в случае передачи недвижимости при погашении паев	0	1	

Трудоемкость исполнения УК функции налогового агента, предоставления пайщиками в УК документов для расчета налогов при покупке инвестиционных паев пайщиками через номинального держателя	0	1	Проблемы являются внешними и находятся вне сферы компетенции Банка России
---	---	---	---

Итоги публичного обсуждения проекта отчета ОФВ

Для публичного обсуждения проект отчета ОФВ был размещен на официальном сайте Банка России в разделе «Документы и данные / Аналитика».

Комментарии и предложения принимались с 25.07.2025 по 08.08.2025 включительно.

В рамках публичного обсуждения участники рынка сообщили о поддержке предложений, обозначенных в отчете. При этом было также получено предложение включить в отчет задачу совместно с участниками рынка и представителями Минфина России проработать налоговые аспекты выдела имущества в натуре в части НДС в целях исключения/снижения негативных имущественных последствий для инвесторов.

Налоговые вопросы выходят за пределы предмета исследования, а также не относятся к компетенции Банка России, поэтому указанное предложение учтено не было.

Иных замечаний и предложений к проекту отчета в период публичных обсуждений не поступало.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ⁷⁹

Федеральное законодательство

ГК РФ	Гражданский кодекс Российской Федерации
КоАП РФ	Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях
Закон № 156-ФЗ	Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»
Закон № 39-ФЗ	Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»
Закон № 248-ФЗ	Федеральный закон от 26.07.2019 № 248-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

Подзаконные нормативные акты

Приказ ФСФР № 08-20/пз-н	приказ ФСФР России от 22.05.2008 № 08-20/пз-н «О требованиях к срокам приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда и порядке выплаты денежной компенсации при погашении инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда»
Указание № 5630-У	Указание Банка России от 25.11.2020 № 5630-У «О правилах выдела имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, инвестиционные паи которого предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов, или биржевой паевой инвестиционный фонд, в связи с погашением инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда»
Указание № 3258-У	Указание Банка России от 17.05.2014 № 3258-У «О случаях и порядке частичного погашения инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда без заявления владельцем инвестиционных паев требования об их погашении»
Указание № 4129-У	Указание Банка России от 05.09.2016 № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»
Указание № 3758-У	Указание Банка России от 25.08.2015 № 3758-У «Об определении стоимости чистых активов инвестиционных фондов, в том числе о порядке расчета среднегодовой стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и чистых активов акционерного инвестиционного фонда, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, стоимости имущества, переданного в оплату инвестиционных паев»

⁷⁹ Термины и сокращения, не указанные в списке, определены в тексте отчета.

Субъекты правоотношений на рынке коллективных инвестиций

Пайщик / владелец паев	владелец инвестиционных паев. К владельцу инвестиционных паев в случаях, предусмотренных законом, также относится уполномоченное лицо БПИФ
СД	специализированный депозитарий ПИФ
УК	управляющая компания ПИФ
Уполномоченное лицо	уполномоченное лицо БПИФ, как оно определено в Законе № 156-ФЗ
Участники рынка	УК, СД, пайщики
Профессиональные участники рынка	УК, СД

Объекты регулирования

БПИФ	биржевой ПИФ
Договор ДУ	договор доверительного управления
ЗПИФ	закрытый ПИФ
Корпоративный ПИФ	ПИФ, в котором вне зависимости от количества пайщиками являются только юридические лица или инвестиционные фонды ⁸⁰
ИПИФ	интервальный ПИФ
Индивидуальный ПИФ	ПИФ, в котором количество пайщиков не превышает 2 лиц ⁸⁰
Массовый ПИФ	ПИФ, в котором количество пайщиков не менее 20 лиц ⁸⁰
Небольшой ПИФ	ПИФ, в котором количество пайщиков не менее 3, но не более 19 лиц ⁸⁰
Паи	инвестиционные паи ПИФ, как они определены в Законе № 156-ФЗ
ОПИФ	открытый ПИФ
ОСВИП	общее собрание владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда
ПДУ	правила доверительного управления ПИФ (договор доверительного управления ПИФ)
ПИФ/фонд	паевой инвестиционный фонд
ПИФ с выделом	ПИФ, в ПДУ которого включены обязательные и иные положения регулирования
ПИФ для квалифицированных инвесторов / ПИФ для КИ	ЗПИФ и ИПИФ, в ПДУ которых предусмотрено, что инвестиционные паи таких ПИФ предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов
ПИФ для неквалифицированных инвесторов / ПИФ для НКИ	ПИФ, в ПДУ которых не предусмотрено, что инвестиционные паи таких ПИФ предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов
СЧА	стоимость чистых активов ПИФ

⁸⁰ Деление ПИФ на группы в зависимости от количества и вида пайщиков производится соответствии с методологией Банка России, опубликованной на официальном сайте.

Иные термины и сокращения

АО	акционерное общество
Долгосрочный проект	прямые или косвенные инвестиции, целью которых является создание, увеличение размеров, а также приобретение внеоборотных активов длительного, свыше одного года, пользования, не предназначенных для продажи ⁸¹
ДС	денежные средства
НПАО	непубличное акционерное общество
ООО	общество с ограниченной ответственностью
Отчет	настоящий отчет ОФВ
ОФЗ	облигации федерального займа
ОФВ	оценка фактического воздействия
Период исследования	период с 01.02.2021 по 31.12.2024
ПАО	публичное акционерное общество, акции и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законами о ценных бумагах
Регулирование	Указание № 5630-У, статья 25.1 Закона № 156-ФЗ и иные нормы Закона № 156-ФЗ, направленные на регулирование выдела имущества ПИФ
СМИ	средства массовой информации

⁸¹ В соответствии с Энциклопедическим словарем экономики и права.