ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ИНСТИТУТ
МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ (УНИВЕРСИТЕТ) МИНИСТЕРСТВА
ИНОСТРАННЫХ ДЕЛ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

На правах рукописи

Бухаров Александр Евгеньевич

ЗАКРЫТЫЕ ПАЕВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ФОНДЫ КАК МЕХАНИЗМ СТРУКТУРИРОВАНИЯ АКТИВОВ: ВОЗМОЖНОСТИ И ОГРАНИЧЕНИЯ

Специальность 5.2.6. Менеджмент

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
доктор экономических наук, профессор
Ковальчук Юлия Александровна

Москва – 2026

Оглавление

Список сокращений 3

Введение 5

Глава 1. Теоретико-прикладные аспекты структурирования активов разных видов 30

1.1. Сущность и характеристики процесса структурирования активов 30

1.2. Классификация активов для целей принятия управленческих решений при структурировании 48

1.3. Паевой инвестиционный фонд как базовый механизм структурирования активов 59

Глава 2. Механизм закрытого паевого инвестиционного фонда для целей структурирования активов 81

2.1. Исследование динамики рынка коллективных инвестиций и доверительного управления 81

2.2. Выявление потребностей в структурировании активов для владельцев и управляющих 101

2.3. Преимущества использования закрытых паевых инвестиционных фондов при структурировании активов разных видов 111

Глава 3. Модели принятия решений по структурированию активов с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда 123

3.1. Разработка моделей принятия управленческих и инвестиционных решений 123

3.2. Апробация механизма структурирования на практике с учетом нормативных ограничений. 151

3.3. Практические рекомендации по реализации механизма структурирования на основе закрытого паевого инвестиционного фонда. 162

Заключение 174

Список литературы и использованных источников 180

Список сокращений

БПИФ – Биржевой паевой инвестиционный фонд

БУ – Бухгалтерский учет

ВВП – Валовый внутренний продукт

ГЧП – Государственно-частное партнерство

ДУ – Доверительное управление

ЕГРН – Единый государственный реестр недвижимости

ЕГРЮЛ - Единый государственный реестр юридических лиц

ЕЦБ – Европейский Центральны Банк

ЗПИФ – Закрытый паевой инвестиционный фонд

ИДУ – Индивидуальное доверительное управление

ИПИФ – Интервальный паевой инвестиционный фонд

ИТ – Информационные технологии

ММВБ – Московская межбанковская валютная биржа

МСФО – Международные стандарты финансовой отчетности

НАУФОР – Национальная ассоциация участников фондового рынка

НДС – Налог на добавленную стоимость

НДФЛ – Налог на доходы физических лиц

НПФ – Негосударственный пенсионный фонд

ООО – Общество с ограниченной ответственностью

ОПИФ – Открытый паевой инвестиционный фонд

ПДУ – Правила доверительного управления

ПИФ – Паевой инвестиционный фонд

РСБУ – Российские стандарты бухгалтерского учета

РФ – Российская Федерация

СГЧП - Соглашение о государственно-частном партнерстве

СЧА – Стоимость чистых активов

УК – Управляющая компания

ФАС – Федеральная антимонопольная служба

ФКЦБ – Федеральная комиссия по ценным бумагам

ФНС – Федеральная налоговая служба

ФОК – Физкультурно-оздоровительный комплекс

ХО – Хозяйственные общества

ЦБ – Центральный Банк Российской Федерации

ЦОД – Центр обработки данных

ЭВМ – Электронно-вычислительная машина

ESG (*Environmental, Social, Governance*) – Свод правил и подходов к ведению бизнеса, которые способствуют его устойчивому развитию

IRIIS (*Impact and Responsible Investing for Infrastructure Sustainability*) – Национальная система оценки качества и сертификации инфраструктурных проектов

LBO (*leveraged buyout*) – Сделка по приобретению бизнеса с использованием заемных средств

MWR (*Money-Weighted Rate of Return*) – Расчет взвешенной по деньгам доходности

Введение

Актуальность избранной темы.

На протяжении последних десяти лет наблюдается устойчивый рост рынка доверительного управления и коллективных инвестиций, одним из крупнейших участников которого являются закрытые паевые инвестиционные фонды. Согласно статистическим данным, раскрываемым Банком России[1], совокупная стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов по состоянию на конец июля 2025 года составила 19,84 трлн руб. (размер активов 23,34 трлн руб.). При этом стоимость чистых активов закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ) на ту же дату составила 19,5 трлн руб.

Для оценки роли ЗПИФ в экономике можно сопоставить объем чистых активов ЗПИФ на 31.12.2024 года (14,6 трлн руб.) с капитализацией фондового рынка России и ВВП России. Капитализация фондового рынка акций России по итогам 2024 года, по данным Московской биржи[2], составила 53,2 трлн руб. Таким образом, стоимость чистых активов ЗПИФ соответствует 27,44% капитализации рынка акций России. В соотношении с ВВП России за 2024 год[3] стоимость чистых активов ЗПИФ соответствует 7,2% ВВП России.

Существенный объем рынка ЗПИФ обуславливается широтой применения данного инструмента и текущим его распространением. За время существования рынка паевых инвестиционных фонов, ЗПИФ существенно трансформировались из классического инструмента рынка коллективных инвестиций в более универсальный и, порою, индивидуальный инструмент структурирования различных сделок и проектов. Сейчас закрытые паевые

---

[1] Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов на 31.07.2025 г.. URL: http://cbr.ru/Content/Document/File/131793/d_pif_aif.XLSX.

[2] Московская биржа (официальный сайт). Московская биржа объявляет финансовые результаты 2024 года. URL: https://www.moex.com/n78255.

[3] Росстат (официальный сайт). Национальные счета. Валовый внутренний продукт. URL: https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts.

инвестиционные фонды используются в различных сложных и масштабных проектах.

Например, на рынке недвижимости существует целый ряд ЗПИФ, ориентированных на складскую недвижимость. При этом такие фонды не только позволяют частному капиталу инвестировать в качественную и востребованную недвижимость, но также положительным образом влияют на развитие логистики и строительство новых логистических центров. По данным IBC Real Estate[4], по состоянию на осень 2024 года в ЗПИФ находилось более 3 млн квадратных метров недвижимого имущества, из которых 81% (2,4 млн кв. метров) приходится на складскую недвижимость. Согласно исследованиям NF Group[5], рынок качественной складской недвижимости России в 2024 году составил 18,4 млн кв. метров. Таким образом, можно сделать вывод, что в ЗПИФ сосредоточено порядка 13% всего объема качественной складской недвижимости. Инвестиции в складскую недвижимость – это одновременные инвестиции в строительную отрасль, отрасль электронной коммерции, а также создание новых рабочих мест (в среднем на 100 тыс. кв. метров склада приходится 3 000 работников).

Еще одним существенным направлением использования ЗПИФ является строительство центров обработки данных (ЦОД). Строительство новых ЦОД – критически важное условие развития экономики и цифровизации. Текущие процентные ставки делают существенно дорогими инвестиции в ЦОД с привлечением капитала, а инвестиции фондов позволяют развивать данное направление.

Как показывают исследования и практика, закрытые паевые инвестиционные фонды также используются для структурирования владения

---

[4] IBC Real Estate. Недвижимость в ЗПИФ. Россия, январь 2025. URL: https://ibcrealestate.ru/upload/iblock/e3a/g9xk4e9h1galjet8wl3wrwouvnlz56zp/Nedvizhimost-v-ZPIF.pdf.

[5] NF Group. Рынок складской недвижимости регионов России. 2024 год. URL: https://media.kf.expert/lenta_analytics/0/824/NF%20Group_Рынок%20складской%20недвижимости_регионы%20Росии_итоги%202024.pdf.

объектами культурного наследия, структурирования бизнеса[6], привлечения партнеров[7], реализации опционных программ, венчурных инвестиций[8], построения контрсанкционной структуры[9] и в иных сферах.

Следовательно, ЗПИФ из классического инструмента коллективных инвестиций последовательно вырос в многопрофильный и востребованный финансовый инструмент.

Описанные выше примеры применения ЗПИФ подтверждают широту применения данного инструмента, и в совокупности с текущим размером рынка паевых инвестиционных фондов можно сделать вывод о дальнейшем развитии интереса к этим фондам и, как следствие, увеличении объемов средств, находящихся под управлением в ЗПИФ, и рынка доверительного управления и коллективных инвестиций в целом.

Одновременно с этим следует отметить, что построение эффективной структуры владения корпоративными и личными активами всегда является актуальным вопросом для менеджмента и владельцев бизнеса, тем более в периоды экономической неопределенности и неустойчивости. Постоянные изменения в нормативно-правовом регулировании, санкционное давление и динамичность внешней среды обуславливают необходимость поиска новых форматов и бизнес-моделей и, соответственно, принятия управленческих и инвестиционных решений. Ранее функционировавшие актуальные форматы, связанные с российскими хозяйственными обществами и оффшорными

---

[6] Шаймарданов Т.Р., Погодин А.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды как способ инвестирования и структурирования активов. Развитие ЗПИФ в России и преимущества в сравнении с другими паевыми инвестиционными фондами // Universum: экономика и юриспруденция, 2022, № 10 (97), с. 22-27.

[7] Гафурова Г.Т, Нотфуллина Г.Н., Ковалева Э.Р. Тренды развития паевых инвестиционных фондов в условиях санкций // Russian Journal of Economics and Law, 2023, т. 17, № 3, с. 490-514.

[8] Царева П.А., Казанцев Л.В. Контрпродуктивные направления инвестирования // Global and Regional Research, 2021, № 3(1), с. 80-88.

[9] Романова Л.А., Андреищева А.С. Риски коллективного инвестирования в условиях экономических санкций // Вестник Тихоокеанского государственного университета, 2023, № 1 (68), с. 177-186.

структурами, уже не позволяют обеспечить должный уровень защиты бизнеса и оптимизации налогообложения[10].

В связи с этим, а также с учетом повышения роли инструментов управления активами физических и юридических лиц и установленного права приобретения в имущество фондов различных видов активов, что требует их структурирования, существует объективная необходимость развития подходов к разработке и принятию управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов с помощью реализации механизма закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФ).

Степень разработанности темы диссертационного исследования.

Проблематика функционирования паевых инвестиционных фондов берет свои истоки с момента создания реестра паевых инвестиционных фондов Банком России в сентябре 1996 года, когда был присвоен первый номер правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом[11]. По истечении 5 лет был принят федеральный закон от 29.11.2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах»[12], который является основополагающим законодательным актом для рынка паевых инвестиционных фондов по настоящее время.

За время существования российского рынка паевых инвестиционных фондов были проведены исследования и сформирован массив научных трудов по данной тематике. Среди изданных статей и монографий можно выделить несколько направлений. Так, ряд публикаций посвящён проблемам рынка коллективных инвестиций в целом. Отдельным блоком можно выделить публикации, которые посвящены вопросам использования паевых

---

[10] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

[11] Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 23.05.2025) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.06.2025).

[12] Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. №156-ФЗ (ред. от 23.05.2025) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.06.2025).

инвестиционных фондов различных типов и категорий, их отличительным особенностям, характером применения на практике, а также вопросам создания и функционирования фондов. Важно отметить, что в процессе развития рынка коллективных инвестиций и рынка паевых инвестиционных фондов актуальность и применимость трансформировались, что также нашло свое отражение в научных трудах.

Изучению вопросов, связанных с особенностями функционирования и управления паевыми инвестиционными фондами, посвящены работы Абрамова А.Е.[13], и Радыгина А.Д.[14], Адаевой А.Р.[15], Антоновой И.С.[16], Белицкой А.В.[17], Вагапова Т.С.[18], Горбачева П.А.[19], Дементьева Н.П.[20], Доценко С.А.[21], Ждановой О.А.[22], Иноземцева Э.В. и Тарасова Е.Б.[23],

---

[13] Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Эффективность управления портфелями паевых инвестиционных фондов акций и ее оценка // Экономическая политика, 2019, т. 14, № 4, с. 8-47.

[14] Radygin A., Abramov A. Evolution of Ownership Structure and Corporate Governance. In: The Contemporary Russian Economy. A Comprehensive Analysis. Cham: Springer Nature, 2023. Pp. 115-141.

[15] Адаева А.Р. Оценка деятельности инвестиционных фондов / АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ СОВРЕМЕННОЙ науки и ОБРАЗОВАНИЯ: сборник статей XI Международной научно-практической конференции: в 2 ч., Пенза, 20 июня 2021 г. Том Часть 1. Пенза: Общество с ограниченной ответственностью "Наука и Просвещение", 2021. С. 114-117.

[16] Антонова И.С., Коптелова Е.С. Инвестиционная привлекательность закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости // Молодой ученый, 2015, № 9(89), с. 500-503.

[17] Белицкая А.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости: анализ их структурирования по законодательству РФ и зарубежных стран // Вестник Московского университета. Серия 11: Право, 2016, № 2, с. 43-52.

[18] Вагапов Т.С. Управление инвестициями в недвижимость на основе паевых инвестиционных фондов // Столыпинский вестник, 2019, №1, с. 76-79.

[19] Горбачев П.А. Паевые инвестиционные фонды как инструмент инвестирования сбережений частных инвесторов / Российские регионы в фокусе перемен: сборник докладов в двух томах (18-20 ноября 2021 г., Екатеринбург). Том 2. Екатеринбург: УрФУ, 2022. С. 414-418.

[20] Дементьев Н.П. Паевые инвестиционные фонды в современной России: критический анализ // ЭКО, 2020, № 11 (557), с. 62-82.

[21] Доценко С.А. Текущее состояние индустрии паевых инвестиционных фондов в России и США. // Инновации и инвестиции, 2019, №9, с. 175-180.

[22] Жданова О.А. Перспективы развития рынка паевых инвестиционных фондов в России // Общество: политика, экономика, право, 2016, №12, с. 86-89.

[23] Иноземцев Э.В., Тарасов Е.Б. Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора? // Вопросы экономики, 2018, №3, с. 64-79.

Киселевой Н.П.[24], Кулебякина К.А.[25], Миркина Я.М.[26], Никоненко В.А.[27], Панкратовой Л.Д.[28], Прянишниковой М.В.[29], Сабирова М.Р.[30], Седипковой С.В.[31], Семеновой Е.Н.[32], Сеничева В.Г.[33], Симонова А.Ю.[34], Федоровой Е.А.[35], Федунца Н.И.[36], Шингареевой Д.М.[37], Школика О.А.[38], Щукиной Д.В.[39] и др.

Следует отметить, что имеющиеся научные работы в большей части имеют узкоспециализированную направленность. Опираясь на

---

[24] Киселева Н.П. Статистический анализ деятельности паевых инвестиционных фондов // Инновации и инвестиции, 2022, № 3, с. 80-85.

[25] Кулебякин К.А. Закрытые паевые инвестиционные фонды венчурных инвестиций в системе инвестирования инновационной деятельности в России // Вестник Ярославского государственного университета им. П. Г. Демидова, Серия Гуманитарные науки, 2011, № 2(16), с. 198-201.

[26] Миркин Я.М. Российское финансовое будущее: 2016-2025 гг. // Рынок ценных бумаг, 2016, №2, с. 6-12.

[27] Никоненко В.А. Паевые инвестиционные фонды как институт коллективного инвестирования// Экономика и бизнес, 2020, № 63, с. 130-133.

[28] Панкратова Л.Д. Особенности функционирования кредитных паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации // Финансовый вестник, 2011, № 1(23), с. 33-36.

[29] Прянишникова М.В. Тенденции развития паевых инвестиционных фондов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета, 2010, № 4(33), с. 91-93.

[30] Сабиров М.Р. Паевые инвестиционные фонды в инновационном механизме взаимодействия реального и финансового секторов российской экономики // Вестник экономики, права и социологии, 2011, № 1, с. 74-77.

[31] Седипкова С.В. Паевые инвестиционные фонды недвижимости как инструмент коллективных инвестиций в России и США // Мир экономики и управления, 2019, т. 19, № 2, с. 65-75.

[32] Семенова Е.Н. Особенности паевых инвестиционных фондов России // Горный информационно-аналитический бюллетень, 2005, № 5, с. 116-120.

[33] Сеничев В.Г. Оценка эффективности управления ПИФами // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки, 2011, № 1-1, с. 174-180.

[34] Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю. Закрытие паевых фондов внутри управляющей компании // Экономический журнал Высшей школы экономики, 2016, т. 20, № 2, с. 311-336.

[35] Федорова Е.А., Сырцев В.А. Анализ деятельности управляющих компаний в РФ // Аудит и финансовый анализ, 2014, № 3, с. 416-421.

[36] Федунец Н.И., Семенова Е.Н. Оптимизация принятия решений при формировании структуры паевого инвестиционного фонда // Горный информационно-аналитический бюллетень, 2008, № S11, с. 21-29.

[37] Шингареева Д.М. Сравнительная характеристика ПИФ и ETF, перспективы развития фондов в России // Контентус, 2019, № 4(81), с. 40-47.

[38] Школик О.А. Юридическая защита коллективных инвесторов в иностранных юрисдикциях // Право и практика, 2024, № 2, с. 73-79.

[39] Щукина Д.В. Модели управления закрытым паевым инвестиционным фондом // Финансы и кредит, 2010, № 25(409), с. 71-75.

специализацию научных статей по тематике паевых инвестиционных фондов, можно выделить следующие тематические блоки: а) фонды недвижимости, б) фонды с прочими активами, в) особенности функционирования паевых инвестиционных фондов и г) состояние и перспективы рынка.

Наиболее многочисленным тематическим разделом является раздел «фонды недвижимости». Публикации, отнесенные к данному тематическому блоку, затрагивают закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости, а также описание структурирования объектов недвижимости с использованием ЗПИФ. Большое количество опубликованных материалов данного тематического блока связано с тем, что до 2011 года закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости не являлись плательщиками налога на имущество по недвижимости, составляющей активы таких фондов, что привело к повышению спроса на такие фонды[40]. Таким образом, использование ЗПИФ при реализации инвестиционных проектов с объектами недвижимости[41] нашло отражение в публикациях. Среди авторов публикаций,

[40] Леонтьева И.П., Валухов А.О. Институты и стратегии коллективного инвестирования на финансовом рынке. СПб: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2019. 121 с.

[41] Михалёва Т.Н., Харитонова Л.И. / под редакцией Елизарова Н.В. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2012. 354 с.

вошедших в данный тематический блок можно отметить Козлову О.А.[42], Ляхнову А.Н.[43], Рощину Д.В.[44], Тропину Ж.Н.[45], Увакину Т.В.[46].

Анализ научных источников данного тематического блока показывает, что в основном исследователи сходятся во мнении, что использование ЗПИФ в проектах, связанных с недвижимостью, перспективно, и данный инструмент важен для рынка недвижимости в целом. Однако отсутствие обобщения в публикациях, систематизации и классификации используемых моделей и механизмов структурирования открывает существенные возможности для дальнейшего исследования.

Следующий тематический блок «Прочие активы» представлен публикациями, рассматривающими использование закрытых паевых инвестиционных фондов для реализации инвестиционных проектов с любыми активами кроме недвижимости. Выделение в отдельные блоки по типу активов не целесообразно, т.к. публикации разноплановые.

---

[42] Козлова О.А. Анализ возможности использования механизма закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости для привлечения инвестиций в строительство // Экономика и предпринимательство, 2021, № 1(126), с. 1050-1054.

[43] Ляхнова А.Н. Внутренний инфраструктурный риск при реализации девелоперских проектов в рамках механизма закрытых паевых инвестиционных фондов // Научное обозрение, 2015, № 9, с. 223-228.

[44] Рощина Д.С., Овешникова Л.В. Статистическое исследование функционирования и развития закрытых паевых инвестиционных фондов, как инструмента непрямых инвестиций в недвижимость // Экономика и предпринимательство, 2019 № 5(106), с. 1021-1025.

[45] Тропина Ж.Н. Закрытые паевые инвестиционные фонды, инвестирующие в объекты недвижимости. Перспективы развития // Сибирская финансовая школа, 2022, № 2(146), с. 31-35.

[46] Увакина Т.В., Шведов И.О. Организация владельческой инфраструктуры объекта коммерческой недвижимости с использованием конструкции закрытого паевого инвестиционного фонда // Гражданское право, 2021, № 3, с. 35-37.

Авторы публикаций данного раздела, среди которых можно отметить Вильданову М.М.[47], Еремченко О.А.[48], Трифанова С.Е.[49], Харченко Л.П.[50], Шаймарданова Т.В.[51], в основном описывают преимущества использования закрытых паевых инвестиционных фондов для реализации различных инвестиционных проектов и отмечают положительные стороны их использования.

В связи с тем, что в представленных научных источниках рассматриваются отдельные и узкоспециализированные варианты использования, сохраняется пробел в рамках обобщения, систематизации и классификации используемых механизмов и моделей.

Тематический блок «Особенности функционирования» представлен публикациями, которые затрагивают вопросы создания, функционирования фондов, налоговые и учетные вопросы в рамках закрытых паевых инвестиционных фондов. Авторы публикаций данного тематического блока, среди которых можно отметить Никоненко В.А.[52], Реунову О.В.[53], Ярцеву Д.[54] в целом солидарны в вопросах важности учета особенностей структуры

---

[47] Вильданова М.М. Основные особенности обеспечения исполнения гражданско-правовых обязательств в Российской Федерации в период санкций недружественных государств // Право и практика, 2022, № 2, с. 166-173.

[48] Еремченко О.А. Фонды специализированных венчурных фондов как инструмент поддержки инвестиций в передовые технологии // Экономика науки, 2021, т. 7, № 3, с. 217-226.

[49] Трифанов С.Е. Методы техники продаж инвестиционных продуктов банка как основа развития бизнеса // Инновации и инвестиции, 2022, № 9, с. 117-120.

[50] Харченко Л.П. Потенциал индустрии коллективных инвестиций в финансировании устойчивого развития // Вестник Академии знаний, 2021, № 45(4), с. 417-422.

[51] Шаймарданов Т.Р., Погодин А.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды как способ инвестирования и структурирования активов. Развитие ЗПИФ в России и преимущества в сравнении с другими паевыми инвестиционными фондами // Universum: экономика и юриспруденция, 2022, № 10 (97), с. 22-27.

[52] Никоненко В.А. Паевые инвестиционные фонды как институт коллективного инвестирования// Экономика и бизнес, 2020, № 63, с. 130-133.

[53] Реунова О.В. К вопросу об особенностях паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации // Студенческий вестник, 2021, № 20-5(165), с. 76-80.

[54] Ярцева Д. Закрытый паевой инвестиционный фонд - инструмент для привлечения инвестиции // Химическая промышленность сегодня, 2021, № 2, с. 16-18.

закрытых паевых инвестиционных фондов, преимуществ и недостатков использования ЗПИФ при реализации инвестиционных проектов.

Достаточно жесткая зарегулированность рынка паевых инвестиционных фондов практически не оставляет возможности для возникновения разногласий по вопросам функционирования. При этом отсутствие обобщающего исследования преимуществ и недостатков, особенно с дифференциацией по типу активов, составляющих активы фонда, оставляют возможности для будущих исследований.

Публикации, которые можно отнести к тематическому блоку «состояние рынка и перспективы» затрагивают вопросы состояния рынка закрытых паевых инвестиционных фондов в различные моменты времени, а также перспективы развития и динамики рынка. Материалы данного блока в основном оценивают положительно перспективы рынка закрытых паевых инвестиционных фондов и прогнозируют развитие в ближайшей перспективе. Разногласия авторов публикаций по большей части связаны с различиями в оценке перспектив отдельных типов и категорий фондов. Среди авторов данного тематического блока можно отметить Лакизу М.А.[55], Семернину Ю.В.[56], Штукарева И.С.[57] и др.

При определении перспектив рынка ЗПИФ большинство авторов используются количественные показатели объемов средств в управлении, приростов по активам и чистым приходам/оттокам средств инвесторов. Вместе с тем сохраняются пробелы в рамках оценки перспективности подходов и моделей структурирования с точки зрения возникающих

[55] Лакиза М.А. Результаты деятельности паевых и акционерных инвестиционных фондов по итогам I полугодия 2022 г // Вестник науки, 2022, т. 3, № 12(57), с. 96-99.
[56] Семернина Ю.В., Якунин С.В., Дудина Е.С. Современные тенденции индустрии паевых инвестиционных фондов в России // Математическое и компьютерное моделирование в экономике, страховании и управлении рисками, 2022, № 7, с. 258-262.
[57] Штукарев И.С. История возникновения закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в России и перспективы их развития // Электронная наука, 2022, т. 3, № 1, с. 274-278.

экономических и геополитических вызовов и соответствующих управленческих задач.

Несмотря на наличие особенностей как у российского рынка паевых инвестиционных фондов, так и у зарубежных рынков коллективных инвестиций и паевых инвестиционных фондов, проблематика паевых инвестиционных фондов находит отражение в научных трудах иностранных исследователей, среди которых Арора Н.[58], Виера Дж.[59], Воан Р.[60], Вольски Р.[61], Вон Ч.[62], Гуиргуис М.[63], Йи Ж.[64], Каррион А.[65], Кнепель Х.[66], Кумар У.[67], Кунду С.[68], Сонг Г.[69], Фортин С.[70], Хохлер А.[71] и др.

---

[58] Arora N., Chawla D.S. A Study on Factors Influencing the Choice of Investors towards Mutual Funds // The journal of contemporary issues in business and government, 2021, vol. 27, no. 6, pp.1853-1869.

[59] Viera J. FURTHER INTELLIGENCE ON CLOSED-END FUNDS // Journal of Advance Research in Mathematics And Statistics, 2025, vol. 12, pp. 1-9. DOI 10.61841/cf0qth29.

[60] Woan R. The Temporal Characteristic of Closed-end Municipal Bond Fund Discounts/Premiums // Journal of Forest Economics, 2017, vol. 5, p. 3. DOI 10.15640/ijat.v5n1a4.

[61] Wolski R., Zaleczna M. Closed-End Real Estate Funds in Comparison with other Investment Opportunities in Poland // Real Estate Management and Valuation, 2017, vol. 25. DOI 10.1515/remav-2017-0002.

[62] Won C., Yi S. Contingent-claim Valuation of a Closed-end Fund: Models and Implications // Journal of Derivatives and Quantitative Studies, 2009, vol. 17, pp. 43-74.

[63] Guirguis M., Performance Review. An Analysis of US Closed-End Funds Industry // SSRN, 2022. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4100459 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4100459

[64] Yi J. Risk Factors On Returns Of Closed-End Funds // Journal of Business & Economics Research (JBER), 2005, vol. 3 (10). DOI 10.19030/jber.v3i10.2820.

[65] Carrion A., Zhang J. Tax-loss selling and the January effect revisited: Evidence from municipal bond closed-end funds and exchange-traded funds // Journal of Financial Research, 2024, vol. 47. DOI 10.1111/jfir.12384.

[66] Knepel H., Voss T. German Closed-End Funds // Understanding German Real Estate Markets, 2017, pp.295-318. DOI 10.1007/978-3-319-32031-1_20.

[67] Kumar U. Tax Reforms, Investor Sentiment and Closed-End Fund Performance // International Journal of Finance, 2022, vol. 7, pp. 71-86.

[68] Kundu S. Financial Covenants and Fire Sales in Closed-End Funds // Management Science, 2023, vol. 70. DOI 10.1287/mnsc.2023.4708.

[69] Song G., Jain A. Revisit Closed-End Fund Puzzles via Dynamic Capital Mobility // International Journal of Economics and Financial Issues, 2021, vol. 11, pp. 1-10. DOI 10.32479/ijefi.11373.

[70] Fortin S., Hammami A., Magnan M. Fair value's effects on closed-end funds' discounts and premia: is level 3 the sole perpetrator? // Managerial Finance, 2020. DOI 10.1108/MF-04-2018-0163.

[71] Hohler A. Open-End and Closed-End Funds and Real Estate Investment Trusts // Real Estate Investments in Germany, 2012, pp. 279-297.

Резюмируя степень разработанности проблемы, важно отметить, что результаты зарубежных ученых в большей степени малоприменимы к рынку закрытых паевых инвестиционных фондов России, так как, в основном, касаются фондов, которые можно отнести к классическим фондам коллективных инвестиций, причем в большей степени фондов, активы которых составляют ценные бумаги. Результат таких исследований, в виде анализа доходностей фондов, оптимального времени приобретения паев, а также состава портфеля фондов, может быть применен при анализе схожих российских фондов. В свою очередь закрытые паевые инвестиционные фонды, за время своего существования в правовом поле с 1995 года, прошли трансформацию от классического инструмента рынка коллективных инвестиций к инструменту, востребованному крупным бизнесом и частным капиталом для решения своих задач. Таким образом, можно говорить о том, что развитие рынка закрытых паевых инвестиционных фондов в России, имеет свои существенные отличия, что затрудняет, но не делает невозможным и бесперспективным, перенос и использование на практике как зарубежного опыта в Россию, так и наоборот.

Результаты исследований российских ученых по тематике паевых инвестиционных фондов, и в частности закрытых паевых инвестиционных фондов, можно условно разделить на несколько направлений: проблемы рынка коллективных инвестиций; вопросы функционирования фондов; особенности использования паевых инвестиционных фондов конкретных типов и категорий. Научные работы по указанным направлениям имеют достаточно глубокую степень разработки, но, в основном, узкоспециализированы. Именно отсутствие обобщения, систематизации и классификации используемых подходов к структурированию инвестиционных проектов, используемых моделей и механизмов структурирования, а также отсутствие обобщающего исследования

преимуществ и недостатков использования ЗПИФ с учетом типа активов, открывает существенные возможности для дальнейшего исследования.

Проведенный анализ направленности и результатов научных исследований российских и иностранных авторов показывает потенциал научного развития данной тематики с учетом актуальных тенденций на рынке коллективных инвестиций и доверительного управления и необходимость изучения и систематизации подходов к структурированию активов в паевых инвестиционных фондах, выявления новых, отвечающих современным вызовам механизмов структурирования и соответствующей оценки, принимаемых управленческих и инвестиционных решений.

Объектом исследования являются механизмы структурирования, основанные на отчуждении активов, реализуемые с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда.

Предметом исследования являются процессы принятия управленческих и инвестиционных решений по структурированию активов на основе их контролируемого отчуждения.

Целью диссертационного исследования является разработка научно-практических подходов к принятию управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов с использованием механизма закрытого паевого инвестиционного фонда, учитывающего его основные характеристики, преимущества и ограничения с учетом действующего законодательства и активы разных видов и назначения.

Для достижения цели исследования поставлены следующие **задачи**:

- предложить классификацию активов по признаку возможности структурирования и провести систематизацию проблем при решении подобных задач;

- исследовать сущность, виды и экономико-правовые основания сложившихся подходов к структурированию активов, включая возможности инвестиционных фондов;

- обосновать ключевые преимущества закрытого паевого инвестиционного фонда как базового механизма структурирования для отдельных классов активов;

- выявить и классифицировать потребности в структурировании активов для их владельцев и управляющих при использовании закрытого паевого инвестиционного фонда, включая определение целей реализуемого структурирования;

- разработать и обосновать модели принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании предложенного механизма структурирования разных типов активов с учетом нормативных ограничений;

- предложить комплекс практических рекомендаций по реализации механизма структурирования, основанного на закрытом паевом инвестиционном фонде, для различных видов активов и форм собственности.

Область исследования. В соответствии с паспортом специальности ВАК 5.2.6. Менеджмент, область исследования соответствует п. 29. Развитие методов принятия инвестиционных решений в организациях различных типов.

Научная новизна исследования заключается в развитии научно-практических подходов по подготовке и принятию управленческих и инвестиционных решений при организации и функционировании закрытых паевых инвестиционных фондов для целей структурирования различных видов активов, что позволяет аргументировано обосновать возможный допустимый диапазон таких решений с учетом существующих ограничений.

К числу наиболее существенных результатов, полученных автором диссертации и обладающих научной новизной, могут быть отнесены следующие:

1. на основе выполненной классификации активов по признаку возможности структурирования и результатов исследования сущности, видов и экономико-правовых оснований сложившихся подходов к структурированию активов, включая возможности инвестиционных фондов,

обоснованы ключевые преимущества закрытого паевого инвестиционного фонда как потенциально реализуемого механизма структурирования;

2. выявлены и классифицированы потребности в структурировании активов, включая определение целей для лиц, имеющих право принимать управленческие решения в отношении активов в реализуемом структурировании, что позволяет разработать совокупность требований к проектированию механизма структурирования при его практической реализации;

3. разработаны и обоснованы модели принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании предложенного механизма структурирования разных видов активов с учетом нормативных ограничений, ограничений по экономической целесообразности и ограничений, обусловленных актуальностью структурирования, что позволяет в зависимости от целей владельцев и управляющих активами сформировать допустимый диапазон решений по обеспечению эффективного управления активами;

4. предложен комплекс практических рекомендаций по реализации структурирования с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда, позволяющих осуществлять мониторинг и прогнозные расчеты показателей эффективности управления для различных типов активов и форм собственности.

Теоретическая и практическая значимость работы.

В диссертации получены самостоятельные научные результаты, которые являются обобщающими для изучения закрытых паевых инвестиционных фондов – обобщающий характер исследования позволяет применять полученные результаты для изучения возможности применения закрытых паевых инвестиционных фондов для широкого круга лиц, имеющих право принимать управленческие решения в отношении активов - владельцев бизнеса, инвесторов, управляющего менеджмента. Разработанные в

диссертации модели принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании механизма закрытого паевого инвестиционного фонда для структурирования разных видов активов с учетом действующих нормативных ограничений и целей реализуемого структурирования позволяют определить допустимый диапазон решений по обеспечению эффективного управления активами, исходя из потребности в структурировании активов для их владельцев и управляющих. Практическая ценность результатов исследования состоит в том, что полученные выводы и рекомендации могут применяться в работе управляющих компаний паевых инвестиционных фондов при разработке вариантов структурирования для решения клиентских задач, в обучающих материалах для клиентов и службы продаж инвестиционных продуктов, а также использоваться в виде презентационных и рекламных материалов. Полученные результаты, кроме того, могут применяться лицами, имеющими право принимать управленческие решения в отношении активов, для подбора оптимального варианта структурирования бизнеса, определения возможных преимуществ от использования закрытых паевых инвестиционных фондов в своей деятельности.

Методология и методы диссертационного исследования.

Теоретической и методологической базой исследования являются нормативно-правовые акты в сфере финансовых рынков, научные работы российских и иностранных исследователей и специалистов в области общего менеджмента, финансового и инвестиционного менеджмента, доверительного управления активами, организации коллективных инвестиций и рынка ценных бумаг, а также практические наработки автора. В исследовании применены как эмпирические методы научного познания, такие как измерение, так и теоретические методы научного познания, к которым относятся различные виды анализа и моделирование. Также использованы экономико-статистические методы (экономическая группировка, анализ абсолютных, средних и относительных величин) для проведения количественного анализа

и представления данных о состоянии и развитии рынка коллективных инвестиций и закрытых паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации, методы экспертных оценок, моделирования, методы оценки эффективности инвестиционных проектов, методы инвестиционной оценки активов. Расчеты в экономической модели структурирования с помощью закрытого паевого инвестиционного фонда приобретения объекта коммерческой недвижимости выполнены с использованием Microsoft Excel.

Положения, выносимые на защиту.

1. Ключевые преимущества закрытого паевого инвестиционного фонда как потенциально реализуемого механизма структурирования для выделенных классов активов по признаку актуальности структурирования.

В ходе исследования выделены особенности структурирования как процесса в рамках выбора наиболее оптимальной структуры для группы активов, сделки, инвестиционного проекта и организации бизнеса. В целях корректного раскрытия структурирования активов проанализированы имеющиеся классификации активов и определены следующие варианты классификаций: по типу собственника, по форме управления, по сроку оборачиваемости, по форме (как отнесение к материальным и нематериальным активам), по степени ликвидности, по особенностям учета и переоценки, по генерации доходов / расходов. На стыке классификаций по форме управления и возможности генерации расходов и доходов, а также при условии, что структурирование может влиять на актив как в сторону генерации дополнительных преимуществ, так и возникновения дополнительных расходов, предложена классификация активов по актуальности структурирования.

Так, активом, для которого структурирование считается актуальным, предложено считать такой актив, для которого реализованное структурирование, в том числе с учетом транзакционных издержек на само структурирование и дальнейшее поддержание структуры, приносит

дополнительные положительные преимущества, в том числе нематериального характера, по сравнению с ситуацией до структурирования. Важно отметить, что преимущества могут быть не только финансового характера и измеряемые в денежном эквиваленте, но также иметь для собственника или менеджмента иные положительные преимущества, которые невозможно однозначно учесть в денежном выражении – например, повышение защищенности актива или создание необходимой степени конфиденциальности. Активом, для которого структурирование не является актуальным, предложено считать тот актив, который после проведения структурирования, с учетом расходов на само структурирование и поддержание структуры, будет приносить убытки, либо ухудшит первоначальную ситуацию с точки зрения целей менеджмента или владельца бизнеса /актива, в том числе с учетом нематериальных аспектов даже при положительном финансовом результате.

При анализе закрытого паевого инвестиционного фонда как механизма структурирования активов в диссертационном исследовании выделены особенности паевых инвестиционных фондов, а именно: типы и категории паевых инвестиционных фондов, нормативно-правовые особенности формирования юридических документов фонда, ограничения по входящим в состав имущества фонда активам с точки зрения состава и структуры, выделены отличия фондов для неквалифицированных инвесторов и квалифицированных инвесторов. Также уточнены ключевые возможности по вариативности правил доверительного управления. На основании практического опыта автора предложен комплексный план запуска проекта с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда. Проанализированы и выделены ключевые преимущества закрытых паевых инвестиционных фондов. Указанные преимущества содержательно раскрыты с тематическим разделением по блокам: налоги, консолидация средств пайщиков, универсальность структуры, долгосрочность, конфиденциальность и прозрачность, защищенность и контроль, особенности учета.

2. Классификация потребностей в структурировании активов для лиц, имеющих право принимать управленческие решения в отношении активов в реализуемом структурировании, при использовании закрытого паевого инвестиционного фонда.

В рамках диссертационного исследования рассмотрен вопрос структурирования в виде управленческой задачи. Так, управленческая задача структурирования определена как выбор наиболее оптимальной структуры для сделки, группы активов, инвестиционного проекта или построения бизнеса в целом. Определены подходы к структурированию начиная от структурирования конкретной сделки, расширяя подход до структурирования бизнеса и рассмотрения структурирования бизнеса с точки зрения структурирования как активов, так и реализуемых инвестиционных проектов. Определены и сформулированы цели менеджмента и собственников бизнеса, которые ставятся при структурировании: а) налоги, б) защита, в) медиация, г) наследование, д) инвестиции, е) управление, ж) имидж. Предложен и содержательно раскрыт подход в условном разделении процесса структурирования на четыре этапа: 1) подготовительный этап, 2) этап построения структуры, 3) этап управления, 4) этап прекращения инвестиционного проекта.

Представлены результаты анализа количества инвестиционных фондов в разрезе фондов для квалифицированных инвесторов и фондов для широкого круга инвесторов, количества инвестиционных паев, принадлежащих физическим и юридическим лицам, в том числе с учетом отнесения этих паев к инструментам для квалифицированных инвесторов и неквалифицированных инвесторов. На основании полученных данных были рассчитаны средние значения количества пайщиков в отношении каждого типа фонда и типа пайщика. Полученные данные интерпретированы в качестве подтверждения гипотезы о наличии потребности в структурировании со стороны бизнеса – менеджмента и собственников бизнеса и использовании для такого

структурирования закрытых паевых инвестиционных фондов. Полученные результаты позволили доказать логическую связь между потребностями, целями и преимуществами структурирования инвестиционных проектов с помощью закрытых паевых инвестиционных фондов.

3. Модели принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании предложенного механизма структурирования разных видов активов с учетом ограничений.

Разработана типовая модель принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании закрытого паевого инвестиционного фонда при структурировании проектов. Модель включает основные элементы инфраструктуры фонда, описывает элементы влияния и взаимодействия владельцев инвестиционных паев на ключевые решения, а также раскрывает через призму управленческих и инвестиционных решений ключевые элементы деятельности закрытого паевого инвестиционного фонда. Обоснованы и разработаны 11 моделей реализации механизма закрытых паевых инвестиционных фондов с учетом действующих нормативно-правовых ограничений, выявленных потребностей в структурировании активов для их владельцев и менеджмента, а именно:

«Рентная недвижимость»,

«Строительство / перепродажа недвижимости»,

«Производственные предприятия»,

«Финансирование проектов»,

«Секьюритизация нефинансовых активов»,

«Корпоративная собственность и внутрихолдинговое кредитование»,

«Непрофильные активы»,

«Медиация партнерских взаимоотношений»,

«Привлечение инвесторов, продажа крупных активов»,

«Управление прибылью при продаже крупных активов», «Продажа крупных активов с отсрочкой платежа».

Для каждой модели разработано графическое представление процессов принятия решений и действий с активами, определены случаи и особенности применения, выделены преимущества использования модели, при наличии – выделены ограничения нормативного или физического свойства.

В целях систематизации полученных моделей и данных создана сравнительная таблица для определения основных преимуществ и особенностей представленных моделей.

Систематизация предложенных 11 моделей принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании предложенного механизма структурирования в форме закрытого паевого инвестиционного фонда выполнена с оценкой их сравнительных характеристик (доступность информации в реестрах, процессы управления объектами-активами, потенциал снижения рисков, возможности сокращения сроков, привлечение финансирования, упрощение отчетности, возникновение налоговых обязательств), а также преимуществ и ограничений.

4. Комплекс практических рекомендаций по реализации структурирования с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда.

В рамках диссертационного исследования разработаны и сформулированы практические рекомендации по созданию закрытого паевого инвестиционного фонда с целью реализации структурирования, основанные на полученных научных результатах, экспертных оценках и собственном профессиональном опыте автора.

Выделены и систематизированы преимущества закрытого паевого инвестиционного фонда по сравнению с альтернативными вариантами структурирования (создание юридического лица и владение физическим лицом напрямую).

Сформированы рекомендации по реализации структурирования, включая выбор управляющей компании для реализации проекта и выбор

инфраструктурных организаций, обслуживающих закрытый паевой инвестиционный фонд. Определено влияние критерия текущего объема активов, составляющих имущество закрытых паевых инвестиционных фондов, находящихся в доверительном управлении у управляющей компании, рассматриваемой к сотрудничеству, как репутационного фактора доверия клиентов. Представлены основные этапы реализации проектов с использованием паевых инвестиционных фондов и их влияние на этап подготовки и оформления правил доверительного управления паевым инвестиционных фондом.

Предложен подход к планированию проекта с использованием структурирования с помощью закрытого паевого инвестиционного фонда с выделением трех основных блоков структурирования: порядок вхождение в проект, особенности функционирования проекта, порядок закрытия и выхода из проекта.

Для осуществления контроля за результатами деятельности инвестиционного проекта, структурированного с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда, предложено использование расчета доходности вложений. Для расчета указанной доходности предложены методы расчета доходности, которые позволяют рассчитывать доходность с учетом особенностей проекта по наличию дополнительных выдач инвестиционных паев (входящие денежные потоки), погашению инвестиционных паев и выплаты дохода по паям (исходящие денежные потоки).

Информационная и статистическая база исследования. При выполнении диссертационного исследования использованы статистические данные, размещенные на официальном сайте Центрального Банка Российской Федерации (http://cbr.ru/RSCI/analitics/), данные Национальной ассоциации участников фондового рынка – НАУФОР (https://naufor.ru), данные Росстат (https://rosstat.gov.ru/folder/10705), аналитические доклады и результаты

исследований, проводимых Центральным Банком Российской Федерации, а также положения законов и нормативно-правовых актов в сфере финансовых рынков.

Степень достоверности и апробация результатов диссертационного исследования.

Результаты диссертационного исследования и его основные положения апробированы в рамках участия с докладами на международных и всероссийских научно-практических конференциях, а именно: Всероссийская научно-практическая конференция «НОВЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ МИРОПОРЯДОК» в рамках научно-практической конференции «УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ – 2022: Управление активами в условиях ограничений и санкций» (МГИМО МИД России, 2023), Международная научно-практическая конференция «Управление Инновациями – 2022» (Институт проблем управления РАН им. В.А. Трапезникова, 2022), Всероссийская научно-практическая конференция «УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ – 2023: Бизнес-модели в эпоху изменения делового климата» (МГИМО МИД России, 2023), Всероссийская научно-практическая конференция «Новые орбиты международных связей: экспорт, миграция, космос» (Санкт-Петербургский государственный университет аэрокосмического приборостроения, 2024); Международная научно-практическая конференция «УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ – 2024: Цифровая культура управления активами в новых бизнес-моделях» (МГИМО МИД России, 2024); «Новые орбиты международных связей: кадры, цифра, управление» (Санкт-Петербургский государственный университет аэрокосмического приборостроения, МГИМО МИД России, 2025).

Полученные научные результаты апробированы в практической деятельности на базе управляющей компании ООО «Управляющая компания «Портфельные инвестиции», имеющей лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми

инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00039 от 06.12.2000 г. ФКЦБ России, а также лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-09123-001000 от 18.05.2006 г. Федеральной службой по финансовым рынкам. Компания имеет рейтинг A+|ru.am| Национального рейтингового агентства с датой присвоения – ноябрь 2024 года.[72] Полученные в рамках диссертационного исследования научные результаты и рекомендации внедрены в деятельность управляющей компании и успешно применяются на практике.

Результаты диссертационного исследования используются в учебном процессе в МГИМО МИД России в образовательной программе магистратуры «Инвестиционные стратегии на глобальных и региональных рынках (в сотрудничестве с ГК РЕГИОН)» (38.04.01 Экономика) при преподавании дисциплин «Сценарный анализ инвестиционных решений», «Оценка производных финансовых инструментов», «Доверительное управление активами физических лиц».

Основные положения диссертации опубликованы в 7 научных работах (3 статьях, 3 главах в монографиях, 1 тезисе докладов), в том числе в 1 главе в монографии, индексированной в МБД (Scopus, Springer), и в 3 научных статьях в рецензируемых изданиях ВАК по специальности, соответствующей представляемой к защите диссертации:

Bukharov A.E., Makukhina N.Y., Malygina Y.A., Chernov A.V. Trust Issues and Value Co-Creation in the Post-COVID Period. In: Osipov V.S. (eds). Post-COVID Economic Revival, Volume I. Palgrave Macmillan, Cham, 2021. 398 p. Pp. 171-187. (Scopus, Springer)

Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский

[72] Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания Портфельные инвестиции» (официальный сайт), URL: http://ukpi.ru

вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220.

Бухаров А.Е. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде / А.Е. Бухаров, Ю.А. Ковальчук // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

Бухаров А.Е. Особенности управления структурированием с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда // Экономика, предпринимательство и право, 2025, т. 15, № 9, с.6405-6420.

Бухаров А.Е. Инвестиции в ПИФ и COVID-19 / А.Е. Бухаров // Приоритеты новой экономики: энергопереход 4.0 и цифровая трансформация: сборник тезисов всероссийской научно-практической конференции «Управление активами – 2021». М.: МГИМО-Университет, 2022. 596 с. с. 136-139.

Бухаров А.Е. Медиация партнерских отношений при структурировании инвестиционного проекта с помощью закрытого паевого инвестиционного фонда / А.Е. Бухаров // УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ - 2023: Бизнес-модели в эпоху изменения делового климата (монография). М.: ИПР РАН, 2023. 488 с. С. 118-122.

Бухаров А.Е. Использование закрытого паевого инвестиционного фонда при приобретении основных средств предприятия / А.Е. Бухаров // Новые орбиты международных связей: экспорт, миграция, космос (монография). СПб: Санкт-Петербургский государственный университет аэрокосмического приборостроения, 2024. 380 с. С. 297-303.

Структура диссертации.

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, 9 параграфов, заключения, списка из 166 использованных источников на русском и английском языках. Диссертация изложена на 200 страницах, включает 32 рисунка и 9 таблиц.

Глава 1. Теоретико-прикладные аспекты структурирования активов разных видов

1.1. Сущность и характеристики процесса структурирования активов

Понятие «структурирование активов», основательно вошедшее в бизнес терминологию последнее десятилетие, так и не получило описания или упоминания в нормативно-правовой базе.

Обратившись к определениям слова «Структура» можно подчерпнуть следующее. Так философский словарь Спонвиля[73] определяет структуру как сложную заданную совокупность элементов, которая не является просто суммой элементов, а системой из взаимоотношений элементов. При этом для каждого элемента важно не столько то, чем он является, а какое место и функцию он несет в системе. Таким образом, можно сделать вывод о том, что структурная целостность всегда нечто большее, чем просто сумма составляющих элементов.

В Большой советской энциклопедии[74] структура (лат. *structura* — строение, расположение) - определённая взаимосвязь, взаиморасположение составных частей; строение, устройство чего-либо.

Иными словами - управленческая задача структурирования – это выбор наиболее оптимальной структуры для сделки, группы активов, инвестиционного проекта или построения бизнеса. Оптимальная структура позволяет реализовать бизнес или инвестиционный проект, либо владеть активом с наименьшими затратами, наибольшим результатом, а также с уменьшением рисков[81].

В рассмотрении вопроса структурирования первоочередным является структурирование сделки: принятие управленческого решения по организации

[73] Спонвиль А.К. Философский словарь, М: Палимпсест, Издательство «Этерна», 2012. 750 с.
[74] Большая советская энциклопедия. М.: Советская энциклопедия, 1969-1978.

сделки - анализу и изучению всех особенностей планируемой сделки для достижения максимального финансового результата, а также обеспечение непосредственно реализации сделки. Структурирование сделки состоит из нескольких последовательных этапов[75].

На первом этапе происходит определение объекта и субъектов сделки. В качестве субъектов могут вступать физические и юридические лица, индивидуальные предприниматели, некоммерческие организации, имущественные комплексы и иные организационные структуры. Верное определение сторон сделки позволяет на следующих этапах выбирать только возможные варианты реализации сделки с учетом особенностей каждой из сторон.

Вторым этапом структурирования сделки осуществляется выявление вариантов реализации сделки. На данном этапе определяются все возможные варианты с учетом ранее определенной информации. Выявленные варианты пока не анализируются - главное определить все имеющиеся возможности по всем аспектам сделки. Рассматриваются следующие моменты:

Вправе ли субъекты проводить планируемую сделку. Есть ли нормативные ограничения или дополнительные требования по сделкам с предполагаемым активом и предполагаемыми субъектами.

Требуется ли получение предварительного согласия на сделку компетентных органов (Правительственная комиссия, Федеральная антимонопольная служба, Банк России и иные).

Какое требуется согласование/заверение у субъектов сделки (общее собрание участников/акционеров, совет директоров, согласие инвестиционных комитетов и иные).

---

[75] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

Требуется ли внешнее заверение / регистрация сделки или документов по сделке.

Требуется ли уведомление каких-либо компетентных органов, публичных или закрытых реестров о проведенной сделке.

Имеются ли какие-либо особенности поставки / приемки объекта сделки. Требуется ли закрепление в договоре условий поставки / приема объекта сделки.

Порядок расчетов по сделке: предпоставка, предоплата или поставка против платежа. Условия оплаты могут предусматривать полную оплату, частичную оплату, рассрочку – как процентную, так и простую, привлечение кредитных средств как без обеспечения, так и с залогом предмета сделки или предоставлением иного обеспечения. Расчеты по сделке могут проводится на денежной основе, а также предусматривать не денежные расчеты: взаимозачеты, бартер, перевод долга, передачу различных прав требования и иные операции.

Порядок согласования документов между сторонами и порядок заключения сделки, порядок подписания.

На третьем этапе структурирования сделки проводится анализ первоначальных договоренностей по сделки и соотнесение их с реальными возможностями по проведению сделки. При необходимости проводятся дополнительные переговоры с целью корректировки общих договоренностей по сделке.

Четвертым этапом производится анализ (проработка) выявленных вариантов проведения сделки. На данном этапе также происходит оценка рисков выявленных вариантов, оценка транзакционной стоимости и сопутствующих расходов каждого варианта, а также общий финансовый и не финансовый результат сделки.

По итогам четвертого этапа происходит выбор основного варианта проведения сделки – варианта структурирования сделки[76].

Следующим этапом происходит составление плана-графика проведения сделки с указанием сроков каждого этапа, ответственных лиц и подробного описания необходимых документов и действий по каждому этапу. На основе составленного плана-графика ответственные лица осуществляют подготовку юридической документации для сделки.

Финальным этапом происходит подписание сделки, а также реализация всех необходимых процедур для осуществления сделки. Такие процедуры могут включать подачу поручений в реестры и депозитарии, прием товаров / услуг, проведения оплат, подписание закрывающих документов.

Одной из вариаций структурирования сделки является приобретение бизнеса (в виде приобретения юридического лица). Покупатель бизнеса может ставить перед собой одну или несколько целей. А.А. Палагин[77], приводит широкий спектр возможных целей приобретения бизнеса, таких как сохранение рыночных позиций, выход на новый рынок, приобретение технологии или патента. В конечном итоге – это попытка получить конкурентное преимущество.

По сравнению с рассмотренной выше общей сделкой, приобретение бизнеса имеет ряд особенностей, которые усложняют процесс структурирования.

Первым этапом, и основным отличием при приобретении бизнеса, является проведение аудита приобретаемой компании – дью-дилидженс (*due diligence*).

---

[76] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

[77] Палагин А.А. Анализ российских и зарубежных тенденций развития сделок по приобретению бизнеса // Управленческий учет, 2024, № 9, с. 299-307.

В рамках проведения дью-дилидженса проверяются следующие аспекты деятельности компании:

- Проверка документов компании (юридическая часть).
- Анализ имеющихся активов и обязательств компании.
- Анализ наличия внебалансовых обязательств и сопутствующих рисков.

По итогам проведенного дью-дилидженса покупатель может определиться с окончательной ценой сделки (скорректировать ранее обозначенную цену)[78].

Следующей отличительной чертой приобретения бизнеса можно отметить вариативность проведения оплаты и «поставки». Непосредственное приобретение бизнеса может осуществляться в виде одномоментного приобретения всей компании, а также в виде постепенного приобретения компании по частям. Постепенное приобретение может происходить в виде выкупа у текущих собственников, а также через вхождение в уставный капитал целевой компании с последующим выкупом оставшихся долей или акций.

При осуществлении постепенного выкупа бизнеса покупатель может столкнуться с необходимостью объявления обязательного предложения по выкупу акций, а также с обязательным выкупом акций. Обязательное предложение направляется в определенных законом[79] случаях и позволяет акционерам приобретаемого общества продать свои акции по цене не ниже определенной законом. Обязательный выкуп позволяет лицу, приобретшему

[78] Копьева А.Е. Дью дилидженс: фундаментальная процедура для структурирования сделок по слиянию и поглощению компаний / Современная экономика: актуальные вопросы, достижения и инновации: сборник статей победителей VIII Международной научно-практической конференции: в 2 частях, Пенза, 20 июня 2017 г. Том Часть 2. Пенза: "Наука и Просвещение" (ИП Гуляев Г.Ю.), 2017. С. 122-124.

[79] Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 30.11.2024) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2025).

95 процентов публичного акционерного общества, принудительно выкупить оставшиеся акции.

На рисунке 1 представлено схематическое изображение вариаций проведения сделки по приобретению бизнеса.

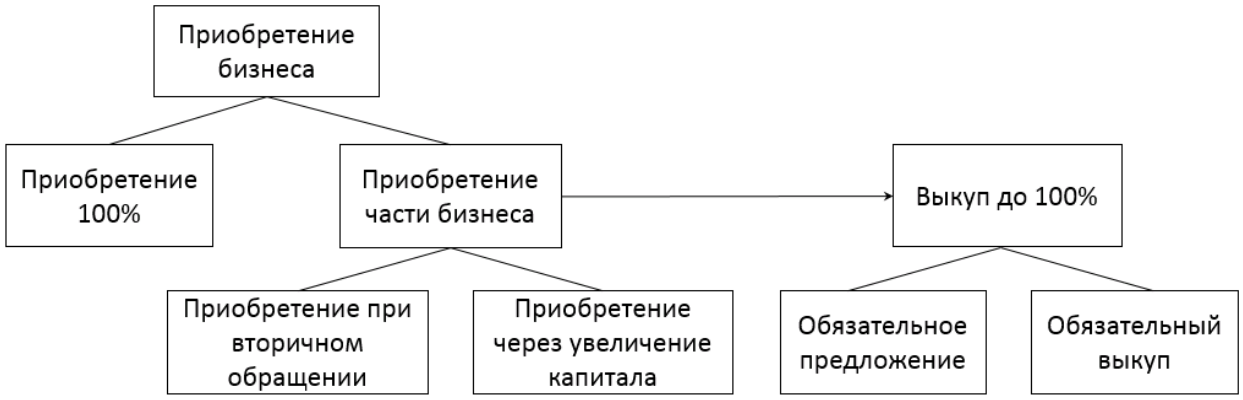


Рисунок 1. Вариации построения сделки по приобретению бизнеса.
Источник: составлено автором.

Помимо порядка приобретения бизнеса при структурировании сделки необходимо определиться с вариантами финансирования. Сделка может осуществляться за счет собственных средств покупателя, а также за счет привлеченных средств – в т.ч. сделки LBO (*leveragedbuyout*)[80]. Для сделок LBO характерны большая доля привлеченных средств, а также обеспечение кредита акциями/долями приобретенного бизнеса.

Кроме того, в ряде случаев возникает необходимость приобретения не всей целевой компании, а только её части. Такое приобретение может быть обусловлено как потребностью в подобной сделке со стороны покупателя, так и условиями продавца, который не планирует полностью отчуждать компанию. Для приобретения части компании существуют свои дополнительные особенности и ограничения. Основной момент, требующий крайне скрупулёзной проработки – участие в управлении и распределении доходов. Так как у целевой компании появляются два собственника со своим

[80] Добросердова И.И., Коннова А.С. Перспективы использования модели LBO в условиях современной российской экономики // Журнал правовых и экономических исследований, 2016, № 4, с. 122-129.

видением стратегии и своими целями, необходимо на уровне корпоративных документов установить порядок принятия ключевых решений. Основными документами для решения данной задачи являются устав организации, корпоративный договор (акционерное соглашение), а также ряд дополнительных документов, которые могут быть разработаны и приняты при необходимости (порядок голосования, положение об инвестиционном комитете и прочие).

Следовательно, можно сделать вывод, что приобретение бизнеса – это одна из усложненных вариаций структурирования сделки с особенностями, которые возникают из-за сложности предмета сделки.

Еще одной вариацией структурирования сделки являются сделки слияния и поглощения. Данные сделки похожи на сделки по приобретению бизнеса, но имеют ряд особенностей.

Основное отличие в цели приобретения – при сделке слияния или поглощения рассматривается эффект объединения ресурсов, каналов сбыта, клиентской базы и базы поставщиков, а также управленческой команды[81].

При структурировании сделок слияния и поглощения необходимо решить следующие ключевые вопросы.

Выбор юридической формы между слиянием и поглощением. Слияние, обычно, применяется для условно равных по объему компаний. В этом случае происходит ликвидация двух участников слияния и создание новой организации с объединенными активами. При поглощении приобретаемая компания ликвидируется, а приобретающая компания остается, вобрав в себя активы приобретенной компании.

Выбор форм расчетов. При сделках слияния и поглощения, помимо оплаты денежными средствами, часто используются варианты безденежного приобретения в том числе варианты выдачи акций/долей вновь образуемого

[81] Саратовский А.Д. Мотивы сделок слияний и поглощений // Проблемы экономики и менеджмента, 2014, № 9(37), с. 16-19.

предприятия, или передача владельцам приобретенной компании акций компании поглотителя. Для определения количества передаваемых акций рассчитываются, в том числе, коэффициенты конвертации[82].

Структурный подход к структурированию отдельных сделок в укрупненном виде можно применять при создании нового бизнеса, а также для функционирующего бизнеса.

Структурирование бизнеса подразумевает поиск и создание оптимальной организационно-правовой формы бизнеса, внутренней структуры компании, формы владения активами и ресурсами, управленческой модели[83].

Структурирование бизнеса может проводиться на разном уровне предприятия. Стратегический подход подразумевает анализ и выстраивание организационной структуры бизнеса, оценку необходимости создания отдельных бизнес-единиц, распределения между подразделениями и бизнес-единицами функций, активов, ресурсов. Внутренний подход подразумевает менее масштабную работу, как правило в рамках предприятия, по улучшению технологической, имущественной и финансовой организации бизнеса.

В качестве примера можно рассмотреть структурирование производственного бизнеса на примере рисунка 2. Компания, ранее совмещавшая все функции в одном юридическом лице, трансформируется в несколько юридических лиц, одно из которых является держателем активов, второе осуществляет производственную функцию, третье занимается закупками и сбытом, а четвертое выполняет маркетинговые функции. При этом компании могут использовать свою, оптимальную для данного вида деятельности, организационно-правовую форму, налоговый режим. Общее

---

[82] Козырь В.Ю., Козырь Ю.В. Структурирование сделок и расчет коэффициентов конвертации // Имущественные отношения в Российской Федерации, 2016, № 3(174), с. 62-72.

[83] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

взаимодействие и координация осуществляется за счет разработанной модели договорных условий.

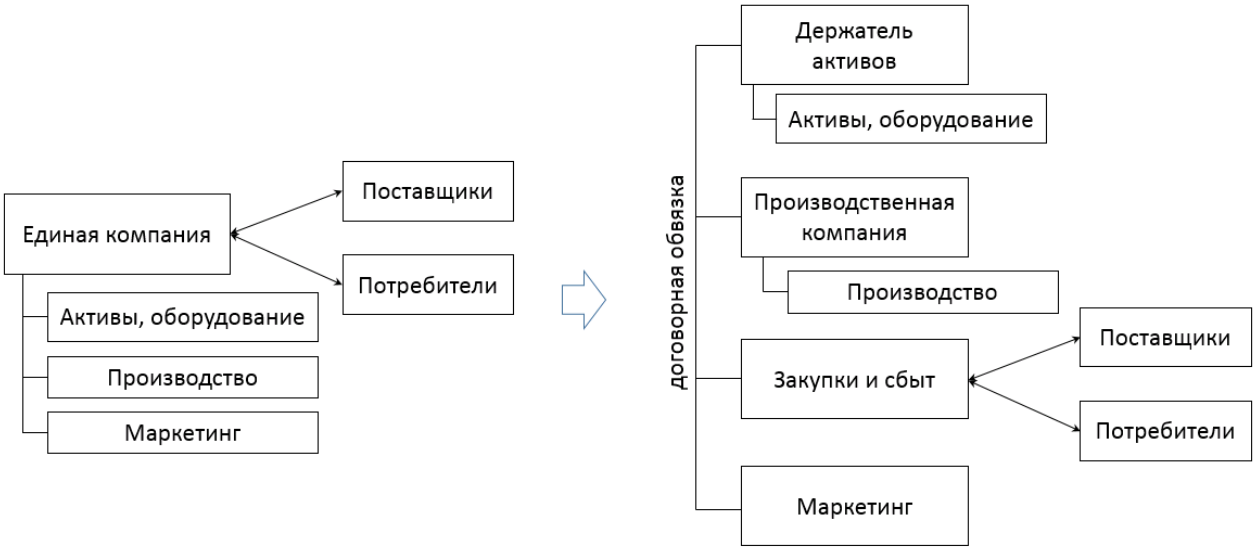


Рисунок 2. Вариант структурирования производственного бизнеса. Источник: составлено автором.

В результате рассмотренного структурирования не только распределяются функции, но происходит и распределение рисков, повышается прибыльность компании, улучшаются бизнес-процессы, происходит рост мотивированности сотрудников, скорость и качество производства[84].

В последнее время задача построения оптимальной структуры бизнеса становится одной из основных задач для менеджмента, так как усложняются рыночные условия: конкурентная среда, санкционное давление, ограничение на внешние технологии, одновременно это усиление роли технологий в бизнесе в целом, а также в контролирующих органах в частности. Развитие автоматических контрольных систем в ФНС, контроль за движением капиталом, усиление контроля клиента в зарубежных банках – кредитные организации проверяют происхождение денег, уплату налогов, бенефициара и

[84] Блюм М.А., Ванюшкин О.В. Структурирование бизнеса как инструмент оптимизации деятельности компании / Цифровая трансформация бизнеса: модели и решения: сборник научных трудов по материалам II Всероссийской (национальной) научно-практической конференции, Тамбов, 05-06 ноября 2020 г. Тамбов: ООО "Консалтинговая компания Юком", 2020. С. 6-12.

т.п. Работает автоматический обмен финансовой информацией между странами. Непосредственно в России усиливается контроль за иностранными инвестициями. Также не исключены риски рейдерских захватов.

Скорость изменения внешнеполитического фона, скорость изменения законодательства, как внутри страны, так и в иных юрисдикциях – где-то в сторону смягчения, где-то в сторону ужесточения, требуют постоянного мониторинга и оценки результативности текущей структуры, а также возможных преимуществ при переструктурировании.

Конечная цель структурирования – поиск наиболее оптимальной структуры построения бизнеса, защита активов и ресурсов, снижение административных и налоговой нагрузок, максимизация прибыли.[85]

В качестве примера возможного структурирования бизнеса, с точки зрения используемой юрисдикции, можно рассмотреть офшоры.

Как отмечают С.Е. Пале и С.А. Мансуров[86]: большая удаленность тропических островов от промышленных центров и друг от друга, невозможность построить собственную промышленную базу и слабость налогового потенциала, стали причинами создания так называемого «удобного законодательства» в ряде тропических островных государств с целью привлечения инвестиций и пополнения казны.

Среди основных преимуществ структурирования бизнеса/инвестиционного проекта с помощью офшора выделяют несколько аспектов.

---

[85] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

[86] Пале С.Е., Мансуров С.А. «Удобное» законодательство «райских островов» Океании: польза и вред для мирового сообщества // Юго-Восточная Азия: актуальные проблемы развития, 2024, т. 4, № 4(65), с. 224-236.

- Налоги. Офшорные юрисдикции предлагаю снижение, либо полное снятие налогового бремени в отношении налога на прибыль и налогов на дивиденды.
- Конфиденциальность и защищенность. Перенос холдинговой компании в офшорную юрисдикцию может помочь скрыть бенефициара из информационного поля, что в том числе потенциально несет защитную функцию. Реализуется конфиденциальность через отсутствие единых раскрытых реестров, а также, в некоторых случаях, и через отсутствие необходимости составления и сдачи отчетности.
- Международный доступ. При ведении международной деятельности наличие юридического лица с офшорной регистрацией может упростить взаимодействие с некоторыми зарубежными компаниями, так как им знакомы данные юрисдикции и есть налаженное взаимодействие.

С другой стороны, принятие управленческого решения по использованию офшорной юрисдикции может нести определенные сложности и потенциальные негативные последствия. Например, создание и поддержание юридического лица с офшорной юрисдикцией потребует специфических знаний от юридической службы либо привлечения консультантов. Крупные страны могут негативно относиться к компании из офшора, т.к. с их точки зрения – это уход от налогов. В отношении таких компаний могут применяться как меры воздействия для возвращения или регистрации в стране, где ведется бизнес, так и запретительные меры. Также возможно повышение операционных рисков в связи с наймом новых местных сотрудников, и фактическим отчуждением активов в пользу компании, находящейся в иной юрисдикции, что несет в себе потенциальный риск полной утраты контроля над активом.

Отдельным видом структурирования бизнеса следует считать структурирование инновационных проектов (стартапов)[87]. Необходимость структурирования обуславливается тем, что при создании любого инновационного продукта рано или поздно возникает вопрос об оформлении условий взаимодействия партнеров – непосредственно занимающихся инновациями или финансово участвующих лиц с характером участия как в виде долевого, так и долгового финансирования[88], а затем и механизмом контроля за прибылью[89].

Указанные аспекты являются крайне важными при выборе структуры реализации инновационного проекта, так как инновационный проект связан с повышенными, относительно других видов деятельности, рисками. Совершенно невозможно гарантировать благополучный исход инновационного проекта. При реализации инновационного проекта наличие риска, с другой стороны, определяет наличие возможности открытия новых продуктов, рынков сбыта, технологий, которые могу и не принести желаемого результата[90].

Создаваемая структура для инновационного проекта может принимать различные юридические и финансовые формы. Однако при выборе конструкции для структурирования инновационного проекта важными критериями могут быть: универсальность структуры, возможность вносить изменения в процессе функционирования[91], возможность участия партнеров

---

[87] Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220. DOI 10.17213/2312-6469-2022-5-210-220.

[88] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

[89] Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Цифровая бизнес-модель: управление технологиями и контроль прибыли // Инновации в менеджменте, 2020, №3, с. 68-78.

[90] Панасенкова Т.В. Характеристика принципов структурной организации инновационных проектов // Sciences of Europe, 2017, № 11-3(11), с. 49-51.

[91] Orozco L.A., Sanabria J.A., Sosa J.C., Aristizabal J., López L. How do IT investments interact with other resources to improve innovation? // Journal of Business Research, 2022, vol. 144, pp. 358-365.

как на условиях долевого финансирования, так и долгового финансирования, простота конструкции, скорость создания и прозрачность структуры для участников[92]. Немаловажным аспектом может являться требование о различной степени вовлеченности партнеров в управление проектом[93].

Для структурирования инновационного бизнеса критически важным фактором также может является дальнейшая возможность привлечения инвестиций, что накладывает определенные ограничения на возможные структуры[94].

Логическим продолжением структурирования бизнеса является перенос подхода в отношении бизнеса на реализуемые инвестиционные проекты, а также на отдельные активы.

На представленном рисунке 3 представлена последовательность описанного выше распространения структурирования от сделки к бизнесу и далее к отдельным активам.

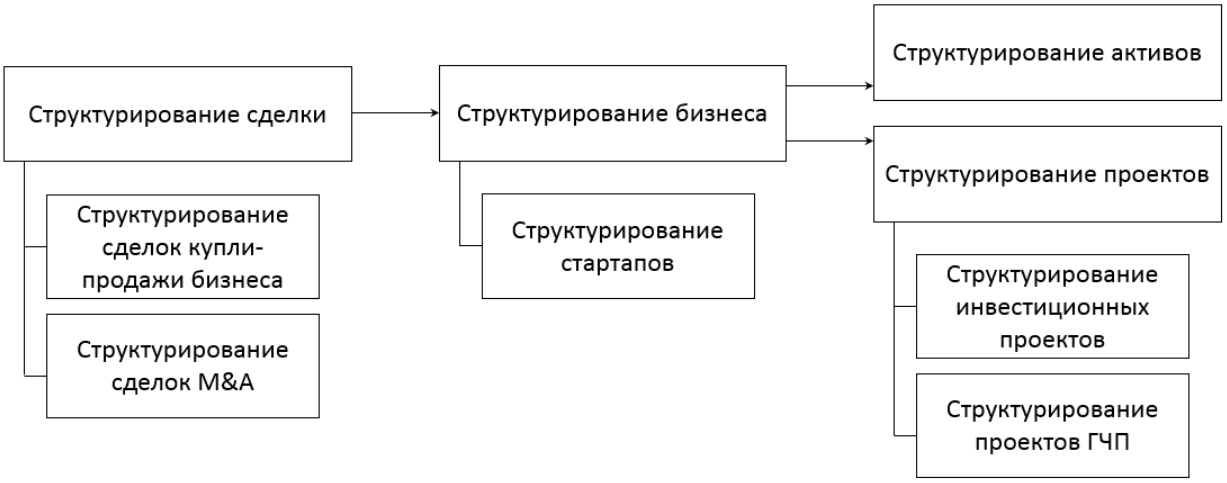


Рисунок 3. Схематическое изображение трансформации структурирования. Источник: составлено автором.

---

[92] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

[93] Никоненко В.А. Паевые инвестиционные фонды как институт коллективного инвестирования// Экономика и бизнес, 2020, (63), с. 130-133

[94] Абдурахимова Э.Н. Приобретение малой инновационной компании стратегическим инвестором: методологический аспект структурирования сделки // Экономика и управление: проблемы, решения, 2014, № 4, с. 99-106.

Структурирование проектов, в свою очередь, можно разделить на два основных блока – это инвестиционные проекты и проекты, основанные на взаимодействии государства и частного бизнеса (в т.ч. проекты государственно-частного партнерства (ГЧП).

Согласно определению, приведенному в Федеральном законе N 224-ФЗ "О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации", «государственно-частное партнерство – это объединение ресурсов и распределение рисков, которое происходит между публичным и частным партнерами»[95].

Особенность сделок взаимодействия государственной и частной стороны состоит в том, что реализуются они только при наличии необходимости со стороны публичного партнера. Указанные сделки, с точки зрения частного партнера, могут являться только реализацией инвестиционного проекта. Такие сделки, в основном, используются для строительства объектов общественной инфраструктуры, для более эффективного частного управления государственной собственностью, оказания социально значимых услуг. Для частной стороны положительные эффекты от реализации подобных инвестиционных проектов состоят в возможности получить в управление уникальный актив; получить гарантии по минимальной доходности, передать часть рисков публичной стороне.

Существует несколько разных видов структурирования сделок по взаимодействию государства и частной стороны. Основные виды рассмотрены ниже[96]. Важно отметить, что непосредственно проекты государственно-частного партнерства (ГЧП) могут быть реализованы только в форме

---

[95] Федеральный закон "О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" от 13.07.2015 № 224-ФЗ (ред. от 30.11.2024).

[96] Борисова Л.А., Исмаилова Ф.Н. Основные формы и модели реализации проектов государственно-частного партнерства // УЭПС: управление, экономика, политика, социология, 2018, № 1, с. 3-9.

Соглашения о государственно-частном или муниципально-частном партнерстве, либо Концессионным соглашением.

Государственный контракт. При реализации государственного контракта к частному партнеру не переходит право собственности на какой-либо актив. В рамках заключенного контракта частный партнер выполняет определенные контрактом общественно полезные виды деятельности. Доход частного партнера формируется из платежей потребителей услуг или из прибыли публичного партнера.

Арендная модель. При реализации данной модели частному партнеру предоставляется имеющееся в государственной собственности имущество во временной пользование и за определенную плату. Данный вид структурирования может предполагать лизинговую модель – с возможностью в дальнейшем выкупить арендованное имущество.

Концессионное соглашение. В рамках реализации данной модели проектов ГЧП, частный партнер получает в пользование природные ресурсы / объекты инфраструктуры /предприятия или оборудование. Основное отличие от арендной модели, используемой при взаимодействии государства и бизнеса, в том, что при аренде частная сторона только использует переданное имущество, а при концессии частный партнер также создает/модернизирует имущество, но при этом собственность на созданное/модернизированное имущество остается за публичным партнером.

Соглашение о государственно-частном партнерстве (СГЧП). При реализации указанного соглашения частный партнер осуществляет строительство / реконструкцию объекта, привлекает инвестиции, осуществляет техническое обслуживание объекта. При этом эксплуатация объекта может оставаться за публичным партнером.

Специальный инвестиционный контракт. Данная модель предусматривает внедрение или разработку технологии промышленного

производства частной стороной. Взамен публичная сторона предоставляет налоговые льготы или регуляторные послабления.

Таким образом можно сделать вывод, что механизмы государственно-частного взаимодействия и государственно-частного партнерства выступают элементами интеграции ресурсов публичной и частной сторон, основываясь на взаимовыгодном сотрудничестве[97].

При переходе от частного случая реализации инвестиционного проекта в виде государственно-частного партнерства или государственно-частного взаимодействия к общему подходу к структурированию инвестиционных проектов, можно выделить следующие пять основных задач, которые необходимо решить при разработке проекта: учитывать реализуемость предполагаемого варианта; соблюдать баланс интересов основных участников; минимизировать риски при реализации; использовать оптимальную схему инвестирования с учетом мер государственной поддержки; учитывать принципы ESG[98]. При этом качество структурирования является одним из критериев оценки качества проектов, согласно Национальной системе оценки качества и сертификации инфраструктурных проектов, сокращенно IRIIS (англ. *Impact and Responsible Investing for Infrastructure Sustainability*), разработанной в 2020 году ВЭБ.РФ совместно с Центром ГЧП (с 2023 году для оценки новых и находящихся в эксплуатации зданий стала применяться система Клевер, а по состоянию на конец 2025 года наметились тенденции по движению от добровольной сертификации к обязательной государственной экспертизе и стандартизации всех бюджетных обязательств в рамках государственно-частного партнерства и взаимодействия).

---

[97] Солтангазинов А.Р. Исенова Г.К., Кайдарова Л.К. Модели и формы государственно-частного партнерства // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права, 2019, № 5(78), с. 95-104.

[98] Борисюк Д.А., Астафьева О.Е. Роль анализа процесса разработки управленческих решений и структурирования инвестиционных проектов в обеспечении устойчивости компаний различного типа // Управление, 2023, т.11, № 1, с. 64-72.

С точки зрения функционала структурирования, применяемого для инвестиционных проектов и активов, можно выделить следующие цели[99].

- Налоговая (справедливо для проектов и активов): поиск наиболее оптимальной налоговой нагрузки, использование льгот, специальных налоговых режимов, снижение налоговых рисков.
- Защитная (справедливо для проектов и активов): построение системы эффективной защиты от рейдерских захватов, обеспечение конфиденциальности владения, сепарации рисков собственника и рисков бизнеса. При этом данная функция справедлива в обе стороны.
- Медиативная (справедливо только для проектов). Построение эффективной структуры для разделения полномочий между партнерами, а также выстраивание структуры взаимодействия долевых и долговых участников проекта.
- Наследственная (справедливо для проектов и активов). Возможность передать рабочий инструмент, минимизация проблем при передаче, возможность ввести в курс дел наследников.
- Инвестиционная (справедливо для проектов и активов). Построение эффективного канала привлечения инвестиций, создание возможности привлечения кредитования как в сам инвестиционный проект, так и для собственника.
- Управленческая (справедливо для проектов и активов). Функция распределения управления или построения структуры пассивного дохода.
- Имиджевая (справедливо только для проектов). Улучшение имиджа для кредиторов, акционеров, инвесторов.[100]

---

[99] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

[100] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия

В конечном счете цель всех обозначенных целей, как и структурирования в целом – получение конкурентного преимущества. По совокупности факторов изменения внешней и внутренней среды для любого инвестиционного проекта встает вопрос минимизации затрат и максимизации прибыли даже при условии минимального результата.

Сам процесс структурирования проектов и активов предлагается условно разделять на несколько этапов: подготовительный этап, этап построения структуры, этап управления, этап завершения или финализации инвестиционного проекта.[101]

- Подготовительный этап. На данном этапе проводится анализ имеющегося набора активов, выбирается оптимальная структура, юрисдикция, хозяйственно-правовая форма.
- Этап построения структуры. Этап характеризуется составлением графика создания структуры, определением необходимых участников и контрагентов: консультанты, брокер, банк. В процессе этапа происходит написание необходимых юридических документов, заключение договоров. Завершается этап реализацией намеченного плана и построением структуры.
- Этап управления. На данном этапе происходит реализация инвестиционного проекта в рамках построенной структуры и выстроенной системы управления и принятия решений, контроля и защиты. По мере реализации проекта может возникать необходимость изменения структуры, создания новых отдельных структур, либо подструктур. На данном этапе возможно появление необходимости

Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

[101] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

распределения прибыли проекта, что также может потребовать отдельных управленческих решений.

- Этап прекращения инвестиционного проекта. Особенности данного этапа закладываются еще на подготовительном этапе в силу того, что правильное построение структуры должно также учитывать возможности прекращения инвестиционного проекта и оценивать финансовые последствия и стоимость транзакций при прекращении. Для прекращения формируется временной график, включающий в себя подробное описание реализуемых процедур, а также рассчитывается итоговая доходность проекта. В рамках созданного графика реализуется прекращение и проект считается завершенным после реализации имущества, оплаты налогов и осуществления выплат бенефициарам.

В связи с тем, что структурирование инвестиционных проектов и активов может также включать структурирование бизнеса – непосредственно как структурирование владения долей в капитале предприятия, так и построения структуры бизнеса в виде инвестиционного проекта, как набора активов, в дальнейшем необходимо определиться с тем, какие активы могут быть структурированы и какие цели структурированию могут достигаться в рамках построенной структуры.

1.2. Классификация активов для целей принятия управленческих решений при структурировании

Исходя из целей реализуемого структурирования, лица, имеющие право принимать управленческие решения в отношении активов при реализации структурирования, осуществляют выбор активов, которые могут быть структурированы. При этом, как будет показано ниже, важен не сам факт возможности структурирования, а актуальность проведения структурирования актива. В рамках проведенного исследования предложена

классификация активов по признаку актуальности структурирования. Так предлагается считать, что для актива структурирование является актуальным в случае, если преимущества (в том числе не материальные), которые получает лицо, принимающее управленческие решения в отношении указанного актива, от реализованного структурирования превышает транзакционные издержки на реализацию структурирования и поддержку созданной структуры.

Активы, в общем понимании, это совокупность денежных средств, различного имущества и имущественных прав, которые принадлежат юридическому или физическому лицу[102]. Активы имеют стоимость и могут быть выражены в деньгах. Примеры активов: недвижимость, ценные бумаги, оборудование, агрегаты, материалы, патенты, права и т.п.

Правильное управление активами – залог финансового благополучия для физического лица и результативности реализуемого бизнес-проекта[103]. Принятие верных управленческих решений в отношении активов невозможно без понимания особенностей того или иного актива, без регулярного анализа имеющихся активов и их состояния (как технического, так и финансового). Кроме того, необходим контроль эффективного использования активов, принятие решений об их диверсификации или инвестировании. Для успешного решения описанных задач в первую очередь необходимо правильно классифицировать имеющиеся в распоряжении и рассматриваемые к приобретению и использованию активы.

Первично стоит разделить активы с точки зрения принадлежности физическому и юридическому лицу. Активы, принадлежащие юридическому лицу - активы предприятия - это ресурсы, полученные предприятием в предыдущие периоды, в том числе в виде взносов участников, которые

---

[102] Воронина М.В. Финансовый менеджмент. М: Дашков и К°, 2025. 84 с.

[103] Карпова Н.В., Хурина К.Р. Экономическая Сущность активов предприятия, их состав и роль в деятельности предприятия / Актуальные вопросы устойчивого развития государства, общества и экономики: сборник научных статей 2-й Всероссийской научно-практической конференции, Курск, 02-03 ноября 2023 г. Курск, 2023, С. 33-36.

используются или могут быть использованы для получения прибыли в будущем.

Согласно Федеральному закону 402-ФЗ «О бухгалтерском учете»[104], активы являются объектами бухгалтерского учета экономического субъекта. Приказом Минфина России №157н "Об утверждении Федерального стандарта бухгалтерского учета ФСБУ 4/2023 "Бухгалтерская (финансовая) отчетность"[105] устанавливается, что в бухгалтерском балансе предприятия активы подразделяются на оборотные и внеоборотные. Таким образом, вводится классификация активов по сроку.

Внеоборотные активы характеризуются долгосрочностью использования для производства[106]. К внеоборотным активам относят[107] основные средства, нематериальные активы, незавершенное строительство, доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения. Внеоборотные активы формируют основу производственной базы предприятия и характеризуются тем, что для их приобретения требуются существенные инвестиции, и со временем они нуждаются в модернизации и обновлении[108]. При этом быстро продать их без существенного дисконта крайне затруднительно. Также не просто оперативно подстроить их под изменение концепции бизнеса. Таким образом на самой ранней стадии

---

[104] Федеральный закон "О бухгалтерском учете" от 06.12.2011 № 402-ФЗ (ред. от 12.12.2023).

[105] Приказ Минфина России "Об утверждении Федерального стандарта бухгалтерского учета ФСБУ 4/2023 "Бухгалтерская (финансовая) отчетность" от 04.10.2023 № 157н.

[106] Золотова С.В., Хайдина Ж.В. Основные подходы к классификации и оценке внеоборотных активов в целях управления / Наука, общество и образование в условиях трансформации социально-экономической сферы: Сборник статей Всероссийской научно-практической конференции, Клин, 10 января 2024 г. Тверь: Тверской государственный университет, Российский государственный социальный университет, 2024. С. 52-57.

[107] Петров К.Л., Бутырин А.Ю., Макеев А.В. и др. Основы определения стоимости в рамках судебно-экспертной деятельности. Том 4. Словарь основных терминов судебной экспертизы, направленной на определение стоимости. Издание 2-е, исправленное и дополненное. М: ФБУ РФЦСЭ имени профессора А.Р. Шляхова при Минюсте России, 2024. 227 с.

[108] Листопад Е.Е. Учет внеоборотных активов как инструмент повышения эффективности управления ими // Вестник Академии знаний, 2025, № 2(67), с. 382-386.

разработки бизнес-проекта требуется взвешенный подход к определению необходимых внеобортных средств и их покупке.

Оборотные активы предприятия участвуют в производстве путем расходования в процессе производства и переноса своей стоимости на себестоимость производимого продукта[109]. Они характеризуются тем, что полностью обновляются /возобновляются в течение года, либо в рамках одного производственного цикла. К оборотным активам относят запасы сырья, запасы продукции, краткосрочные финансовые вложения, текущая дебиторская задолженность. Оборотные активы можно классифицировать по степени использования. Так используемыми оборотными активами можно называть активы, которые используются в производственной или инвестиционной деятельности. Неиспользуемые активы – это находящиеся в запасе или на консервации запасы сырья или продукции[110].

Стандартами РСБУ разделение на краткосрочные и долгосрочные финансовые вложения и иные активы происходит из расчета возможной реализации актива в ближайшие 12 месяцев.

При этом, согласно подходам международных стандартов финансовой отчетности, к оборотным[111] активам относятся активы продажа, потребление или реализация которых происходит в течение одного операционного цикла, даже если такой операционный цикл превышает 12 месяцев.

Как выше уже было упомянуто, активы могут иметь, в том числе и нематериальную форму. Развитие и рост компаний информационно-телекоммуникационного сектора (ИТ сектора), развитие цифровизации и

---

[109] Алябьева Т.С., Седых А.А. Анализ и оценка особенностей управления оборотными активами организации в современных условиях / Будущее науки-2019: сборник научных статей 7-й Международной молодежной научной конференции, Курск, 25-26 апреля 2019 г. Курск: Юго-Западный государственный университет, Том 1, 2019. С. 22-24.

[110] Ковалева И.П., Колтышева И.П. Российские особенности формирования и анализа оборотных активов в организации // Вектор экономики, 2020, № 10(52), с. 9.

[111] Султанова Э.А. Анализ оборотных активов предприятия в финансово- хозяйственной деятельности предприятия // Актуальные вопросы современной экономики в глобальном мире, 2018, № 9, с. 51-52.

информатизации, стимулировали обращение внимания на их продукт с точки зрения учета[112]. Продуктом компаний ИТ сектора, как правило, будет являться нематериальный актив. Основная особенность такого актива – отсутствие материальной формы, но имеющаяся ценность для организации – например, участие в генерации прибыли[113].

Нематериальные активы могут быть представлены программами ЭВМ, базами данных, лицензиями и разрешениями, изобретениями, полезными моделями, промышленными образцами, секретами производства, а также произведениями науки, литературы и искусства.

Таким образом, активы можно классифицировать по форме: физические (материальные) активы и нематериальные активы.

Отдельные предприятия, в основном финансовые компании, также разделяют активы с точки зрения ликвидности. Ликвидными признаются активы, которые можно реализовать в короткий срок без существенной потери стоимости. Неликвидными активами будут считаться те активы, которые невозможно реализовать в краткосрочной перспективе без существенного снижения цены.

Выделяют несколько типов ликвидности[114]. Так наиболее ликвидные активы – могут быть реализованы практически одномоментно – абсолютно ликвидные активы. К таким активам можно отнести денежные средства, а также ценные бумаги крупнейших надежных компаний (так называемые «голубые фишки»). Вторая группа – быстро реализуемые активы или

---

[112] Сбитнев А.В., Комиссарова И.П. Трансформация учёта нематериальных активов в связи с вводом ФСБУ 14/2022 «Нематериальные активы» / МСИ: 10 лет подготовки кадров для международной системы ПОД/ФТ: Материалы IX Международной научно-практической конференции Международного сетевого института в сфере ПОД/ФТ, Москва, 22-24 ноября 2023 г. М: Национальный исследовательский ядерный университет МИФИ, 2023. С. 977-982.

[113] Нефедова С.В., Миллер С.В. Проведение анализа нематериальных активов организации с учетом их особенностей // Вестник Тульского филиала Финуниверситета, 2021, № 1, с. 78-80.

[114] Шилов О.А., Синцова Е.А. Классификация финансовых активов // Экономика и управление: проблемы, решения, 2024, т. 3, № 7(147), с. 13-21.

высоколиквидные активы – это активы, которые могут быть реализованы в относительно короткий срок. Примеры таких активов: дебиторская задолженность, ценные бумаги так называемого «второго эшелона». Третья группа – медленно реализуемые активы или среднеликвидные. Это активы, которые требуют большего времени на реализацию – долгосрочная дебиторская задолженность, движимое имущество, запасы. Предпоследний тип – слаболиквидные активы или труднореализуемые активы – финансовые вложения, недвижимость, крупное оборудование и другие активы для которых срок экспозиции будет больше полугода. И последний тип – неликвидные активы – это активы, реализация которых сопряжена с длительным сроком экспозиции, необходимостью реализации с существенным дисконтом, существенными транзакционными издержками, а также потенциальными убытками.

Для юридических лиц также важным классификатором актива будет особенность оценки для отражения в учете[115]. Некоторые активы могут отражаться в учете по их себестоимости на постоянной основе: долгосрочные вложения в доли обществ с ограниченной ответственностью. Другие активы потребуют переоценки по истечении определенного периода. Например, объекты недвижимости могут переоцениваться на основании отчета оценщика, если это предусмотрено учетной политикой предприятия. Помимо отчета оценщика для определения стоимости, в ряде случаев, могут применяться расчетные методы или профессиональное суждение. Также имеются активы, которые требуют постоянной переоценки на основании общедоступной информации о стоимости, например, биржевой информации. Примеры таких активов: торгующиеся на организованных торгах акции и облигации.

---

[115] Коршикова С.Н. Оценка и переоценка основных средств: бухгалтерский и налоговый учет // Естественно-гуманитарные исследования, 2021, № 34(2), с. 296-298.

Частота и необходимость переоценки, при использовании РСБУ, может определяться, в том числе, учетной политикой. При использовании МСФО подразумевается справедливая оценка всех активов на дату определения стоимости.

Активы, находящиеся на балансе юридического лица или принадлежащие физическому лицу или на праве общей долевой собственности группе лиц, могут приносить или не приносить доход. По данному признаку можно ввести еще один критерий для классификации. Актив может не приносить доход в денежной форме, а исключительно в виде роста стоимости самого актива. Например, драгоценные металлы. Актив может генерировать постоянный доход. Например, рентная недвижимость или облигации. А также актив может приносить доход на нерегулярной основе. Например, акции компании с непостоянными дивидендами.

Помимо доходной части активы могут генерировать расходы. Один из возможных расходов, связанных с активом, – налог. По налоговой составляющей активы можно классифицировать по трем классам:

- актив, требующий оплату налога при владении. К таким активам относятся недвижимость (налог на имущество), транспортные средства (транспортный налог), земля (земельный налог);

- актив с налогообложением при осуществлении сделки. Данный вид характерен для организаций и представляется объектами, реализующимися с НДС;

- безналоговый актив. Данный вид активов не требует оплаты налога при владении, а также при осуществлении сделок купли-продажи. Примером такого актива могут являться монеты из драгоценных металлов, ряд исключительных прав на программы для вычислительных машин, ноу-хау.

Важно отметить, что актив может одновременно быть и облагаемым налогом по владению и при совершении сделки. Например, недвижимое имущество.

Другой вид расходов, которые могут существовать у актива – расходы на хранение. Хранение может осуществляться силами самого владельца актива, а также специализированными организациями. Так ценные бумаги могут учитываться у реестродержателя или в депозитариях.

Помимо вышеуказанных расходов актив может генерировать постоянный или периодический расход на поддержание состояния. Например, это может быть расход на текущий ремонт объектов недвижимости, оборудования, транспортных средств.

С точки зрения доходов и расходов актив может иметь смешанный профиль. Так, например, сайт компании может являться нематериальным активов предприятия. Сам по себе такой актив не приносит прибыль, но косвенно влияет на ее размер за счет рекламы товаров и услуг, а также за счет возможности осуществить покупку через сайт. Одновременно с этим такой актив будет приносить расходы по поддержанию и обслуживанию сайта.

Активы, вне зависимости от того, принадлежат ли они физическому лицу или юридическому лицу, классифицируются по форме управления. Базовая форма – нахождение в управлении собственника. При данном виде управления собственник самостоятельно осуществляет все фактические и юридические действия с активом. Также актив может находиться в аренде. При данном виде управления – активом распоряжается арендатор. При этом объем возможных операций с активом предусматривается договором аренды. Максимальный набор прав, а также передача всех рисков и выгод от использования актива – финансовая аренда или лизинг.

Право хозяйственного ведения – данный вид права относится к государственным или муниципальным унитарным предприятиям[116] и дает им право владеть, пользоваться и распоряжаться имуществом государства или

[116] Молчанов А.А. Постатейный комментарий ко второй части гражданского кодекса Российской Федерации: Научно-практический комментарий. СПб: Санкт-Петербургский университет МВД России, 2024. 628 с.

муниципального образования в пределах, ограниченных нормативно-правовыми актами.

Право оперативного управления также относится к государственной сфере. Это вид права, при котором казенное предприятие владеет и распоряжается закрепленным за ним имуществом, в рамках установленных законом ограничений[117], в соответствии с целями своей деятельности и назначением имущества.

Отдельно необходимо отметить форму управления, при которой актив передается профессиональному управляющему, который извлекает прибыль в интересах учредителя за вознаграждение, – доверительное управление[118].

Доверительное управление можно условно разделить по характеру совершаемых сделок и по типу взаимодействия с управляющим. Характер совершаемых сделок будет отличать активное и пассивное управление. Так при пассивном управлении обычно определяются активы, в которые будет инвестированы переданные средства, сделки совершаются редко и на долгосрочной основе. При активном управлении управляющий действует более рискованно - инвестирование происходит в более широкий спектр активов, сделки совершаются гораздо чаще, чем при пассивном управлении, управляющий более свободен в своих действиях.

По типу взаимодействия различают индивидуальное и коллективное доверительное управление. При индивидуальном доверительном управлении управляющий заключает прямой договор с клиентом и формирует ему индивидуальный портфель. При коллективном доверительном управлении множество инвесторов объединяют свои средства в единый портфель, которым, как единым целым, управляет управляющий. Полученные доходы

---

[117] Молчанов А.А. Постатейный комментарий ко второй части гражданского кодекса Российской Федерации: Научно-практический комментарий. СПб: Санкт-Петербургский университет МВД России, 2024. 628 с.

[118] Михалёва Т.Н., Харитонова Л.И. / под редакцией Елизарова Н.В. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2012. 354 с.

распределяются между инвесторами соответственно их доле при внесении средств в портфель. Классический пример коллективного доверительного управления – паевой инвестиционный фонд.

Здесь сразу необходимо отметить характер взаимодействия управляющего и учредителя управления (учредителей управления) при описанных выше вариантах. При индивидуальном доверительном управлении, как правило, велико участие учредителя управления в деятельности доверительного управляющего. Такое участие может быть реализовано через инвестиционный комитет, предварительное согласование сделок, последующее одобрение сделок и иные подобные механизмы. В случае коллективных инвестиций с большим числом инвесторов, доверительный управляющий не будет иметь тесный контакт с учредителями управления, а будет осуществлять сделки в строгом соответствии с инвестиционной декларацией.

Рассматривая доверительное управление и инструменты коллективных инвестиций с точки зрения активов, следует отметить два момента. С одной стороны, для некоторых форм существуют нормативно-правовые ограничения по активам, которые могут входить в имущество фондов, либо передаваться в доверительное управление и приобретаться в рамках доверительного управления.

С другой стороны, передача актива в доверительное управление, также как и использование иных форм структурирования, рассмотренных в предыдущем параграфе, не всегда может приносить преимущества.

В этой связи, в рамках выполнения данного исследования, предлагается ввести классификацию активов с точки зрения актуальности структурирования с помощью любой формы структурирования, в том числе с помощью элемента рынка коллективных инвестиций - паевого инвестиционного фонда.

Стоит отметить, что один и тот же актив может в различных ситуациях относиться к активам, для которых актуально структурирование и к активам, для которых структурирование не актуально.

Рассмотрим примеры. В первую очередь рассмотрим наиболее ликвидный актив с минимальным риском – денежные средства. Данный актив, в случае, если денежные средства находятся на расчетном счете, относится к активам, для которых структурирование не актуально. Однако при размещении денежных средств в депозит или на неснижаемом минимальном остатке, появляется актуальность структурирования так как с помощью структурирования появляется возможность влиять на финансовый результат путем использования структур с льготным налогообложением.

Рассматривая в качестве примера рентную недвижимость, необходимо проанализировать её по нескольким аспектам. С одной стороны, прибыль, получаемая от аренды объекта недвижимости, может быть увеличена при использовании структурирования, которое дает льготу по налогу на прибыль. Однако, с другой стороны, необходимо проверить, как указанная структура будет влиять на остальные доходы и расходы объекта. Например, если объект принадлежал физическому лицу, то при структурировании с использованием юридического лица, либо структуры, относимой налоговым органом с точки зрения ставки к юридическим лицам, возможно увеличение налогов на имущество.

Кроме того, необходимо учитывать сопутствующие расходы при структурировании – саму стоимость структурирования. При построении необходимой структуры возможны как единовременные, так и постоянные расходы на поддержание /обслуживание структуры.

Отдельно стоит отметить, что владелец актива, либо менеджмент, может рассматривать структурирование актива с точки зрения не финансовых целей. Так, например, могут преследоваться цели физической или информационной защиты актива, выделения непрофильного актива и иные не финансовые цели.

В этом случае актуальность структурирования оценивается уже не с точки зрения возможных финансовых преимуществ, а с точки зрения стоимости такого структурирования, возможного увеличения расходов, по сравнению с целями. Иными словами, считает ли собственник или менеджмент, что для достижения своих целей они готовы нести указанные расходы.

Таким образом, предлагается считать, что для актива структурирование является актуальным в случае, если преимущества (в том числе не материальные), которые получает лицо, принимающее управленческие решения в отношении указанного актива, от реализованного структурирования превышает транзакционные издержки на реализацию структурирования и поддержку созданной структуры.

В результате можно сделать вывод, что предложенная классификация тесно связана с самим структурированием и для классификации актива по актуальности структурирования необходимо рассматривать сам актив и возможные варианты структурирования в комплексе. При этом стоит отметить, что для одного и того же актива различные виды структурирования могут являться как актуальными, так и не актуальными. Следовательно, отнесение актива к активам, для которых актуально структурирование, возможно только после всесторонней оценки влияния структурирования на доходы, расходы и достижение целей собственника или менеджмента.

В связи с тем, что настоящее исследование ориентировано на изучение закрытых паевых инвестиционных фондов как механизма структурирования активов, в дальнейшем основной акцент с точки зрения структурирования будет сделан на закрытые паевые инвестиционные фонды.

1.3. Паевой инвестиционный фонд как потенциально реализуемый механизм структурирования активов

Понятие паевого инвестиционного фонда определено Федеральным законом "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 № 156-ФЗ[119]. Паевой инвестиционный фонд - обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного управляющей компании учредителями доверительного управления. Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом – данный момент является ключевым и основополагающим с точки зрения, как функционирования фондов, так и ряда преимуществ.

Основополагающим документом любого паевого инвестиционного фонда являются правила доверительного управления (Правила ДУ, ПДУ). Данный документ составляется управляющей компанией и регистрируется в Банке России или согласовывается в специализированном депозитарии. Банк России регистрирует правила доверительного управления паевых инвестиционных фондов, инвестиционный паи которых могут приобретаться любыми инвесторами. Правила доверительного управления фондов, инвестиционные паи которых предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов, подлежат согласованию специализированным депозитарием с последующим уведомлением Банка России для добавления в реестр паевых инвестиционных фондов[120].

Правила доверительного управления составляются в соответствие с требованиями федерального закона №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», нормативных подзаконных актов, и содержат ряд обязательных разделов, таких как: инвестиционная декларация, права и обязанности управляющей компании, права владельцев инвестиционных паев, выдача и погашение инвестиционных паев, вознаграждения и расходы, прекращение фонда[121].

---

[119] Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 23.05.2025) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.06.2025).

[120] Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220.

[121] Ляхнова А.Н. Финансирование девелоперских проектов в закрытом паевом инвестиционном фонде: диссертация кандидата экономических наук. СПб., 2015. 230 с.

Будущий пайщик (учредитель доверительного управления) может присоединиться к договору доверительного управления (правилам ДУ) только в целом – путем приобретения инвестиционных паев.

Присоединяясь к договору доверительного управления (в данном случае правилам доверительного управления - ПДУ), инвестор передает имущество для включения его в состав имущества фонда с условием объединения с иным имуществом фонда, которое передали иные инвесторы. При этом имущество паевого инвестиционного фонда принадлежит владельцам инвестиционных паев на праве общей долевой собственности.

Таким образом реализуется структурирование активов через отчуждение актива в доверительное управление.

Правила доверительного управления также должны содержать указание на один из типов паевого инвестиционного фонда[122], предусмотренных статьей 11 Федерального закона об инвестиционных фондах 156-ФЗ. На данный момент предусмотрено четыре типа паевых инвестиционных фондов: Открытый, Биржевой, Интервальный и Закрытый.

Ключевые отличия типов паевых инвестиционных фондов связаны с возможностью инвестора приобрести или погасить инвестиционные паи. Так паевые инвестиционные фонды открытого типа позволяют осуществить приобретение или погашение инвестиционных паев у управляющей компании в любой рабочий день. У инвесторов биржевых паевых инвестиционных фондов имеется право требовать у уполномоченного управляющей компанией лица приобретения всех или части инвестиционных паев на бирже на условиях, предусмотренных ПДУ. При этом указанное уполномоченное лицо имеет право в сроки, предусмотренные Правилами ДУ, требовать от управляющей компании погашения указанных инвестиционных паев. Правила доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом

---

[122] Семенихин В.В. Доверительное управление, паевые инвестиционные фонды, 2-е изд., перераб. и доп.. М: ГроссМедиа, 2016. 388 с.

должны содержать срок, в течение которого владелец инвестиционных паев имеет право требовать погашения всех или части, принадлежащих ему инвестиционных паев[123].

Паевой инвестиционный фонд закрытого типа предусматривает отсутствие у владельцев инвестиционных паев права требовать погашения принадлежащих им инвестиционных пав до окончания срока действия договора[124] доверительного управления иначе, как в случаях, прямо предусмотренных Федеральным законом "Об инвестиционных фондах". Следовательно, закрытый паевой инвестиционный фонд можно охарактеризовать как инструмент долгосрочного инвестирования, подходящий для реализации сложных, долгосрочных проектов[125].

Федеральный закон 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» допускает изменение типа паевого инвестиционного исключительно исходя из логики ослабления ограничений по возможности приобретения/погашения паев. Закрытый паевой инвестиционный фонд может быть преобразован в интервальный или открытый фонд. Интервальный фонд может сменить тип на открытый. Открытый паевой инвестиционный фонд не может изменить тип. Изменение типа паевого инвестиционного фонда происходит путем внесения соответствующих изменений в правила доверительного управления фондом.

Помимо особенностей по приобретению/погашению инвестиционных паев, различные типы фондов имеют ряд принципиальных различий.

С точки зрения срока действия правил доверительного управления нижняя граница установлена только для закрытых паевых инвестиционных фондов и составляет 3 года.

---

[123] Холкина М.Г., Почежерцева З.А., Протопопова Е.П. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах", Электронная версия, созданная специально для системы ГАРАНТ, 2015 г.. URL: https://base.garant.ru/57470171/?ysclid=mgunw8s5xw992326060

[124] Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса. М: Университет «Синергия», 2016. 904 с.

[125] Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М: Статут, 2011. 1104 с.

Сроки окончания формирования фондов также отличаются в зависимости от типа. Для всех типов паевого инвестиционного фонда, кроме закрытого, завершение формирования фонда происходит в дату направления отчета о завершении формирования в Банк России[126]. Для закрытых паевых инвестиционных фондов формирование фонда считается завершенным либо в день регистрации Банком России изменений и дополнений в правила доверительного управления, связанных с количеством выданных инвестиционных паев, либо при согласовании подобных изменений специализированным депозитарием, в зависимости от отнесения инвестиционных паев к ценным бумагам для квалифицированных инвесторов, либо для широкого круга инвесторов.

Для закрытого типа паевого инвестиционного фонда также предусмотрено несколько возможностей для владельцев инвестиционных паев влиять на управление – путем участия в общем собрании владельцев инвестиционных паев и через инвестиционный комитет.

Подход к определению возможного количества инвестиционных паев фонда также зависит от типа – для закрытых паевых инвестиционных фондов количество выдаваемых инвестиционных паев указывается в правилах доверительного управления, в то время как для иных типов количество выдаваемых инвестиционных паев не ограничено[127].

Принадлежность инвестиционных паев фонда к ценным бумагам для квалифицированных инвесторов или к ценным бумагам для широкого круга инвесторов указывается в правилах доверительного управления. Инвестиционные паи для квалифицированных инвесторов могут быть только в фондах интервального или закрытого типа[128].

---

[126] Терехова Е.В. Правовое регулирование прямых и портфельных инвестиций. М: Русайнс, 2024. 229 с.

[127] Леонтьева И.П., Валухов А.О. Институты и стратегии коллективного инвестирования на финансовом рынке. СПб: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2019. 121 с.

[128] Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 23.05.2025) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.06.2025).

Для закрытых паевых инвестиционных фондов в правилах доверительного управления может быть предусмотрено право управляющей компании такого паевого инвестиционного фонда приобретать паи данного фонда при формировании[129].

В зависимости от планируемого инвестиционного проекта, для фонда может быть выбрана одна из 4 категорий, доступных на данный момент в соответствии с Указанием Банка России от 05.09.2016 № 4129-У "О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов"[130] (далее - Указание № 4129-У). Паевой инвестиционный фонд может быть одной из следующих категорий: фонд рыночных финансовых инструментов, фонд недвижимости, фонд финансовых инструментов и комбинированный фонд. Паевые инвестиционные фонды, инвестиционные паи которых предназначены для неквалифицированных инвесторов могут относиться либо к фондам рыночных финансовых инструментов, либо к фондам недвижимости, паевые инвестиционные фонды, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов могут быть только трех последних категорий.

В зависимости от категории фонда Указание № 4129-У определяет состав активов, которые могут составлять имущество фонда[131]. Разделяя категории на фонды с паями для квалифицированных инвесторов и паями для неквалифицированных инвесторов, регулятор преследовал цель разделить возможности инвестирования для различных инвесторов с точки зрения рисков, которые несут те или иные типы активов.

---

[129] Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М: Статут, 2011. 1104 с.

[130] Указание Банка России "О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов" от 05.09.2016 № 4129-У (ред. от 02.08.2023).

[131] Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 23.05.2025) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.06.2025).

Наименее рисковые фонды – фонды, инвестиционные паи которых не предназначены для квалифицированных инвесторов, и они могут в состав активов включать:

для категории "фонд рыночных финансовых инструментов":

- активы, допущенные к организованным торгам (или в отношении которых биржей принято решение о включении в котировальные списки) на биржах Российской Федерации и иных биржах, предусмотренных Указанием № 4129-У, за исключением инвестиционных паев фондов для квалифицированных инвесторов, и активы, являющиеся клиринговыми сертификатами участия;
- инвестиционные паи открытых паевых инвестиционных фондов;
- денежные средства в рублях и в иностранной валюте на счетах и во вкладах (депозитах) в российских кредитных организациях и иностранных банках, предусмотренных Указанием № 4129-У, депозитные сертификаты российских кредитных организаций и иностранных банков иностранных государств, государственные ценные бумаги Российской Федерации и иностранных государств, требования к кредитной организации выплатить денежный эквивалент драгоценных металлов по текущему курсу (далее - инструменты денежного рынка);
- права требования из договоров, заключенных для целей доверительного управления в отношении указанных активов;
- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд;

- ценные бумаги для квалифицированных инвесторов и производные финансовые инструменты в случаях, отдельно прописанных в Указании № 4129-У.

для категории фондов "фонд недвижимости":

- жилые помещения, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности (в том числе в многоквартирном доме);
- нежилые помещения в многоквартирном доме, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- нежилые здания, введенные в эксплуатацию в установленном порядке и соответствующие требованиям настоящего Указания, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- помещения в нежилых зданиях, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- единые недвижимые комплексы, в случае если в их состав входит только недвижимое имущество, разрешенное для включения в состав активов фондов для неквалифицированных инвесторов, относящихся к категории фондов недвижимости (вышеуказанные активы);
- сооружения инженерной инфраструктуры, предназначенные исключительно для обслуживания и (или) эксплуатации недвижимого имущества, составляющего фонд или

приобретаемого в состав активов фонда на основании заключенного договора;

- земельные участки, на которых расположено недвижимое имущество, составляющее фонд, в том числе находящиеся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- права аренды земельного участка, на котором расположено недвижимое имущество, составляющее фонд;
- имущественные права из договоров участия в долевом строительстве жилых и многоквартирных домов, заключенных в соответствии с Федеральным законом от 30 декабря 2004 года N 214-ФЗ "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации"[132] (далее - Федеральный закон от 30 декабря 2004 года N 214-ФЗ) (далее при совместном упоминании - инвестиции в недвижимое имущество).
- инструменты денежного рынка.
- производные финансовые инструменты в соответствии с Указанием №4129-У.
- права требования из договоров, заключенных для целей доверительного управления в отношении активов, указанных выше.
- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным

[132] Федеральный закон "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации" от 30.12.2004 № 214-ФЗ (ред. от 26.12.2024) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2025).

управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд.

При этом нежилые здания, помещения в нежилых зданиях и единые недвижимые комплексы могут приобретаться только при соблюдении условий Указания №4129-У по фактически сданным площадям и оценщику, проводящему оценку указанных объектов.

Также для фондов недвижимости, предназначенных для неквалифицированных инвесторов, ранее была предусмотрена минимальная сумма инвестирования, являющаяся также минимальной суммой денежных средств на которую должен был выдаваться один инвестиционный пай, которая составляла 300 000 рублей[133]. С марта 2022 года указанная сумма, благодаря запросам рынка, была понижена до 100 000 рублей, а уже с 1 октября 2023 года вовсе отменена. Отмена в том числе произошла в связи с переориентацией регулятора на необходимость проведения тестирования потенциальных приобретателей инвестиционных паев.

В состав активов фондов, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, могут входить следующие активы:
для категории фондов недвижимости:

- недвижимое имущество, в том числе находящееся в общей собственности с определением доли управляющей компании инвестиционного фонда в праве собственности;
- имущественные права на недвижимое имущество, в том числе права аренды недвижимого имущества, права из договоров, на основании которых осуществляется строительство (создание) объектов недвижимого имущества на выделенном в установленном порядке для целей строительства (создания) указанного объекта недвижимости земельном участке, который

[133] Леонтьева И.П., Валухов А.О. Институты и стратегии коллективного инвестирования на финансовом рынке. СПб: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2019. 121 с.

(право аренды которого) составляет активы инвестиционного фонда, права из договоров участия в долевом строительстве объектов недвижимого имущества, заключенных в соответствии с Федеральным законом от 30 декабря 2004 года N 214-ФЗ;

- имущественные права, связанные с возникновением права собственности на объект недвижимости (его часть) после завершения его строительства (создания);
- имущественные права из договоров, на основании которых осуществляется реконструкция объектов недвижимости, составляющих активы инвестиционного фонда;
- проектная документация для строительства или реконструкции объекта недвижимости;
- производные финансовые инструменты, изменение стоимости которых зависит от величины процентных ставок, уровня инфляции, курсов валют;
- денежные средства в рублях и в иностранной валюте на счетах и во вкладах (депозитах) в российских кредитных организациях и иностранных банках любых иностранных государств, депозитные сертификаты российских кредитных организаций и иностранных банков любых иностранных государств, государственные ценные бумаги Российской Федерации и любых иностранных государств, требования к кредитной организации выплатить денежный эквивалент драгоценных металлов по текущему курсу;
- права требования из договоров, заключенных для целей доверительного управления в отношении указанных активов (за исключением прав требования, возникающих из договоров займа);

- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд.

для категории фондов финансовых инструментов:

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

- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим инвестиционный фонд.

для категории комбинированных фондов:

- любые активы за исключением наличных денежных средств.

Помимо ограничений на состав активов инвестиционных фондов, Указание №4129-У также накладывает ограничения на структуру активов. Для фондов, инвестиционные паи которых предназначены для неквалифицированных инвесторов предусматриваются ограничения[134] на ценные бумаги одного юридического лица, денежные средства во вкладах в таком юридическом лице и права требования к такому юридическому лицу, которое составляет 10%. Аналогичное ограничение предусмотрено для ценных бумаг одного субъекта РФ.

Анализируя указанные ограничения на состав и структуру активов закрытого паевого инвестиционного фонда, можно сделать вывод о том, что регулятор Банк России видит своей целью защиту рядовых, неквалифицированных инвесторов путем нормативного ограничения рисков в фондах, инвестиционные паи которых предназначены для неквалифицированных инвесторов. Риски инвестирования ограничиваются как составом активов, представленным в основном инструментами денежного рынка, либо ликвидной недвижимостью, так и структурой активов - ограничение доли одного эмитента снижает потенциальный кредитный риск для фонда.

В тоже время стоит отметить, что для квалифицированных инвесторов регулятор открывает широкие возможности по инвестированию, в основном не ограничивая ни составом, ни структурой такого рода фонды.

---

[134] Леонтьева И.П., Валухов А.О. Институты и стратегии коллективного инвестирования на финансовом рынке. СПб: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2019. 121 с.

Резюмируя вышеуказанные особенности и ограничения, можно сделать вывод, что если проект предполагает привлечение большого числа рыночных пайщиков и при этом его возможно структурировать с учетом ограничений на состав и структуру соответствующих категорий фондов, то такой фонд следует реализовывать в категориях, позволяющих создавать фонд с инвестиционными паями не предназначенными для квалифицированных инвесторов. Фонды для квалифицированных инвесторов предпочтительны для реализации сложных проектов с различными видами рисковых активов и при участии небольшого количества пайщиков[135].

Структурирование любого проекта или сделки с использованием ЗПИФ можно условно разделить на несколько этапов – подготовительные процедуры и создание финансовой модели, осуществление сделки, жизненный цикл фонда, прекращение фонда и завершение проекта.

Подготовительные процедуры предусматривают создание паевого инвестиционного фонда путем регистрации или согласования правил доверительного управления, а также подготовку сделки /вхождения в проект – плана наполнения фонда имуществом.

Создание паевого инвестиционного фонда состоит из определения ключевых параметров правил доверительного управления фондом, написании правил, подготовки комплекта документов для регистрации в Банке России / согласовании в специализированном депозитарии, непосредственно регистрации / согласовании и формировании фонда.

Основные параметры, которые необходимо определить для написания правил доверительного управления определяются управляющей компанией в зависимости от предполагаемой модели фонда. В случае если предполагается реализация клиентам финансового продукта в виде инвестиционных паев

---

[135] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

паевого инвестиционного фонда, управляющая компания самостоятельно определяет ключевые параметры для правил доверительного управления[136]. В случае если паевой инвестиционный фонд создается для реализации проекта/сделки конкретного клиента, то определение ключевых параметров проводится уже совместно с клиентом. Можно выделить следующие ключевые параметры для написания правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом[137]:

- Категория паевого инвестиционного фонда. В зависимости от выбранной категории фонда определяется возможное к включению в инвестиционную декларацию имущество. Также на данном этапе определяется будут ли паи инвестиционного фонда предлагаться неограниченному кругу лиц, либо будут предназначены только для квалифицированных инвесторов.
- Инвестиционная декларация. Определяются активы, которые могут входить в состав паевого инвестиционного фонда на основании Указания Банка России 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов».
- Инфраструктура фонда. Определяются специализированный депозитарий, специализированный регистратор, а также оценщики и аудитор фонда.
- Инвестиционный комитет. Правилами доверительного управления может быть предусмотрена необходимость одобрения сделок с имуществом паевого инвестиционного фонда и (или) действий, связанных с осуществлением прав участника по акциям/долям, входящим в состав активов фонда.

---

[136] Семенихин В.В. Доверительное управление, паевые инвестиционные фонды, 2-е изд., перераб. и доп.. М: ГроссМедиа, 2016. 388 с.

[137] Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220.

Инвестиционный комитет может формироваться либо из пайщиков паевого инвестиционного фонда, либо из назначенных пайщиками инвестиционного фонда физических лиц[138]. В последнем случае может быть предусмотрено вознаграждение членам инвестиционного комитета. В состав инвестиционного комитета не могут входить представители управляющей компании, либо назначенные ею лица.

- Доход по инвестиционным паям. Правилами доверительного управления может быть предусмотрена выплата дохода по инвестиционным паям. В правилах доверительного управления определяется порядок расчета дохода, сроки выплаты. Доход по инвестиционным паям не может зависеть от решения управляющей компании[139].
- Количество голосов на общем собрании владельцев инвестиционных паев, требующееся для принятия решения. Решение может приниматься большинством голосов от общего количества голосов, предоставляемых владельцам инвестиционных паев в соответствии с количеством принадлежащих им инвестиционных паев, либо правилами доверительного управления может быть предусмотрено большее количество голосов.
- Имущество, передаваемое в оплату инвестиционных паев. Помимо денежных средств правилами доверительного управления может быть предусмотрено иное имущество для

[138] Михалёва Т.Н., Харитонова Л.И. / под редакцией Елизарова Н.В. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2012. 354 с.

[139] Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220.

передачи в оплату инвестиционных паев[140]. Должны быть определены порядок передачи такого имущества и определения его стоимости.

- Выдача инвестиционных паев при досрочном погашении. Данная функция предполагает выдачу инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда в случае досрочного погашения части инвестиционных паев[141]. При этом выдача возможна исключительно в объеме досрочно погашаемых паев. Указанная возможность позволяет не прерывать инвестиционный проект при необходимости выхода одного из участников и позволяет осуществить замену инвестора.
- Частичное погашение инвестиционных паев. При реализации долгосрочного инвестиционного проекта возможно частичное исполнение проекта, при котором в фонд поступают денежные средства в объемах, которые не представляется возможным разместить с доходностью, которая будет сопоставимой с доходностью самого инвестиционного проекта. Механизм частичного погашения инвестиционных паев позволяет управляющей компании производить погашение инвестиционных паев по мере выполнения инвестиционного проекта. Даты частичного погашения должны быть изначально указаны в правилах доверительного управления фондом. Частичное погашение инвестиционных паев может производиться не раньше, чем через 3 месяца после предыдущего погашения. При проведении частичного

[140] Леонтьева И.П., Валухов А.О. Институты и стратегии коллективного инвестирования на финансовом рынке. СПб: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2019. 121 с.

[141] Михалёва Т.Н., Харитонова Л.И. / под редакцией Елизарова Н.В. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2012. 354 с.

погашения может быть погашено не более 20% инвестиционных паев фонда. Решение о проведении частичного погашения, а также его объем определяется управляющей компанией.

- Расходы паевого инвестиционного фонда. Для каждого паевого инвестиционного фонда определяется список расходов на основании Указания 3506-У[142], а также имущества, разрешенного инвестиционной декларацией и планируемого инвестиционного проекта[143].
- Максимальный размер вознаграждений инфраструктуры фонда. Правилами доверительного управления определяется максимальный размер вознаграждения специализированного депозитария и регистратора, оценщиков и аудитора, а также вознаграждение управляющей компании, которое может предусматривать вознаграждение за управление и вознаграждение за успех.

После написания правил доверительного управления осуществляется заключение договоров со специализированным депозитарием и регистратором, оценщиками и аудитором.

Комплект документов для регистрации / согласования правил фонда направляется в Банк России / специализированный депозитарий, соответственно.

После определения ключевых параметров фонда и планируемого проекта/сделки, осуществляется подготовка финансовой модели проекта. В финансовой модели проекта моделируется ежемесячный состав активов и

---

[142] Указание Банка России "О перечне расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда, или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд" от 24.12.2014 № 3506-У (ред. от 29.11.2017).

[143] Холкина М.Г., Почежерцева З.А., Протопопова Е.П. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах". Электронная версия, созданная специально для системы ГАРАНТ, 2015 г. URL: https://base.garant.ru/57470171/?ysclid=mgunw8s5xw992326060

пассивов фонда, стоимость чистых активов фонда, расчетная стоимость пая. В зависимости от имущества, входящего в состав активов фонда, прогнозируются налоговые отчисления, госпошлины, страховые взносы, иные расходы. Финансовая модель определяет прогнозные выплаты дохода пайщикам, прирост стоимости пая и сумму, причитающуюся при погашении инвестиционных паев. На основании расчетов возможно сделать вывод об ожидаемой доходности инвестиционного проекта и вложения в инвестиционные паи.

Параллельно с написанием правил фонда, его регистрацией и созданием финансовой модели, определяется последовательность действий по планируемой сделке и определяются особенности проведения сделки.

Для формирования фонда определяется пайщик, а также имущество, которое будет передаваться в оплату инвестиционных паев при формировании. В случае, если паи фонда предназначены для квалифицированных инвесторов, пайщик должен отвечать требованиям для квалифицированного инвестора и пройти процедуру квалификации в управляющей компании[144].

В зависимости от имущества, передаваемого в оплату инвестиционных паев, определяется форма проведения сделки (простая письменная, нотариальная, требующая государственной регистрации), необходимые документы и разрешения (корпоративные одобрения, согласие ФАС, нотариальные подтверждения).

Итогом определения всех особенностей сделки является план проведения сделки с указанием этапности и сроков – тайминг сделки.

Сформированный паевой инвестиционный фонд осуществляет свою дальнейшую деятельность в соответствии с правилами доверительного управления, нормативно-правовыми актами в сфере финансовых рынков, на

---

[144] Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М: Статут, 2011. 1104 с.

основании финансовой схемы проекта. В процессе срока жизни фонда могут проводиться различные корпоративные процедуры, такие как: выдача дополнительных инвестиционных паев[145], проведение общих собраний владельцев инвестиционных паев, частичные погашения инвестиционных паев, выплаты дохода по инвестиционным паям, проведения заседаний инвестиционного комитета и иные.

При управлении паевым инвестиционным фондом управляющая компания действует в рамках сформированной финансовой модели, осуществляя корректировку модели по мере получения фактических показателей, ранее полученных в модели расчетным путем. В зависимости от рыночной конъюнкты управляющая компания может вносить существенные корректировки в реализуемый инвестиционный проект, однако ограниченные имеющейся инвестиционной декларацией и полученными одобрениями инвестиционного комитета. Решения, выходящие за рамки инвестиционной декларации, могут быть приняты только после проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев и внесения изменений в инвестиционную декларацию.

Завершение инвестиционного проекта путем прекращения инвестиционного фонда может быть приятно по факту истечения срока паевого инвестиционного фонда, указанного в правилах доверительного управления, а также по решению общего собрания владельцев инвестиционный паев, либо по решению управляющей компании, если это предусмотрено правилами доверительного управления фондом[146]. Прекращение фонда занимает от двух с половиной месяцев до полугода и завершается погашением инвестиционных паев с выплатой владельцам

[145] Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220.
[146] Леонтьева И.П., Валухов А.О. Институты и стратегии коллективного инвестирования на финансовом рынке. СПб: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2019. 121 с.

инвестиционных паев денежных средств, либо выделом имущества в натуре[147].

Таким образом, рассматривая закрытый паевой инвестиционный фонд как механизм структурирования активов, необходимо отметить следующие важные аспекты:

1. Структура, создаваемая с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда имеет строгое регулирование на уровне федерального законодательства и подзаконных нормативных актов.
2. Основные положения реализуемого структурирования закладываются в правилах доверительного управления фонда.
3. В процессе жизни паевого инвестиционного фонда возможно внесение изменений в основополагающий документ фонда – правила доверительного управления. Однако существенные изменения возможны только при согласовании с инвесторами.
4. Инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда могут быть предназначены для квалифицированных инвесторов, либо для широкого круга лиц. Через наличие ограничений по обращению инвестиционных паев и соответствующим ограничениям состава и структуры активов, законодатель регулирует риски, которые может взят на себя инвестор.
5. Для всех категорий закрытых паевых инвестиционных фондов, кроме категории «комбинированный фонд» имеются нормативные ограничения по активам, которые могут входить в состав имущества фонда.
6. Структурирование с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда основано на отчуждении активов экономическим актором в доверительное управление и получении взамен переданных активов ценной бумаги – инвестиционного пая.

---

[147] Михалёва Т.Н., Харитонова Л.И. / под редакцией Елизарова Н.В. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2012. 354 с.

7. Структурирование с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда имеет временные ограничения, указанные в правилах доверительного управления в виде срока действия договора доверительного управления. При этом данный срок может быть продлен неограниченное количество раз.

При анализе механизмов структурирования активов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов указанные выше особенности и ограничения необходимо сопоставлять с преимуществами, которые дает указанное структурирование, а также с потребностями и целями лиц, принимающих управленческие и инвестиционные решения по структурированию активов, что будет представлено в последующих главах исследования.

Глава 2. Механизм закрытого паевого инвестиционного фонда для целей структурирования активов

2.1. Исследование динамики рынка коллективных инвестиций и доверительного управления

Инвестиционные фонды получили широкое распространение по всему миру и являются развивающейся индустрией с отдельными страновыми особенностями. В целом инвестиционные фонды рассматриваются как элемент рынка коллективных инвестиций, дающий возможность инвестировать как в долгосрочные проекты, так и в инструменты денежного рынка на коротком инвестиционном горизонте[148]. В каждой стране инвестиционные фонды имеют свои особенности, категории и типы.

Помимо непосредственного отличия самих инвестиционных фондов, отличается также поведение и восприятие рынка паевых инвестиционных фондов инвесторами.

На основании результатов проведенного исследования ситуации, сложившейся на рынках инвестиционных фондов России, Индии, Южной Кореи, Канады, Чили и Европы в 2020 году, и выявленных отличий возможно сделать вывод об имеющихся различиях в функционировании российского и иностранных рынков паевых инвестиционных фондов, что позволяет в дальнейшем сконцентрироваться на изучении динамики российского рынка паевых инвестиционных фондов (рынка доверительного управления и коллективных инвестиций), а также сделать выводы о том, что:

1. В период роста неопределенности и падении рынков инвесторы старались выйти из инвестиционных фондов и перейти в наличность, либо в высоколиквидные активы.

---

[148] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

2. Инвесторы долгосрочных инвестиционных фондов продолжали осуществлять выход из данного вида инвестиций не только в самые критические моменты, но и в последующий период. Возможно это связано с двумя факторами: общая неопределенность в дальнейших движениях рынка, а также различие в транзакционных издержках – выход из долгосрочных фондов может занимать до полугода.
3. Постепенный возврат инвесторов в инвестиционные фонды с ликвидными краткосрочными активами и возможностью быстрого выхода во второй половине 2020 года говорит об изменении настроения инвесторов, но порождает дополнительные издержки в виде затрат на вход и выход.
4. В некоторых случаях эндогенные особенности финансового рынка могут иметь более сильное влияние на поведение инвесторов нежели глобальная пандемия и иные внешние факторы. С одной стороны, можно указать на сильные стороны данной ситуации, но с другой стороны такое поведение финансовой системы может являться фактором неопределенности для внешних инвесторов, что в конечном итоге будет иметь скорее негативные последствия в виде отрицательного инвестиционного потока зарубежного капитала.[149]

Представленный ниже анализ дополнительно интересен тем, что 2020 год был отмечен пандемией новой коронавирусной инфекции COVID-19, что оказало существенное влияние на все мировые отрасли и, в том числе, на паевые инвестиционные фонды.

Согласно данным Центрального Банка России, за 1 квартал 2020 года произошло снижение суммарного объема портфелей паевых инвестиционных фондов на -6,5%. При этом отмечается прирост объема портфелей биржевых

[149] Бухаров А.Е. Инвестиции в ПИФ и COVID-19 / Приоритеты новой экономики: энергопереход 4.0 и цифровая трансформация: Сборник тезисов всероссийской научно-практической конференции, Москва, 15 декабря 2021 г. М: Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, 2022. С. 136-139.

инвестиционных фондов на уровне 37% за 1 квартал 2020 года. В соответствии с данными Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), за первый квартал 2020 года зафиксирован чистый прирост инвестиций в открытые паевые инвестиционные фонды в размере 50,52 млрд руб., что составляет порядка 48,9% от суммарного чистого потока в фонды данного типа за весь 2019 год. Во втором квартале 2020 года чистый поток инвестиций составил: для закрытых паевых инвестиционных фондов +42,3 млрд руб. или -27% по сравнению с аналогичным периодом 2019 года, для открытых паевых инвестиционных фондов +25,2 млрд руб. или +340% по сравнению с аналогичным периодом 2019 года и для биржевых инвестиционных фондов +6,1 млрд руб. или +164% по сравнению с аналогичным периодом 2019 года, в соответствии с данными, опубликованными Центральным Банком России[150].

Сложившаяся динамика притоков/оттоков инвестиций в российских инвестиционных фондов может быть следствием следующих факторов, оказавших влияние на рынок инвестиционных фондов 2020 года и существенно его поддержавших. Во-первых, ключевая ставка Банка России в конце 2019 года, начале 2020 года находилась на уровне близком к минимальным значениям за предыдущие 5 лет, что оказывало негативное влияние на уровень ставок по депозитам в коммерческих банках. Во-вторых, с началом пандемии COVID-19 Правительством Российской Федерации был принят ряд мер по борьбе с пандемией и ее последствиями, в том числе финансовых – произошло изменение в налогообложении доходов физических лиц (введение повышенной ставки для доходов, превышающих 5 млн руб.; введение налогообложения доходов от банковских депозитов, превышающих 1 млн руб.). Указанные факторы, с одной стороны, спровоцировали

[150] Бухаров А.Е. Инвестиции в ПИФ и COVID-19 / Приоритеты новой экономики: энергопереход 4.0 и цифровая трансформация: Сборник тезисов всероссийской научно-практической конференции, Москва, 15 декабря 2021 г. М: Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, 2022. С. 136-139.

физических лиц к поиску более доходных инструментов, а с другой стороны способствовали повышению интереса банковского сектора к комиссионным доходам от реализации клиентам инвестиционных продуктов, в частности паевых инвестиционных фондов (согласно данным Банка России, рост комиссионных вознаграждений банковского сектора по всем направлениям составил 10% в 2020 году). Также стоит отметить, что положительное влияние на рост инвестиций в паевые инвестиционные фонды могли оказать развитие онлайн-каналов дистрибуции финансовых инструментов и общее повышение финансовой грамотности населения.

По данным индийской ассоциации инвестиционных фондов (Association of Mutual Funds in India) отток из всех типов фондов за период январь-март 2020 года составил порядка 4%[151]. При этом отток из закрытых инвестиционных фондов составил менее 0,5%. По мере восстановления рынков с апреля 2020 года, фонды открытого типа ощутили приток в то время, как фонды закрытого типа продолжали ощущать отток средств, который составил: второй квартал -10,8%; третий квартал порядка -7%; четвертый квартал -5,5%. Продолжающийся отток средств по фондам закрытого типа можно связать с большими транзакционными издержками по выходу из подобного типа фондов, а также увеличенными сроками для реализации инвестиционных паев по сравнению с фондами открытого типа. Сложившийся тренд может указывать на переток инвестиций из долгосрочных фондов в краткосрочные.

По данным Korea Financial Investment Association (KOFIA)[152] общий поток инвестиций в инвестиционные фонды в 2020 году остался на положительном уровне, однако снижение объема инвестиций в инвестиционные фонды по сравнению с 2019 годом составило -61%. При этом

---

[151] Association of Mutual Funds in India. URL: https://www.amfiindia.com/research-information/amfi-quarterlydata.

[152] Korea Financial Investment Association (KOFIA). URL: http://www.kofia.or.kr/wpge/redirecteng.do

однозначно выделяются три периода 2020 года, когда общий объем инвестиций во все типы фондов был отрицательный (рисунок 4): Март (-31 078 400 млн вон или -258% по сравнению с инвестициями февраля); Июнь (-14 447 300 млн вон или -174% в сравнении с инвестициями мая); Сентябрь (-9 287 600 млн вон или -4512% по сравнению со значениями августа). Стоит отметить, что наибольший отток в марте 2020 года, в абсолютном выражении, показали фонды краткосрочных активов: -23 831 000 млн вон. Однако по итогам 2020 года данный тип фондов показал не только положительный прирост инвестиций, но и увеличил объем инвестиций по сравнению с 2019 годом на 45%, что соответствует ранее выделенной тенденции оттока инвестиций в фонды денежного рынка с высокой ликвидностью. Отдельно стоит выделить также фонды, инвестирующие в долговой рынок, рынок капитала и недвижимость. Фонды долгового рынка только за март 2020 года потеряли по расчетам авторов порядка 66% всех притоков 2019 года. И хотя во второй половине года фонды данного типа имели положительный приток инвестиций – падение марта скомпенсировать не удалось: -128% по итогам 2020 года в сравнении с чистым потоком 2019 года[153]. Фонды акционерного капитала на протяжении большей половины 2020 года находились в «красной зоне» с максимальными оттоками в Июле и Августе. Фонды недвижимости хотя и показали отрицательный чистый поток только в марте 2020 года, но на протяжении всего года чистый поток был в среднем более чем на 50% ниже аналогичных значений 2019 год.

[153] Бухаров А.Е. Инвестиции в ПИФ и COVID-19 / Приоритеты новой экономики: энергопереход 4.0 и цифровая трансформация: Сборник тезисов всероссийской научно-практической конференции, Москва, 15 декабря 2021 г. М: Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, 2022. С. 136-139.

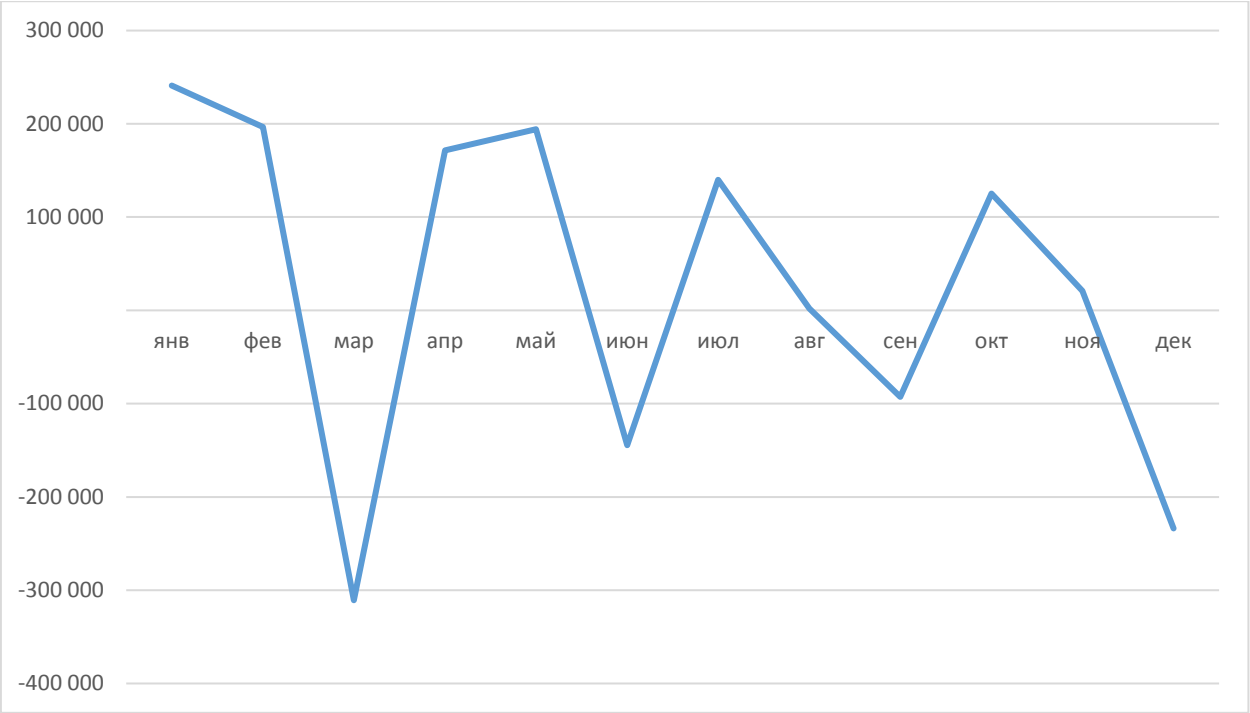


Рисунок 4. Чистые притоки/оттоки в инвестиционные фонды Южной Кореи в 2020 году (100 млн вон).
Источник: составлено автором на основании данных According to the Korea Financial Investment Association (KOFIA). URL: http://www.kofia.or.kr/wpge/redirecteng.do

В соответствии с данными, опубликованными The Investment Fund Institute of Canada[154] можно выделить следующие тенденции, сложившиеся в 2020 году (рисунок 5). На начало 2020 года стоимость чистых активов всех типов фондов составляла 1,63 трлнCA$. К концу первого квартала стоимость чистых активов снизилась до 1,53 трлнCA$. Чистый поток инвестиций во все категории фондов в марте 2020 составил -14 095 млн CA$, что составило 273% по сравнению с чистым потоком инвестиций в феврале 2020 года. При этом отток инвестиций за март из долгосрочных фондов составил -18 255 млн CA$, в то время, как за тот же период фонды денежного рынка испытали колоссальный прирост инвестиций в размере 4 130 млн CA$, что в два раза превышает суммарные инвестиции в фонды данного типа за весь 2019 год. Для канадского рынка инвестиционных фондов крайне чувствительными к

[154] The Investment Fund Institute of Canada. URL: https://www.ific.ca/en/pg/industry-statistics/

развитию пандемии оказались фонды, инвестирующие в акционерный капитал. Так волатильность по данным фондам повторяла пики обострения коронавирусной инфекции, показывая отток инвестиций (Май, Июль-Октябрь) и периоды стабилизации роста заболеваний с обратным, положительным движением инвестиций в данные фонды (Апрель-Июнь; Ноябрь-Декабрь).

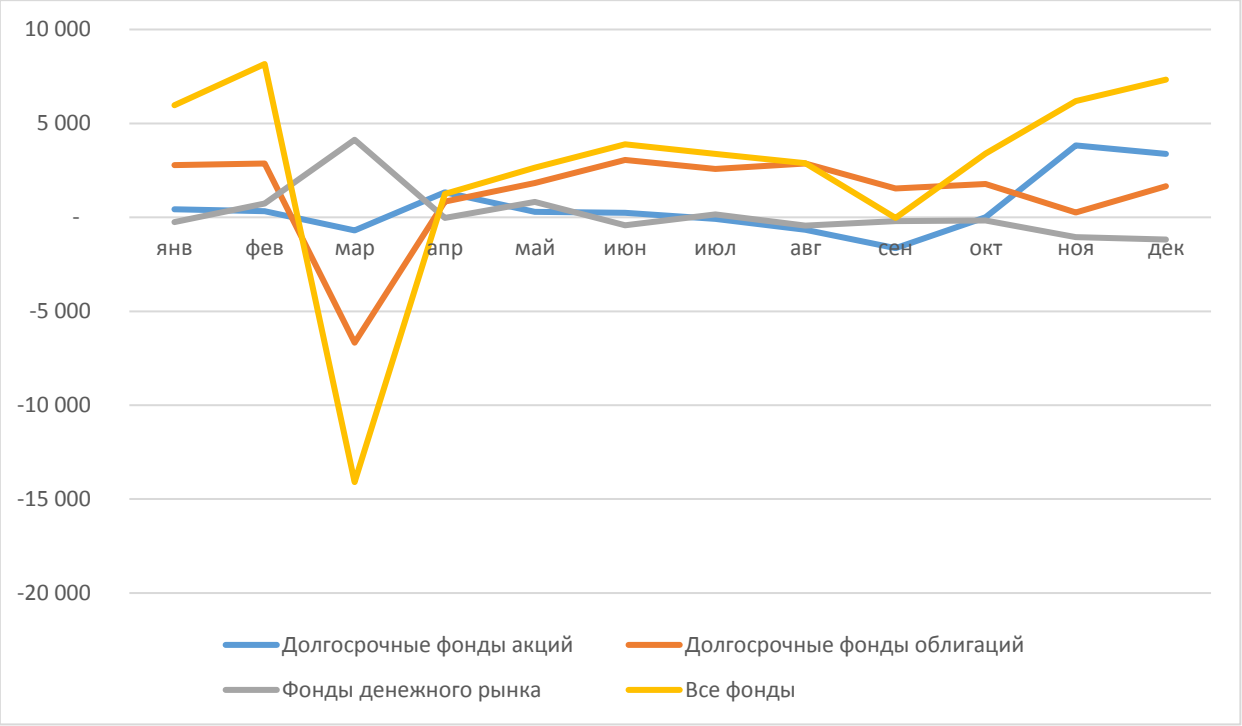


Рисунок 5. Чистые притоки/оттоки по инвестиционным фондам Канады в 2020 году (млн $CA).
Источник: составлено автором на основании данных The Investment Fund Institute of Canada. URL: https://www.ific.ca/en/pg/industry-statistics/

Анализируя данные, раскрытые Association of Mutual Funds in Chile (Associacion de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile A.G.)[155], можно отметить резкое сокращение притока средств во всех категориях фондов в марте 2020 года по сравнению с февралем 2020 года. При этом приток средств в марте 2020 года зарегистрирован только в краткосрочных долговых фондах

[155] Associacion de Administradoras de FondosMutuos de Chile A.G., URL: https://www.aafm.cl/que-son-los-fondos-mutuos/

(Deuda<90) +137% по сравнению с чистым притоком февраля 2020. В то же время остальные типы фондов показали колоссальный отток в марте по сравнению с февралем: долгосрочные долговые фонды (Deuda>365): -308%, Фонды инвестирующие в акционерный капитал (Accionario): -545%, Фонды структурированных продуктов (Estructurado): -223%; Фонды сбалансированной стратегии (Balanceado): -223%; Фонды для институциональных инвесторов (Inversionista): -280%.

Необходимо отдельно отметить, что фонды акционерного капитала находились в отрицательном оттоке в периоде март-июль, фонды структурированных продуктов также - март-июль, сбалансированные - март-июль, в то время как фонды для квалифицированных инвесторов и долговые фонды долгосрочного финансирования показывали отток до конца 2020 года.

Основной, и по большей части единственный положительный приток средств был в Долговые фонды с коротким, до 90 дней, сроком инвестирования.

В марте 2020 года, когда эпидемия захлестнула европейски государства, фондовый рынок испытал резкое повышение волатильности, инвесторы впали в панику и повсеместно осуществляли бегство в наличность, золото и иные подобные активы. Данный тренд также коснулся инвестиционных фондов. ЕС считается второй в мире индустрией инвестиционных фондов с объемом чистых активов более 10 триллионов евро (по данным Morningstar). UCITS, согласно отчету Investment company Institute[156] потеряли порядка 6,2% чистых активов за март. При этом отток средств из фондов с низкой волатильностью чистой стоимости активов (LVNAV) составил 28%, а из фондов с переменной стоимостью чистых активов (VNAV) 16%.

После вмешательства ЕЦБ и Банка Англии в виде предоставленных средств, удалось удержать стоимость корпоративных облигаций, восстановить

[156] Investment Company Institute. URL: https://www.ici.org/covid19/covid_working_group

доверие к долгосрочным рынкам и сократить отток капитала из UCITS, а после апреля 2020 года восстановить рост.

Резюмируя анализ рынка инвестиционных фондов разных стран можно выделить следующие моменты[157]:

1. В период роста неопределенности и падении рынков инвесторы старались выйти из инвестиционных фондов и перейти в наличность, либо в высоколиквидные активы.
2. Инвесторы долгосрочных инвестиционных фондов продолжали осуществлять выход из данного вида инвестиций не только в самые критические моменты (март), но и в последующий период. Возможно, это связано с двумя факторами: общая неопределенность в дальнейших движениях рынка, а также различие в транзакционных издержках – выход из долгосрочных фондов может занимать до полугода.
3. Постепенный возврат инвесторов в инвестиционные фонды с ликвидными краткосрочными активами и возможностью быстрого выхода во второй половине 2020 года говорит об изменении настроения инвесторов, но порождает дополнительные издержки в виде затрат на вход и выход.
4. В некоторых случаях эндогенные особенности финансового рынка могут иметь более сильное влияние на поведение инвесторов нежели глобальная пандемия и иные внешние факторы. С одной стороны, можно указать на сильные стороны данной ситуации, но с другой стороны такое поведение финансовой системы может являться фактором неопределенности для внешних инвесторов, что в

[157] Bukharov A.E., Makukhina N.Y., Malygina Y.A., Chernov A.V. Trust Issues and Value Co-Creation in the Post-COVID Period. In: Osipov V.S. (eds). Post-COVID Economic Revival, Volume I. Palgrave Macmillan, Cham, 2021. 398 p. Pp. 171-187.

конечном итоге будет иметь скорее негативные последствия в виде отрицательного инвестиционного потока зарубежного капитала.[158]

В целом индустрия инвестиционных фондов разных стран показывает симметричный остальному финансовому рынку ответ вызовам 2020 года, а по итогам года намечен возврат к предыдущим значениям по объемам инвестиций, а в некоторых случаях имеется положительная динамика, что можно рассматривать как свидетельство неугасающего интереса инвесторов к рассматриваемому рынку и его потенциала.

На протяжении последних 8 лет наблюдается устойчивый рост рынка доверительного управления и коллективных инвестиций, элементами которого являются паевые инвестиционные фонды. По оценкам рейтингового агентства «Эксперт РА», темп прироста за 2019 год составил 18% и объем рынка достиг 8,1 трлн руб. Крупнейшими сегментами рынка на конец 2019 года стали пенсионные накопления негосударственных пенсионных фондов (НПФ) (36%), далее по убыванию размера сегмента идут закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ) (21%) и пенсионные резервы НПФ (14%). При этом наибольший вклад в рост рынка в 2019 году внесли именно ЗПИФы, показав прирост 43,5% или 490 млрд руб.

В 2020 году рынок обновил свои максимумы и достиг 9,2 трлн руб., показав 13,8% рост, несмотря на кризис, связанный с пандемией, и общее замедление экономики. Наибольший прирост в абсолютных цифрах показал сегмент индивидуального доверительного управления (ИДУ) для физических лиц, составив 341 млрд рублей. По итогам 2020 года данный сегмент превысил 1 трлн рублей. Фонды открытого, интервального и биржевого типа по итогам 2020 года составили 805 млрд рублей, прибавив за год 29 млрд Прирост доли ЗПИФ в 2020 году составил 62,4 млрд рублей. Снижение темпа прироста

---

[158] Бухаров А.Е. Инвестиции в ПИФ и COVID-19 / Приоритеты новой экономики: энергопереход 4.0 и цифровая трансформация: Сборник тезисов всероссийской научно-практической конференции, Москва, 15 декабря 2021 г. М: Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, 2022. С. 136-139.

ЗПИФ может быть обусловлено общей напряженностью 2020 года, связанной с пандемией COVID-19. Рынок инвестиционных фондов в 2020 году по всему миру столкнулся с перераспределением инвестиций из долгосрочных фондов в краткосрочные и ликвидные, так как резко сократившийся уровень доверия и определенности повлиял на настроения и действия инвесторов, особенно частных.

По итогам 2021 года рынок доверительного управления и коллективных инвестиций достиг 10,9 трлн руб. (прирост 17,6% или 1,6 трлн руб. в абсолютном выражении). Практически половину годового прироста принесли ЗПИФ с ростом в 830 млрд руб. за год. Открытые паевые инвестиционные фонды (ОПИФ) и биржевые паевые инвестиционные фонды (БПИФ) за год прибавили 248 млрд руб. и 127 млрд руб., соответственно (рисунок 6), включая рост стоимости чистых активов (рисунок 7). При этом стоит отметить, что доля активов юридических лиц в ЗПИФ составляет 70%.

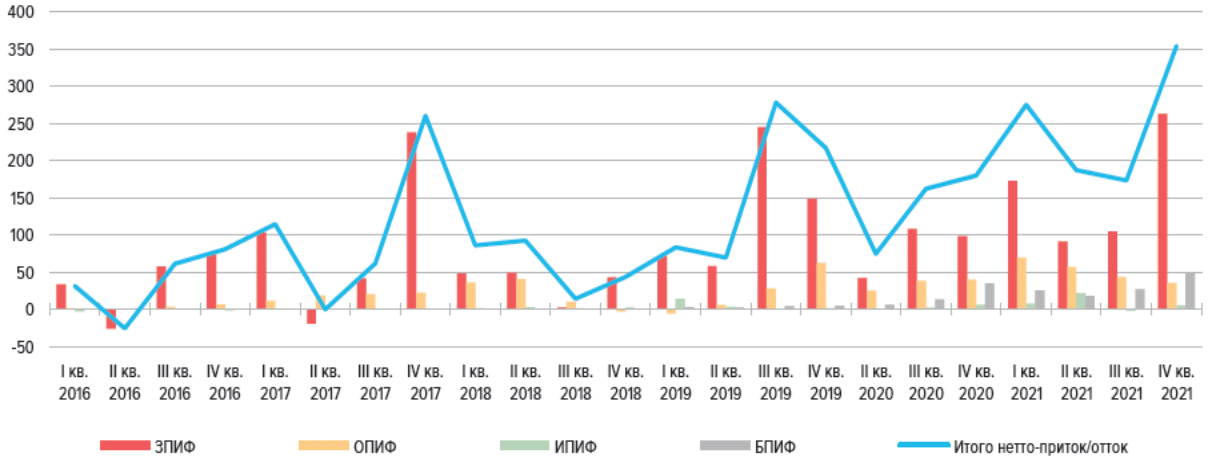


Рисунок 6. Чистая выдача/погашение инвестиционных паев (млрд руб.). Источник: Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. 2021 год. Банк России. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/rewiew_pif_aif_21Q4.pdf

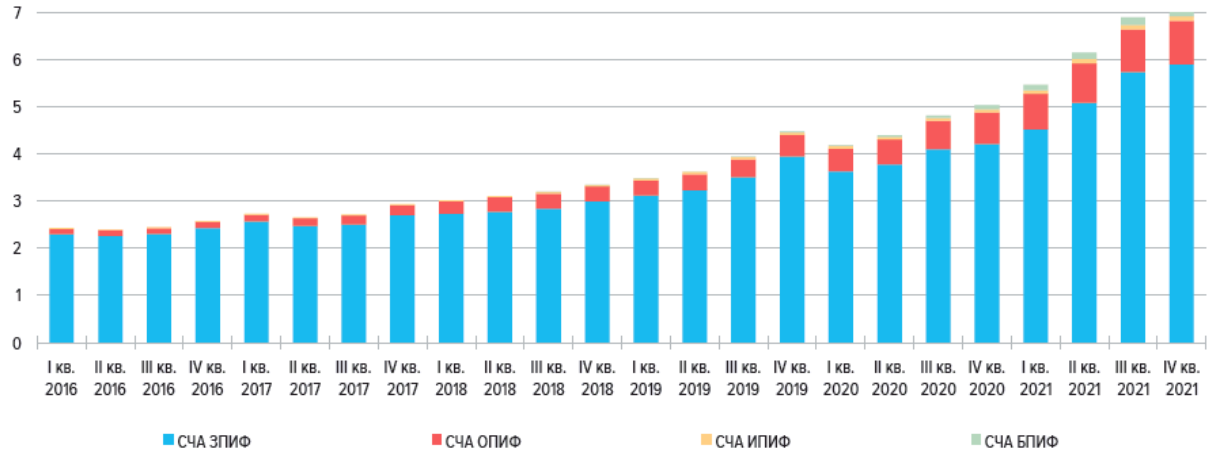


Рисунок 7. Стоимость чистых активов по типам ПИФ (трлн руб.). Источник: Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. 2021 год. Банк России. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/rewiew_pif_aif_21Q4.pdf

Указанные тенденции сегмента доверительного управления (ДУ) и коллективных инвестиций в России возможно связать как с переводом средств физических лиц из банковской системы (что происходило в связи со снижением процентных ставок вслед за последовательным снижением ключевой ставки Банка России в течение 2019-2020 гг.), так и с ожиданиями изменений в налогообложении процентных доходов по депозитам физических лиц с 2021 года. Инфляционный рост 2021 года, обусловил планомерное повышение ключевой ставки Банка России, а также рост на рынке акций в 2021 году – осенью 2021 года индекс МосБиржи обновил исторические максимумы на уровнях выше 4000 пунктов (рисунок 8).

Указанные факторы также влияли на рост рынка ДУ и коллективных инвестиций. Конец 2021 года и начало 2022 года отмечено сильным снижением на фондовом рынке России. Реализовавшиеся геополитические риски оказали сильное давление как на фондовый, так и на денежный рынок. Желание инвесторов изъять денежные средства из рыночных инструментов и перейти в наличность было встречено экстренными действиями Банка России: повышением ключевой ставки до 20%, ограничениями на сделки нерезидентов, движение капитала, закрытие фондового рынка.

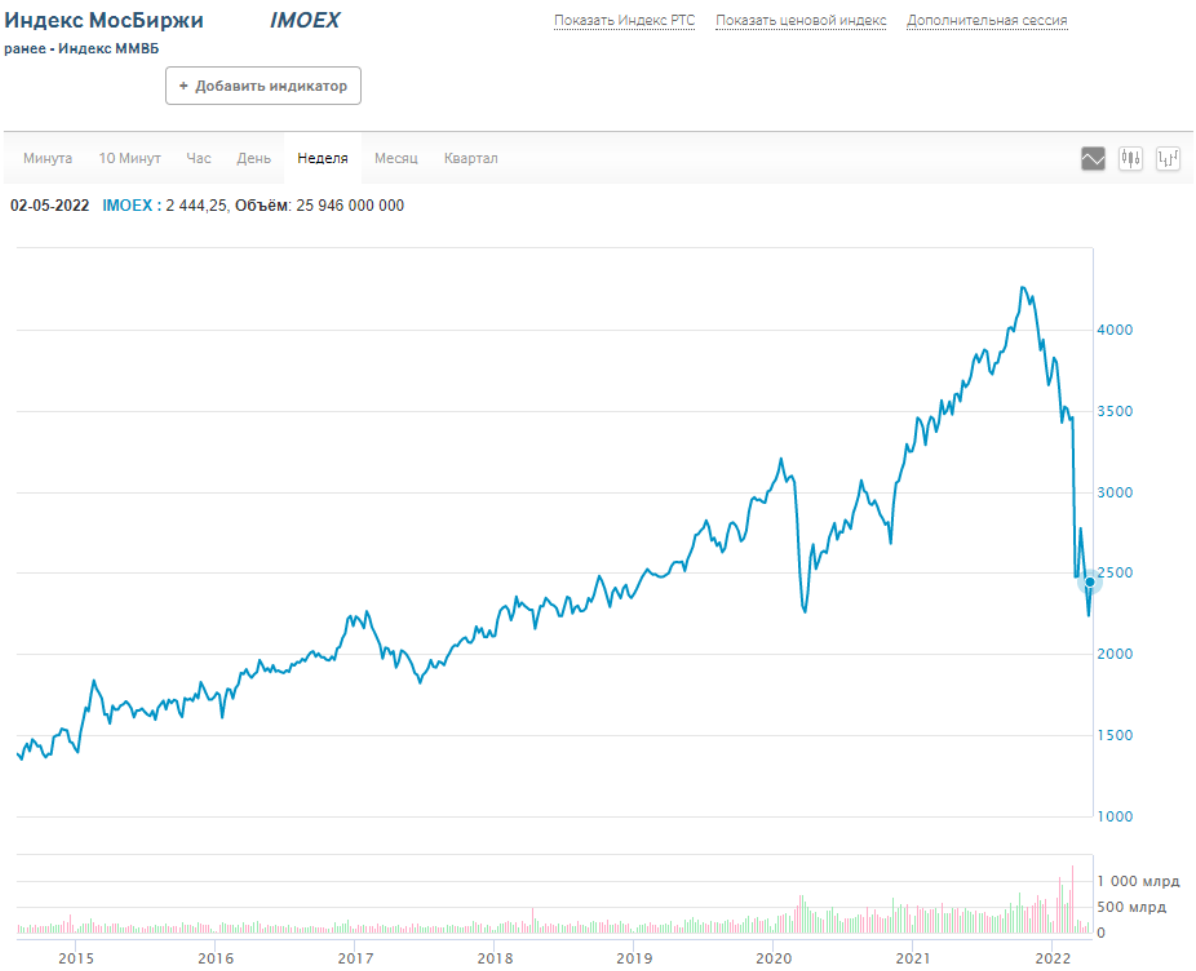


Рисунок 8. Значения индекса МосБиржи 2015-2022 гг., недельные значения. Источник: Публичное акционерное общество "Московская Биржа ММВБ-РТС". URL: https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/technical/

Указанные риски должны оказывать давление на рынок доверительного управления и коллективных инвестиций, но с другой стороны введение рядом иностранными государств санкций против экономики России и капиталов отдельных граждан должно явиться стимулом для реверсного движения крупных капиталов обратно в Россию (где это возможно), а также снизить желание крупных инвесторов к осуществлению инвестиций на зарубежных рынках. В виду того, что, как отмечалось выше, доля юридических лиц в активах ЗПИФ составляла порядка 70% можно сделать вывод об использовании структуры ЗПИФ под корпоративные нужды.

Однако 2022 год принес новый рекорд по нетто-притоку средств в паевые инвестиционные фонды благодаря сегменту закрытых паевых инвестиционных фондов. Изменение внутренней экономической ситуации, повышающееся внешнее экономическое давление, санкции, и иные негативные факторы 2022 год, несмотря на которые во 2 и 4 кварталах 2022 года был отмечен рекордный нетто-приток (рисунок 9). Так в 4 квартале 2022 года был достигнут абсолютный максимум по нетто-притоку в паевые инвестиционные фонды за квартал – 764,1 млрд рублей[159]. Как отмечает Банк России основной приток средств обеспечили закрытые паевые инвестиционные фонды, пайщиками которых являлись юридические лица.

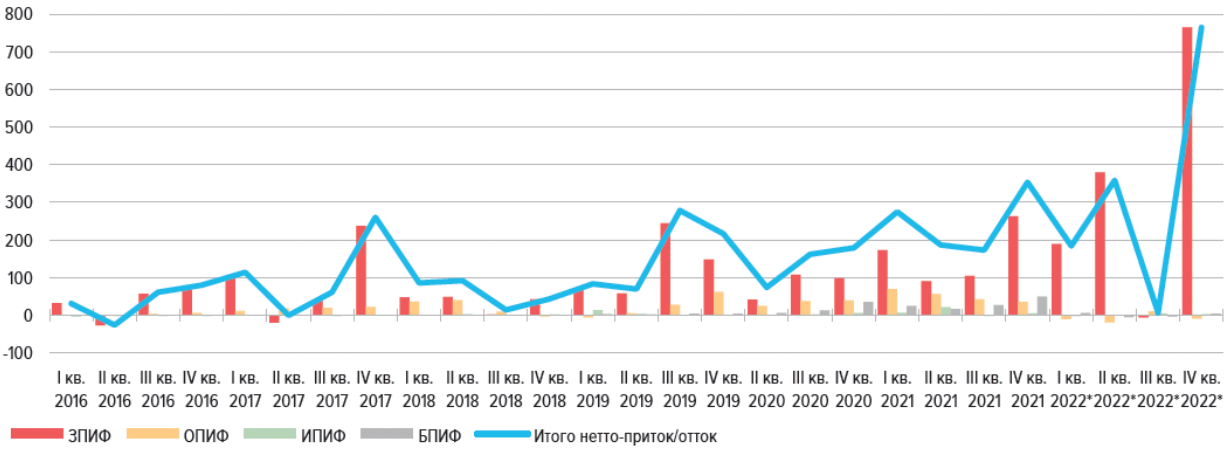


Рисунок 9. Чистая выдача/погашение инвестиционных паев (млрд руб.). Источник: Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. 4 квартал 2022 год. Банк России. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/43798/rewiew_pif_aif_22Q4.pdf

В 2023 и 2024 годах рост средств под управлением управляющих компаний (рынок Доверительного управления) продолжился. Так в 2023 году рынок ДУ вырос до 20,9 трлн руб., что составило 40,7% роста по сравнению с итогами 2022 года[160], а в 2024 году составил 26,3 трлн руб. (+25,8%).

[159] Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. 4 квартал 2022 год, URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/43798/rewiew_pif_aif_22Q4.pdf

[160] Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей управляющих компаний IV квартал 2023 года. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/48954/rewiew_uk_23Q4.pdf

Совокупный нетто-приток средств в паевые инвестиционные фонды в 4 квартале 2023 года составил 1724,6 млрд руб. Очередной рекордный приток средств в паевые инвестиционные фонды поднял совокупную стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов до 12,4 трлн руб. В 4 квартале 2024 года совокупный нетто-приток составил внушительные, но не рекордные 888 млрд руб., а совокупная стоимость чистых активов ПИФ составила 16,8 трлн руб., что соответствует годовому приросту в 35,5%.

Общее количество уникальных пайщиков по данным Банка России[161] на конец 2024 года составило 9,8 млн лиц, количество паевых инвестиционных фондов составило 3230 единиц. Банк России отдельно отмечает рост интереса к закрытым паевым инвестиционным фондам частных инвесторов – две трети нетто-притока пришлось на индивидуальные фонды. Количество таких ЗПИФ за 4-ый квартал увеличилось на 114 единиц.

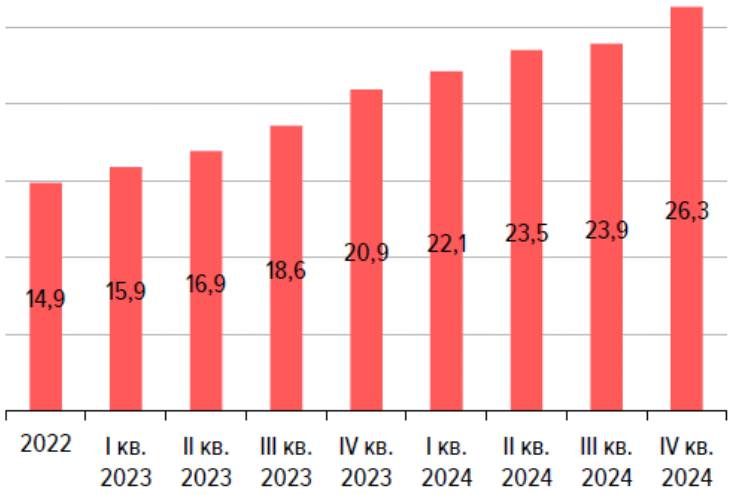


Рисунок 10. Рынок ДУ в 2023 и 2024 годах (трлн руб.).
Источник: Обзор ключевых показателей управляющих компаний IV квартал 2024 года. Банк России. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/55183/rewiew_uk_24Q4.pdf

[161] Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей управляющих компаний IV квартал 2024 года. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/55183/rewiew_uk_24Q4.pdf

Согласно статистическим данным, раскрываемым Банком России[162], совокупная стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов по состоянию на конец февраля 2025 года составила 17,55 трлн руб. (размер активов 22,3 трлн руб.). При этом стоимость чистых активов закрытых паевых инвестиционных фондов на ту же дату составила 15,2 трлн руб.

Для оценки роли ЗПИФ в Экономике можно сопоставить объем чистых активов ЗПИФ на 31.12.2024 года – 14,6 трлн руб. с капитализацией фондового рынка России и ВВП России. Капитализация фондового рынка акций России по итогам 2024 года, по данным Московской биржи[163], составила 53,2 трлн руб. Таким образом, стоимость чистых активов ЗПИФ соответствует 27,4% капитализации рынка акций России. В соотношении с ВВП России за 2024 год[164]стоимость чистых активов ЗПИФ соответствует 7,2% ВВП России.

Анализируя тенденции рынка паевых инвестиционных фондов России за последние пять лет, можно сделать вывод о растущем интересе к паевым инвестиционным фондам как со стороны частных рыночных инвесторов, так и со стороны бизнеса и крупных частных инвесторов.

По состоянию на конец 2020 года количество владельцев паев паевых инвестиционных фондов составляло 3,64 млн Из них 99,94% приходилось на пайщиков физических лиц, которые распределились между паями для квалифицированных инвесторов и неквалифицированных инвесторов в пропорции 99,8% к 0,2%, соответственно. Среди юридических лиц количество пайщиков фондов для неквалифицированных инвесторов составило 64,6%, а для квалифицированных инвесторов 35,4%.

По состоянию на конец 2024 года количество владельцев инвестиционных паев выросло до 16,2 млн (рост практически в 4,5 раза или 85% годовых).

---

[162] Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Статистика. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/55237/opd_PIF_2025.xlsx

[163] Московская биржа (официальный сайт). Московская биржа объявляет финансовые результаты 2024 года. URL: https://www.moex.com/n78255

[164] Росстат (официальный сайт). Национальные счета. Валовый внутренний продукт. URL: https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts

Однако распределение между юридическими и физическими лицами, а также пропорция между владельцами паев для квалифицированных и не квалифицированных инвесторов практически не изменилась. Так для физлиц соотношение неквалифицированных и квалифицированных инвесторов составило 99,64% и 0,36%, а для юридических лиц 67% и 33%, соответственно.

Доля закрытых паевых инвестиционных фондов среди всех паевых инвестиционных фондов на конец 2018 года составляла 90,4%, на конец 2022 года 90,8%, а к концу 2024 года незначительно снизилась до 89%. Небольшое снижение обуславливается ростом биржевых фондов. Среди закрытых паевых инвестиционных фондов доля фондов для квалифицированных инвесторов составила 86,4% на конец 2018 года, 93,9% на конец 2022 года и 96,3% на конец 2024 года.

Активы, входящие в состав всех типов паевых инвестиционных фондов на конец 2018 года составили 3,7 трлн руб., на конец 2022 года 8,6 трлн руб., и по состоянию на конец 2024 года 21 трлн руб.

Среди типов активов, составляющих паевые инвестиционные фонды (таблица 1), с долей более 10% на протяжении рассматриваемого горизонта с 2018 года, можно выделить следующие:

акции российских хозяйственных обществ (20% в 2018 году, 31% в 2025 году);

недвижимость (23,8% на конец 2018 года, 10,2% на конец 2025 года);

вклады в уставные капиталы российских хозяйственных обществ (18,4% на конец 2018 года и 16% на конец 2025 года).

Таблица 1.

Соотношение типов активов в паевых инвестиционных фондах 2018-2024 гг.

Активы всех ПИФ	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Деньги	8,5%	7,1%	6,4%	5,8%	9,5%	7,5%	6,6%
Акции российских ХО	20,2%	15,0%	22,4%	24,7%	21,3%	29,4%	29,4%
Облигации российских ХО	5,6%	5,9%	6,2%	5,0%	5,4%	4,2%	4,2%
Гос. облигации (+ суб.+муниц.)	2,2%	4,2%	5,6%	3,9%	3,2%	2,2%	2,1%
Векселя	0,8%	1,0%	1,7%	1,0%	0,9%	0,6%	0,6%
Иностранные ценные бумаги	2,9%	2,9%	6,2%	7,6%	3,4%	2,3%	1,0%
Вклады в уставной капитал российских ХО	18,4%	16,3%	15,1%	13,5%	13,4%	15,1%	16,6%
Недвижимость	23,8%	18,1%	16,2%	14,0%	16,8%	12,8%	10,5%
Прочее	17,6%	29,6%	20,2%	24,4%	26,1%	26,0%	29,1%

Источник: составлено автором на основании данных Банка России. URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

Среди активов закрытых паевых инвестиционных фондов, относящихся к инструментам для квалифицированных инвесторов (таблица 2), можно выделить:

акции российских хозяйственных обществ (21% на конец 2018 года и 33,4% на конец 2024 года);

вклады в уставный капитал российских хозяйственных обществ (23,6% на конец 2018 года и 18,7% на конец 2024 года);

недвижимость (21,3% на конец 2018 года и 9,8% на конец 2024 года);

прочие активы (17,3% на конец 2018 года и 18,4% на конец 2024 года).

Таблица 2.

Соотношение типов активов в паевых инвестиционных фондах инвестиционные, паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, 2018-2024 гг.

Активы ЗПИФ для квал. инвесторов	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Деньги	9,5%	7,5%	7,0%	6,2%	9,7%	7,8%	7,1%
Акции российских ХО	21,1%	13,7%	23,9%	24,7%	21,0%	30,3%	31,6%
Облигации российских ХО	1,0%	1,6%	1,3%	2,0%	2,8%	2,3%	2,8%

Гос. облигации (+ суб.+муниц.)	1,0%	3,8%	4,8%	3,0%	2,4%	1,6%	1,2%
Векселя	1,0%	1,3%	2,2%	1,3%	1,0%	0,7%	0,7%
Иностранные ценные бумаги	0,9%	0,7%	2,1%	2,3%	2,1%	1,0%	0,4%
Вклады в уставной капитал российских ХО	23,6%	20,2%	19,1%	17,1%	15,7%	17,7%	19,3%
Недвижимость	21,3%	16,1%	15,5%	13,9%	16,2%	12,3%	10,0%
Прочее	20,6%	35,2%	24,1%	29,5%	29,2%	26,4%	26,9%

Источник: составлено автором на основании данных Банка России. URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

Среди активов закрытых паевых инвестиционных фондов для неквалифицированных инвесторов (таблица 3) можно выделить:

недвижимость (58,1% на конец 2018 года и 56,1% на конец 2024 года);

иностранные ценные бумаги (0,1% на конец 2018 года и 13,9% на конец 2024 года);

акции российских хозяйственных обществ (17,5% на конец 2018 года и 5,8% на конец 2025 года).

Таблица 3.

Соотношение типов активов в паевых инвестиционных фондах инвестиционные, паи которых предназначены для не квалифицированных инвесторов, 2018-2024 гг.

Активы ЗПИФ для не квал. инвесторов	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Деньги	6,2%	7,2%	7,6%	11,0%	19,1%	14,6%	12,3%
Акции российских ХО	17,5%	17,0%	11,3%	9,9%	8,8%	6,4%	5,5%
Облигации российских ХО	6,8%	7,5%	8,8%	7,3%	7,3%	5,2%	3,8%
Гос. облигации (+ суб.+муниц.)	1,9%	2,9%	5,3%	2,6%	1,7%	1,9%	3,5%
Векселя	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Иностранные ЦБ	0,1%	0,1%	2,9%	8,4%	4,1%	14,8%	15,4%
Вклады в УК российских ХО	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Недвижимость	58,1%	59,0%	57,1%	55,0%	54,4%	50,2%	52,9%
Прочее	9,3%	6,3%	6,9%	5,8%	4,6%	6,8%	6,5%

Источник: составлено автором на основании данных Банка России. URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

На основании представленных расчётов получены следующие выводы.

Фонды для квалифицированных инвесторов все меньше используются для структурирования проектов, связанных с недвижимостью. В качестве основного направления использования паевых инвестиционных фонов для квалифицированных инвесторов можно предположить создание холдинговых фондов, так как превалирующие типы активов – это акции российских хозяйственных обществ, а также вклады в уставные капиталы российских хозяйственных обществ. Суммарно на данный тип активов на конец 2024 года приходится более 51% активов паевых инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов. При этом на недвижимость приходится только 10% от всех активов таких фондов.

В отношении фондов, инвестиционные паи которых не предназначены для квалифицированных инвесторов, можно отметить стабильное применение для создания проектов с недвижимостью. Доля активов таких фондов, относящихся к недвижимости на протяжении всего рассматриваемого периода, находилась выше 50%, и на конец 2024 года составила 52,9%.

В то же время можно отметить, что с 2023 года кратно увеличилась доля активов, относящихся к иностранным ценным бумагам. Так на конец 2022 года такие активы составляли 4,1% активов закрытых паевых инвестиционных фондов, инвестиционные паи которых не предназначены для квалифицированных инвесторов, а на конец 2023 года доля иностранных ценных бумаг в активах таких фондов составила уже 14,8% и 15,4% на конец 2024 года. Указанный рост связан с проблематикой заблокированных активов. Так Совет директоров Банка России 10 февраля 2023 года принял решение о необходимости выделения заблокированных иностранных ценных бумаг в отдельные закрытые паевые инвестиционные фонды.

Соотнося распределение типов активов с типом паевого инвестиционного фонда можно сделать вывод, что рыночные проекты в основном реализуются в области недвижимости, а крупные, квалифицированные инвесторы в основном

концентрируются на холдинговых проектах. Именно последние фонды в большей степени можно отнести к структурированию активов – фонды с владельцами инвестиционных паев в виде юридических лиц, малым количеством пайщиков и сложным набором активов.

2.2. Выявление потребностей в структурировании активов для владельцев и управляющих

Закрытые паевые инвестиционные фонды, возникшие в виде элемента рынка коллективных инвестиций, обратили на себя внимание не только целевой аудитории (физических лиц), но и бизнеса. В силу постоянных поисков бизнеса по оптимизации процессов, финансовых потоков и структуры собственности, структурирование с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов смогло стать современным бизнес-инструментом. Такому развитию событий также способствовало действовавшее до 1 января 2011 года послабление в налогообложении имущества – Закрытые паевые инвестиционные фонды не осуществляли оплату налога на землю и имущество. Возможность не платить земельный налог и налог на имущество давало серьезное преимущество структурированию с использованием ЗПИФ и обусловило рост числа фондов недвижимости и рентных фондов. После введения с 1 января 2011 года необходимости оплаты земельного налога и имущественного налога по находящемуся в составе активов закрытых паевых инвестиционных фондов имуществу, привлекательность использования ЗПИФ под земельные активы и недвижимость снизилась, однако остальные преимущества ЗПИФ, которые будут рассмотрены в третьей главе, по-прежнему сохраняют интерес бизнеса к использованию ЗПИФ при структурировании сделок и проектов.

Оценка потребности бизнеса в закрытых паевых инвестиционных фондах осуществлена посредством проведения анализа динамики изменения

количества закрытых паевых инвестиционных фондов и среднего числа пайщиков.

Закрытые паевые инвестиционные фонды, используемые бизнесом для структурирования сделок и проектов, обычно подразумевают небольшое количество пайщиков (до 5 лиц) и часто создаются под одного единственного пайщика в отличие от рыночных фондов, которые создаются с целью привлечения как можно большего количества владельцев инвестиционных паев. Таким образом, рост количества паевых инвестиционных фондов с учетом небольшого количества пайщиков на один фонд можно рассматривать как увеличение фондов, которые задействованы для структурирования.

Для оценки потребности бизнеса в ЗПИФ были проанализированы данные, раскрываемые Банком России по паевым инвестиционным фондам за последние 6 лет поквартально (рисунок 11).

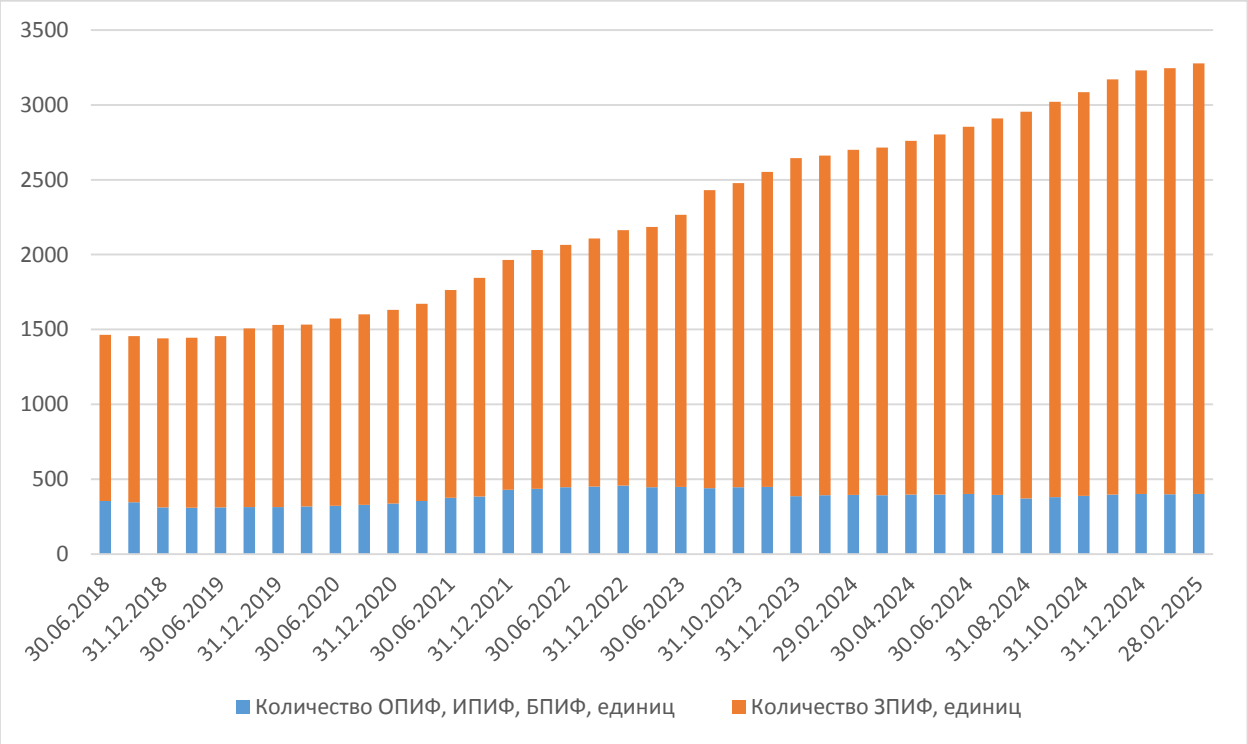


Рисунок 11. Количество паевых инвестиционных фондов по типу.
Источник: составлено автором на основании данных Банка России.
URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

Согласно данным Банка России (рисунок 12), общее количество зарегистрированных паевых инвестиционных фондов увеличилось с 1464

единиц на 30.06.2018 года до 3277 единиц на 28.02.2025 года. При этом существенная доля всех зарегистрированных паевых инвестиционных фондов приходится на фонды закрытого типа: 1109 единиц на 30.06.2018 года и 2874 единицы (87,7% от всех ПИФ) на 28.02.2025 года

При этом доля закрытых паевых инвестиционных фондов, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, на протяжении рассматриваемого периода увеличивалась и достигла 89,2% на 28.02.2025 года по сравнению с 74,3% на 30.06.2018года.

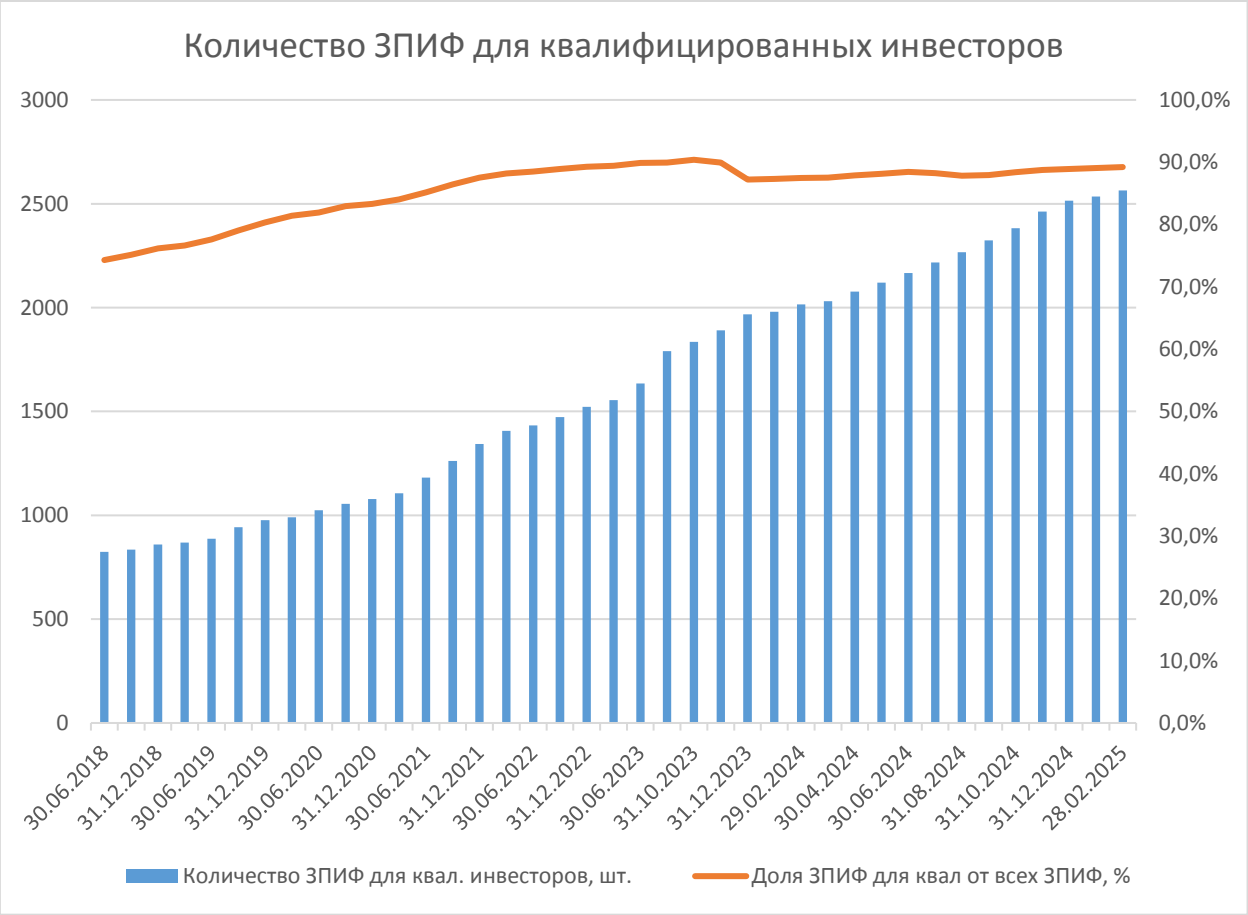


Рисунок 12. Количество закрытых паевых инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов.
Источник: составлено автором на основании данных Банка России.
URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

Рассматривая категории закрытых паевых инвестиционных фондов можно отметить, что более 92% всех зарегистрированных закрытых паевых

инвестиционных фондов относятся к категориям «комбинированный» и «недвижимости». На рисунке 13 также прекрасно проиллюстрирована ситуация, сложившаяся в связи с заморозкой иностранных ценных бумаг и соответствующей реакции Центрального Банка Российской Федерации – по состоянию на конец 2023 года явно виден провал в доле ЗПИФ, относящихся к комбинированным и недвижимости. Это связано с выделением заблокированных активов в отдельные ЗПИФ, что было отмечено в предыдущем параграфе.

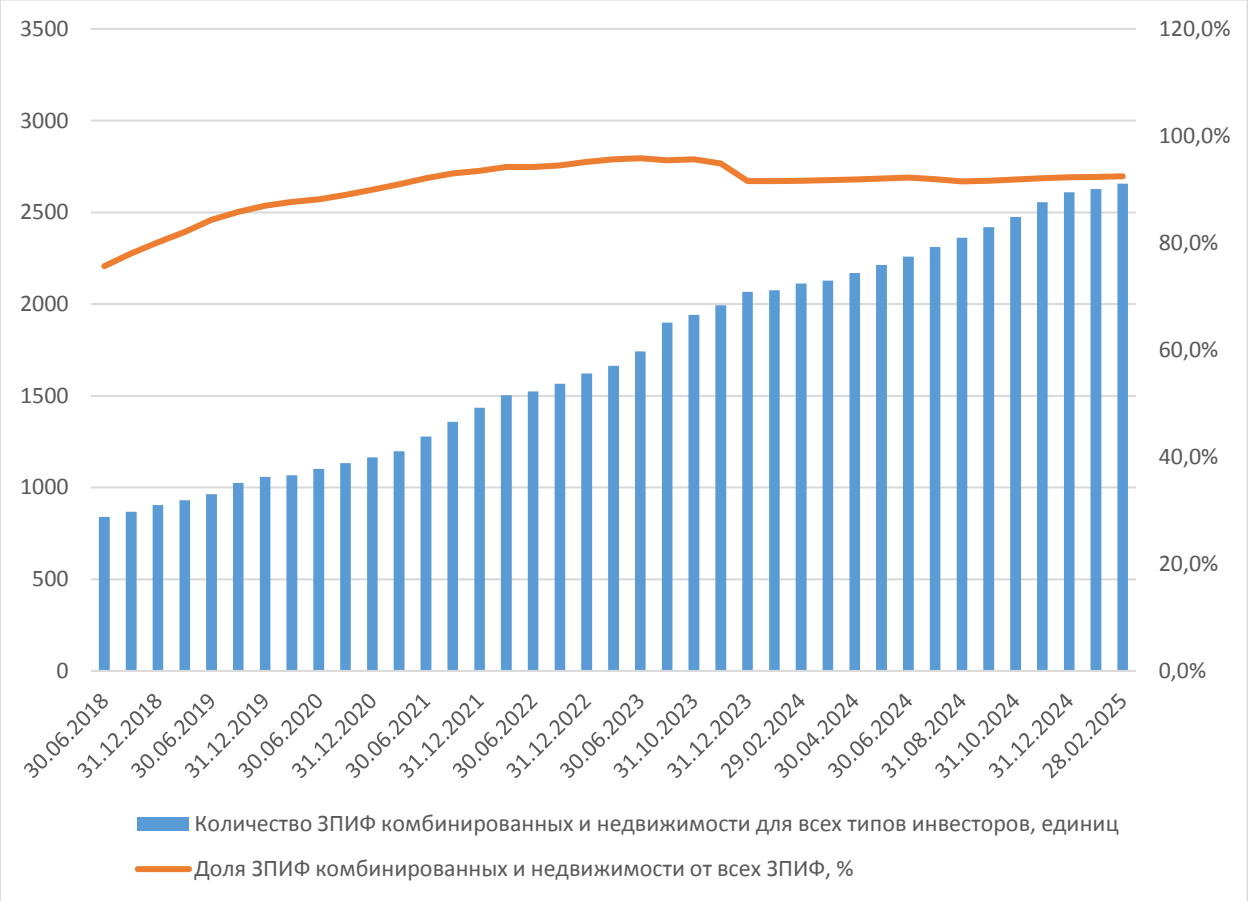


Рисунок 13. Закрытые паевые инвестиционные фонды категории «комбинированные» и «недвижимости».
Источник: составлено автором на основании данных Банка России.
URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

Представленные данные позволяют сделать вывод об увеличении количества закрытых паевых инвестиционных фондов, преимущественном использовании фондов для квалифицированных инвесторов и,

соответственно, основным категориям таких фондов – «комбинированный» и «недвижимости». Описанные характеристики соответствуют фондам, используемым для структурирования сделок и проектов.

Дополнительно рассмотрим структуру пайщиков ЗПИФ. По состоянию на 28.02.2022 года на 2564 закрытых паевых инвестиционных фонда, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, приходилось 49 683 владельцев инвестиционных паев (48 326 физических лиц и 1 357 юридических лиц) или в среднем 19 пайщиков на один фонд (рисунок 14). В тоже время на 310 закрытых паевых инвестиционных фонда, инвестиционные паи которых не предназначены для квалифицированных инвесторов, приходилось 2 213 381 владелец инвестиционных паев или в среднем 7140 пайщика на один фонд.

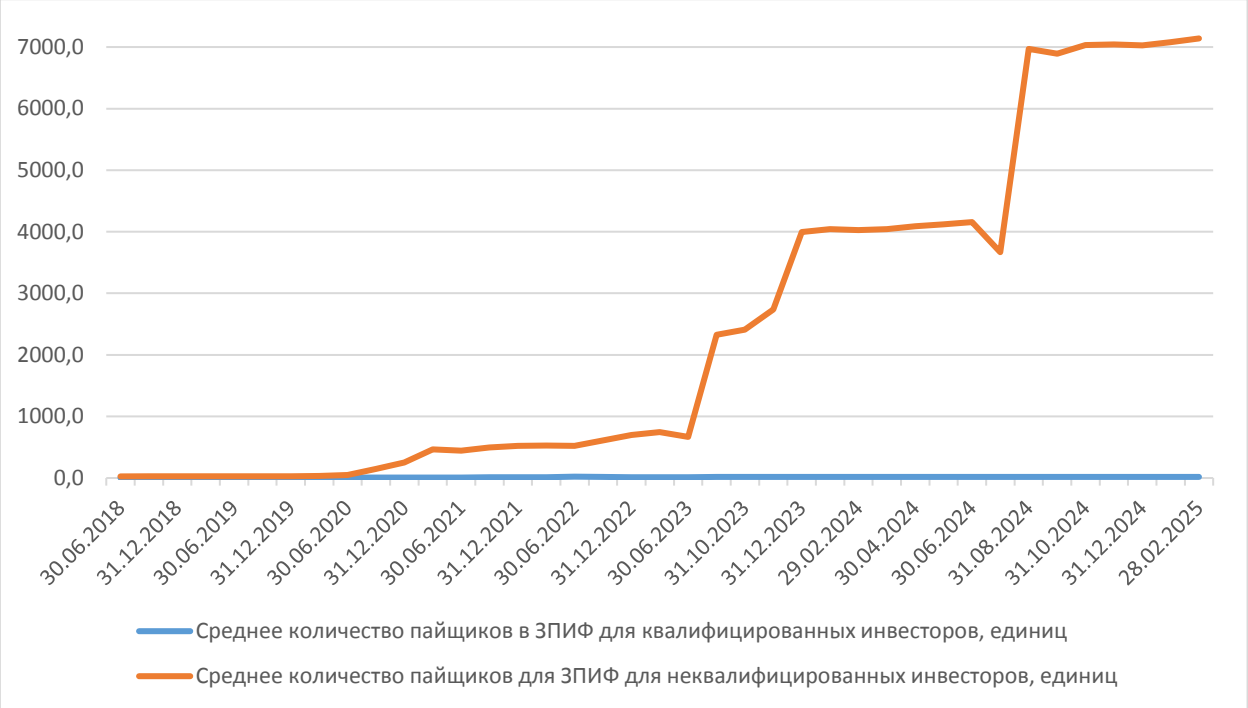


Рисунок 14. Среднее количество пайщиков в закрытых паевых инвестиционных фондах.
Источник: составлено автором на основании данных Банка России. URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

Таким образом, при превышении количества закрытых паевых инвестиционных фондов для квалифицированных инвесторов в восемь раз над количеством закрытых паевых инвестиционных фондов для не

квалифицированных инвесторов, количество владельцев инвестиционных паев последних выше в 44 раза. Указанные различия можно обосновать, во-первых, большей доступностью инвестиционных паев не ограниченных в обороте, и, во-вторых, использованием закрытых паевых инвестиционных фондов в основном не для создания рыночных инвестиционных продуктов (продажи широкому кругу инвесторов), а для решения бизнес-задач и структурирования сделок и проектов для узкого числа пайщиков.

В результате анализа количества юридических лиц среди владельцев инвестиционных паев (рисунок 15 и рисунок 16) получены следующие результаты. Количество владельцев инвестиционных паев (пайщиков) фондов для квалифицированных инвесторов растет последние 7 лет. При этом среднее количество владельцев инвестиционных паев для квалифицированных инвесторов юридических лиц составляет менее единицы, что подразумевает наличие большого количества созданных фондов одного пайщика – фондов для структурирования сделок и проектов. Следовательно, на основе одновременного роста количества юридических лиц среди владельцев инвестиционных паев фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов при среднем участии одного юридического лица в одном фонде можно сделать вывод о постоянном росте количества фондов, созданных для участия в инвестиционном проекте / структурировании сделок и проектов. Общим итогом можно сделать вывод о постоянном интересе со стороны бизнеса на структурирование сделок и проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов.

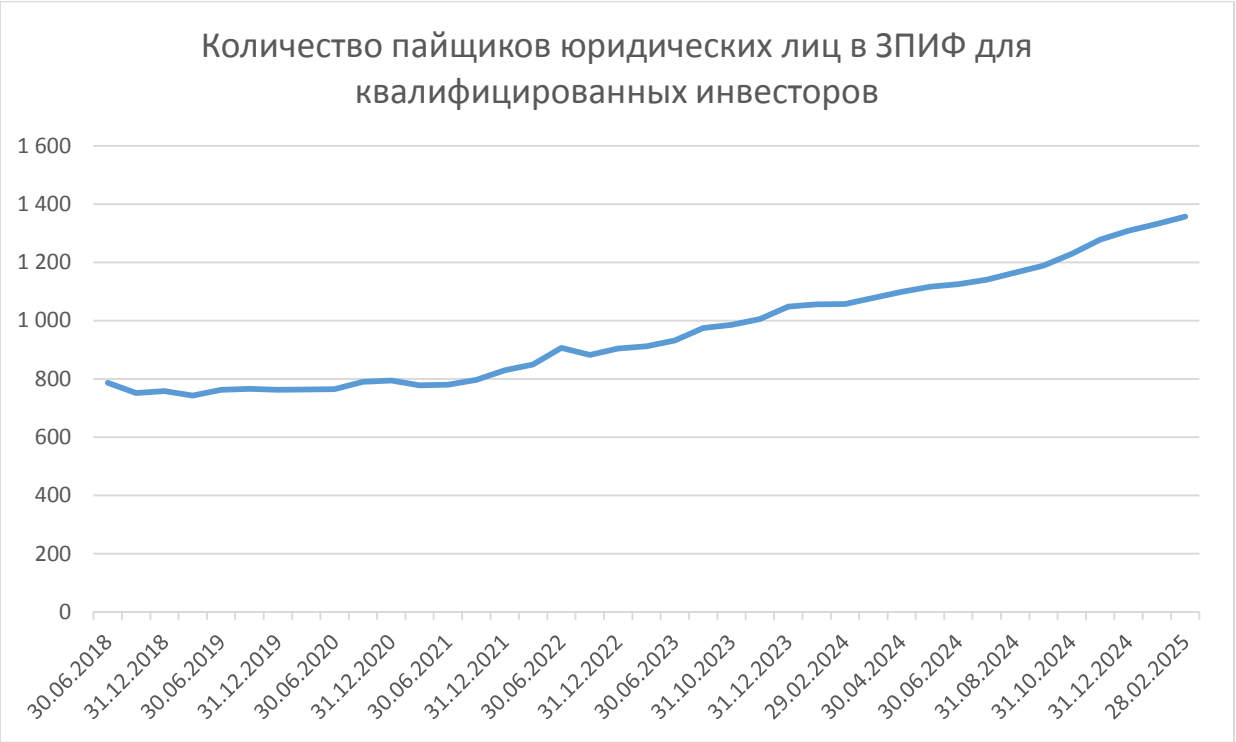


Рисунок 15. Количество пайщиков юридических лиц в закрытых паевых инвестиционных фондах для квалифицированных инвесторов.
Источник: составлено автором на основании данных Банка России.
URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

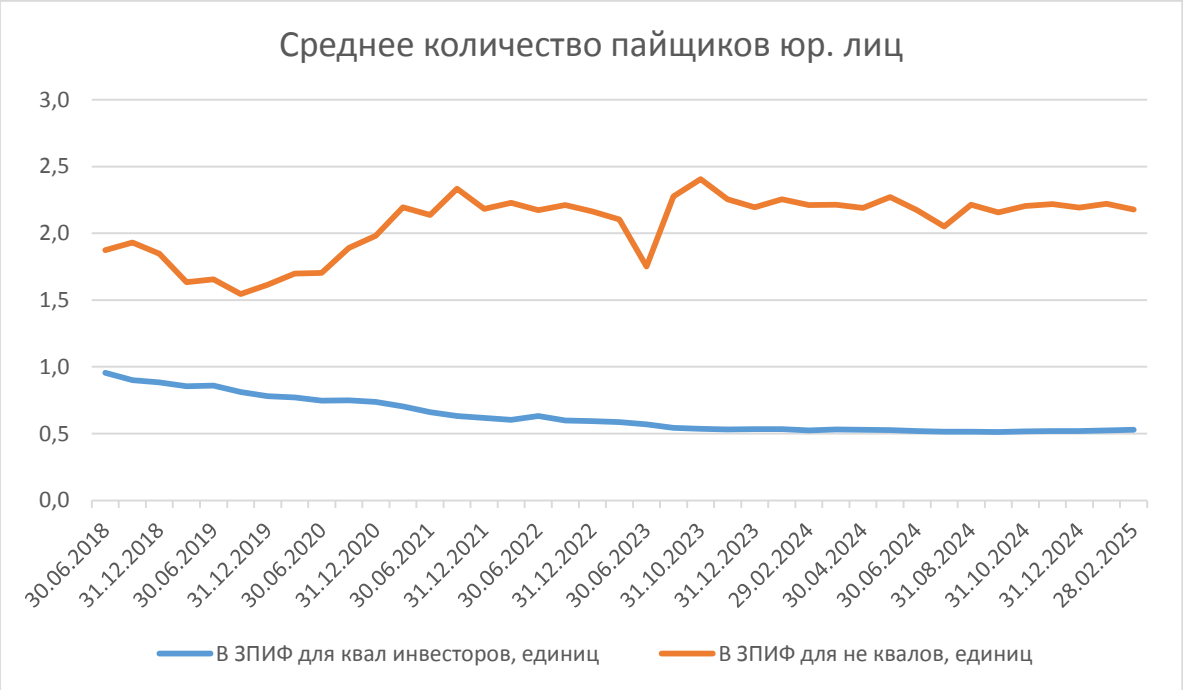


Рисунок 16. Среднее количество пайщиков юридических лиц.
Источник: составлено автором на основании данных Банка России.
URL: http://cbr.ru/RSCI/statistics/

Выявляя потребность в структурировании важно не только подтвердить статистическими данными такую потребность, но также обозначить конкретные запросы (потребности) клиентов.

На основании экспертных оценок и многолетнего практического общения с клиентами по вопросам создания закрытых паевых инвестиционных фондов, а также обсуждения мотивов поиска решений для структурирования, выделены следующие пять потребностей (рисунок 17), которые испытывает клиент, начиная проработку вопроса возможного структурирования его бизнеса или активов.

- Финансовая потребность. В рамках финансовой потребности[165] собственник или менеджмент ищут пути оптимизации финансовых потоков[166], снижения постоянных и переменных издержек, возможности льготного налогообложения. Данная потребность имеет конечную цель в максимизации стоимости бизнеса[167].
- Защита. Потребность в защите активов возникает из опасения рейдерских захватов[168], желании дистанцировать активы или бизнес от бенефициара[169], диверсифицировать различные направления бизнеса и разделить риски различных бизнес-направлений. Также потребность в защите может рассматриваться собственником бизнеса через призму

[165] Баранова Е.С. Финансовые цели и этика российского бизнеса // Успехи современной науки, 2016, т.1, № 5, с. 107-110.
[166] Абдижалел А.А. Эффективность управления финансовыми потоками инвестиционного проекта / Национальные экономические системы в контексте трансформации глобального экономического пространства: сборник научных трудов XI международной научно-практической конференции, Симферополь, 04 апреля 2025 г. Симферополь: ИП Хотеева Лада Валериевна, 2025. С. 3-5.
[167] Пискунович Э.А. Финансовые цели деятельности компании: максимизация стоимости бизнеса // Аллея науки, 2019, т. 5, № 1(28), с. 352-355.
[168] Ермишкин А.Ю. Рейдерство как способ захвата бизнеса // Юридический журнал, 2024, №1, с. 43-46.
[169] Осташевич И.О. К вопросу о бенефициарном владельце юридического лица, доли (акции) которого входят в состав закрытого паевого инвестиционного фонда // Экономика. Право. Общество, 2023, т. 8, № 4(36), с. 35-40.

наследственного планирования[170], как потребность сохранения возможности функционирования бизнеса[171].

- Управление. Одним из направлений диверсификации бизнеса и активов является поиск качественного управления для бизнеса[172]. Принимая решение о реализации нового бизнес-направления или нового бизнеса, и понимая необходимость фокусировки на новом проекте, необходимо также оставить имеющийся бизнес под контролем квалифицированного управляющего. При этом, одним из условий такого рода передачи управления, для собственника бизнеса является возможность сохранения контроля над принимаемыми решениями и возможность оперативной замены управляющего. В контексте данных требований механизм инвестиционного комитета, который возможен в закрытых паевых инвестиционных фондах инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, позволяет реализовать предварительный контроль за совершаемыми сделками, что, в большинстве случаев, является достаточным для владельца инвестиционных паев.
- Развитие. Собственники и менеджмент бизнеса для реализации планов и задач по развитию бизнеса ищут возможности привлечения инвестиций. Инвестиции используются для технологического переоборудования, проведения научных исследований, внедрения новых технологий, выхода на новые рынки сбыта, повышения конкурентоспособности[173]. В то же время собственники и менеджмент

---

[170] Балашов Е.М. Нужен ли российскому праву траст и в каком виде его можно было бы инкорпорировать в российские законы // Вестник экономики и права, 2025, № 101, с. 75-78.
[171] Алябина Е.В., Сорокина Л.В. Подходы к планированию преемственности управления в семейных предпринимательских фирмах // Дискуссия, 2024, № 6(127), с. 152-160.
[172] Соколов А.Ю., Вафина Э.Р. Передача на аутсорсинг функций единоличного исполнительного органа управляющей компании в целях повышения эффективности управления бизнесом // Kant, 2020, № 2(35), с. 56-61.
[173] Едгоров С.С. Финансовые инструменты для привлечения инвестиций в промышленные предприятия / Вестник экономического научного общества студентов и аспирантов:

заинтересованы в формировании бизнеса или инвестиционного проекта происходило таким образом, чтобы привлечение инвестиций или партнёров было осуществлено наиболее оптимальным образом. Потребность в развитии также может выражаться в необходимости использования нескольких юридических лиц - построения холдинговой структуры[174].

- Планирование. Реализация любого бизнес-проекта, а также запуск и построение бизнеса требует тщательного планирования и подготовки[175]. Не менее важным является дальнейшее исполнение намеченного плана и максимальная предсказуемость возможных действий. Большинство клиентов реализуют данную потребность в виде максимального количества ограничений в юридических документах проекта и описании всех возможных процессов и шагов.

Соотношение перечисленных потребностей с описанными в параграфе 1.1 целями структурирования, можно визуализировать следующим образом (рисунок 17).

Выявленная потребность в структурировании, а также сформулированные цели структурирования, требуют дальнейшего анализа возможности их достижения. Направленность настоящей научной работы на закрытые паевые инвестиционные фонды предполагает выявление преимуществ закрытых паевых инвестиционных фондов для достижения выявленных потребностей и целей.

Межвузовский студенческий научный журнал, Санкт-Петербург, 12-13 декабря 2024 г. СПб: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2025. С. 471-479.

[174] Микиянская М.А. Правовые проблемы холдингов // Вестник научных конференций, 2025, № 1-2(113), с. 82-87.

[175] Ирадионов В.И. Организационный механизм эффективного построения и реализации инвестиционного проекта // Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И. Вернадского, 2015, № 3(57), с. 102-115.



Рисунок 17. Соотношение потребностей и целей структурирования. Источник: составлено автором.

2.3. Преимущества использования закрытых паевых инвестиционных фондов при структурировании активов разных видов

Использование паевых инвестиционных фондов при структурировании проектов и приобретении активов обуславливается особенностями и возможностями самой структуры ЗПИФ, а также особенностями реализуемого через ЗПИФ проекта, что в конечном итоге и создает преимущества использования структуры ЗПИФ. Таким образом рассматривая преимущества ЗПИФ возможно определить какие типы активов / реализуемые проекты получат наилучший эффект от структурирования. Ниже представлены основные преимущества в использовании ЗПИФ и соответствующие им типа активов / инвестиционных проектов.

Налоги. Закрытый паевой инвестиционный фонд является не юридическим лицом, а обособленным имущественным комплексом, и в этой

связи не является плательщиком налога на прибыль. Полученная ЗПИФ прибыль может быть реинвестирована в полном объеме.

Владельцы инвестиционных паев оплачивают налог на прибыль / НДФЛ в связи с погашением инвестиционных паев либо при получении дохода по инвестиционному паю. При этом стоит отметить, что выплаты как по погашению инвестиционных паев, так и по выплате дохода по паям приравнены к выплатам по ценным бумагам и облагаются в 2024 и 2025 годах по ставкам 13%-15% для физических лиц.

Операции с имуществом закрытого паевого инвестиционного фонда облагаются НДС на общих основаниях, в том числе возможно осуществлять возмещение НДС из бюджета при наличии положительного сальдо по НДС и осуществлении НДС направленной деятельности. Одним из последних нововведений стала возможность получения «входящего» НДС при передаче в оплату инвестиционных паев недвижимости (Изменения в Налоговый кодекс РФ, внесенные Федеральным законом от 02.07.2021 № 305-ФЗ "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации"[176]).

Особенности налогообложения ЗПИФ позволяют получить преимущества от структурирования через ЗПИФ актив/проектов, которые генерируют прибыль/дивиденды при условии дальнейшего реинвестирования данных выплат с использованием ЗПИФ. Среди возможных активов: дивидендные акции / доли участия в капиталах, арендная недвижимость и прочие. Преимущества отсутствия налога на прибыль также актуально для проектов, связанных со строительством и реализацией жилой недвижимости, перепродажи различных активов (арбитражные сделки).

Консолидация средств пайщиков. ЗПИФ является частью рынка коллективных инвестиций, дающего возможность консолидации капитала

[176] Федеральный закон "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации" от 02.07.2021 № 305-ФЗ от 02.07.2021.

различных экономических акторов с целью реализации крупного инвестиционного проекта, который не мог бы быть реализован этими экономическими акторам самостоятельно. Помимо этого, возможна реализация проектов с одновременным участием долевых и кредитующих участников, а также проекты с различной степенью участия в управлении инвесторов. Среди активов, которые могут быть структурированы с использованием данного преимущества – крупные объекты недвижимости, предприятия, объекты искусства, художественные ценности, дорогостоящие объекты альтернативных инвестиций.

Универсальность структуры. При создании правил доверительного управления ЗПИФ, управляющая компания, осуществляющая регистрацию или согласование правил, имеет возможность гибкой настройки будущего фонда под конкретный инвестиционных проект. Среди основных вариативных элементов можно выделить следующие:

Инвестиционная декларация. Управляющая компания указывает в инвестиционной декларации перечень активов для инвестирования в рамках ограничений, установленных нормативно-правовыми актами Банка России. В зависимости от категории фонда – это может быть либо ограниченный перечень активов, либо любые виды активов за исключением наличных денежных средств. Таким образом данный элемент правил доверительного управления позволяет выставить рамки инвестиционного проекта либо создать универсальный проект.

Выплата промежуточного дохода владельцам инвестиционных паев. Правилами доверительного управления ЗПИФ может быть предусмотрена выплата промежуточного дохода владельцам инвестиционных паев, а также установлен порядок определения размера такого дохода, периодичность и условия выплаты. Использование данного элемента правил ДУ позволяет управлять высвобождающимся потоком ликвидности, а также влиять на общую доходность проекта для пайщиков.

*Частичное погашение инвестиционных паев***.** Механизм частичного погашения инвестиционных паев позволяет осуществлять частичный возврат инвестированных средств с полученных доходом. При частичном погашении инвестиционный паев, в отличие от выплаты дохода по инвестиционным паям, налогом на прибыль /НДФЛ облагается только разница между стоимостью погашаемого пая и стоимостью приобретения пая владельцем инвестиционных паев. Данный механизм можно использовать при реализации инвестиционного проекта по этапам – по мере реализации очередного этапа и высвобождении денежных средств можно проводить частичное погашение инвестиционных паев.

Инвестиционный комитет. Данный механизм позволяет реализовать контроль со стороны владельцев инвестиционных паев за сделками с имуществом фонда в объеме и условиях, закрепленных в правилах ДУ.

Имущество, передаваемое в оплату инвестиционных паев. Оплата инвестиционных паев может происходить денежными средствами, а также иным имуществом, которое указывается в правилах доверительного управления в зависимости от особенностей реализуемого инвестиционного проекта.

Прекращение фонда. Правилами доверительного управления может быть предусмотрена выплата при прекращении фонда денежными средствами или выделом имущества в натуре. В первом случае обязательным условием прекращения инвестиционного фонда является реализация всего имущества ЗПИФ.

Допустимые расходы ЗПИФ. Устанавливая правилами доверительного управления возможные расходы ЗПИФ, можно ограничить варианты использования имущества фонда под реализацию инвестиционного проекта.
Помимо настройки правил доверительного управления при регистрации, возможно также внесение изменений в правила доверительного управления

уже в процессе реализации инвестиционного проекта, что также повышает универсальность и гибкость инструмента.

Выдели имущества в натуре при погашении инвестиционных паев. Фонды, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, могут осуществлять выдел имущества из фонда владельцам инвестиционных паев в пропорции относительно причитающейся им части имущества. Данная особенность позволяет после реализации инвестиционного проекта либо вернуть имущество, ранее внесенное в фонд, либо забрать имущество, приобретенное фондом в процессе инвестиционной деятельности. До введения данной возможности, при погашении инвестиционных паев возможно было получить исключительно денежные средства. Таким образом, управляющей компании паевого инвестиционного фонда необходимо было обязательно осуществлять продажу имущества паевого инвестиционного фонда при закрытии фонда / погашении инвестиционных паев. В случае, если владельцы инвестиционных паев были заинтересованы в дальнейшем владении имуществом фонда, требовалось организация выкупа на третьих лиц с последующим приобретением владельцем инвестиционных паев. Данная процедура, помимо отвлечения существенных денежных средств и нескольких перерегистраций имущества, несла в себе риски утраты актива. Выдел имущества в натуре полностью исключил указанные трудности и риски.

Универсальность структуры – одно из ключевых преимуществ ЗПИФ, позволяющих применять фонды для приобретения различных видов активов и решения различных проектных задач.

Долгосрочность. Нормативно закрепленное отсутствие возможности погашения инвестиционного пая до окончания срока действия доверительного управления фондом, за исключением отдельных обозначенных в законе об инвестиционных фондах случаях, позволяет управляющей компании

реализовывать сложные долгосрочные проекты[177]. Открытые и интервальные паевые инвестиционные фонды предусматривают возможность как погашения паев, так и приобретения новых паев в течение срока действия фонда, что подразумевает трудно прогнозируемый объем средств в управлении, а также необходимость иметь высоколиквидные инструменты для возможности погашения паев. Преимущества долгосрочности (неделимости актива) важно при реализации проекта с моноактивом, таким как крупный объект недвижимости, а также при реализации долгосрочных строительных проектов и инвестиционных проектов.

Конфиденциальность и прозрачность. Структурирование проектов через закрытый паевой инвестиционный фонд позволяет регулировать уровень конфиденциальности под цели пайщика. Так как реестр пайщиков ведет специализированный регистратор (в большинстве случаев функции специализированного регистратора берет на себя специализированный депозитарий) и не раскрывает данные о реестре владельцев инвестиционных паев в открытых источниках, информация не становится публичной. В случае если ЗПИФ становится учредителем хозяйственного общества, в ЕГРЮЛ дается указание на ЗПИФ и Управляющую компанию. В то же время, в случае необходимости построения группы лиц для получения различных согласований (например, Федеральной антимонопольной службы или Банка России) или необходимости получения полной цепочки собственников для прохождения процедур комплаиенса, построение и подтверждение таких списков может быть реализовано.

Возможность не раскрывать в публичных реестрах конечных собственников позволяет повышать защищенность активов и снижать публичность крупных собственников. Данное преимущество может быть использовано для любого вида активов и реализуемых проектов.

---

[177] Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М: Статут, 2011. 1104 с.

Особенности учета. Внутренний учет закрытого паевого инвестиционного фонда осуществляется в соответствии с Указанием Банка России №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» в соответствии с Международным стандартом финансовой отчетности (IFRS) 13 "Оценка справедливой стоимости"[178] (далее – МСФО). Таким образом определенная для закрытого паевого инвестиционного фонда стоимость чистых активов и расчетная стоимость инвестиционного пая являются справедливыми ценами в рамках МСФО и могут приниматься при построении консолидированной отчетности без дополнительной оценки / тестирования на обесценение. При необходимости консолидации на уровне активов ЗПИФ при составлении отчетности по МСФО также не возникает дополнительных трудозатрат, т.к. все активы ЗПИФ оценены во внутреннем учете по справедливой стоимости и могут консолидироваться без дополнительного изучения и оценки. Данное преимущество особенно актуально при структурировании корпоративной собственности, реализации проектов (строительных / инвестиционных / производственных) для крупного бизнеса, кредитных организаций и институциональных инвесторов.

Защищенность и контроль. Следствием того, что паевые инвестиционные фонды являются элементом рынка коллективных инвестиций, является ориентация на защиту интересов пайщиков, а также развитая система контроля за доверительным управлением фондом. Указанный контроль, прежде всего, предусматривает наличие независимого

[178] Приказ Минфина России о введении в действие на территории Российской Федерации стандарта "Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 "Оценка справедливой стоимости" от 28.12.2015 № 217н (ред. от 11.07.2016).

специализированного депозитария, который осуществляет контроль за сделками паевого инвестиционного фонда: проверяет возможность сделки в соответствии с законодательством, изучает параметры сделки с точки зрения разумности и добросовестности и следованию интересам пайщиков. Специализированный депозитарий осуществляет параллельное ведение внутреннего учета фонда и сверяет с управляющей компанией расчетные значения стоимости чистых активов и расчетной стоимости инвестиционного пая, подтверждает правильность составления отчетности паевого инвестиционного фонда[179]. Специализированный депозитарий также обеспечивает сохранность имущества паевого инвестиционного фонда – ценные бумаги хранятся на счетах ДЕПО в специализированном депозитарии, иное имущество передается для учета и (или) хранения специализированному депозитарию, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации, в том числе нормативными актами Банка России, не предусмотрено иное. Помимо защиты активов, находящихся в ЗПИФ, возможно также установить контроль за совершаемыми сделками со стороны пайщиков – использовать инвестиционный комитет, который будет согласовывать сделки и решения Управляющей компании. При этом возможно реализовать разную степень участия инвесторов в контроле за сделками фонда. Сама же структура паевого инвестиционного фонда также дает ряд защитных преимуществ – активы обособляются от иных активов пайщиков и на них не может быть обращено взыскание по долгам пайщиков. Описанные преимущества по контролю и защищенности необходимы при реализации любого инвестиционного проекта.

Специфика структурирования проектов и активов с использованием ЗПИФ не всегда имеет конечной целью получение финансовой выгоды.

---

[179] Холкина М.Г., Почежерцева З.А., Протопопова Е.П. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах". Электронная версия, созданная специально для системы ГАРАНТ, 2015 г. URL: https://base.garant.ru/57470171/?ysclid=mgunw8s5xw992326060

Зачастую структурирование используется для получения преимуществ от защитных функций ЗПИФ (контроль сделок со стороны специализированного депозитария, хранение имущества в Специализированном депозитарии, обособление имущества от активов собственника), при необходимости использования конфиденциальности, которую возможно достичь при использовании ЗПИФ (возможность не раскрывать информацию об активах и пайщиках), в случае использования навыков профессионального управляющего в виде Управляющей компании, при построении взаимоотношений бизнес-партнеров или кредиторов и собственников, а также в иных нефинансовых целях, которые были рассмотрены ранее. Указанные нефинансовые преимущества трудно оценимы с точки зрения расчетных моделей математического подхода. Однако на практике именно данные преимущества зачастую имеют решающую роль в выборе структуры ЗПИФ.

Основное преимущество, предоставляемое ЗПИФ, которое может быть оценено финансово и математически – отсутствие необходимости платить налог на прибыль и возможность реинвестирования всех полученных доходов. Для оценки эффективности данного преимущества проведено сравнение результатов инвестирования с использованием классического Общества с ограниченной ответственностью и с использованием ЗПИФ.

Предпосылки, принятые для моделирования:

- Инвестируемая сумма: 1 млрд рублей.
- Доходность инвестиционного проекта: 27% годовых. Ставка предполагает наличие премии за риск к доходности денежного рынка.
- Ставка налога на прибыль: 25%.
- Вознаграждение управляющей компании по управлению Фондом, а также вознаграждение специализированного депозитария и регистратора, суммарно: 1% в год.
- Срок проекта: 10 лет.

- По Обществу с ограниченной ответственностью расходы, связанные с созданием общества, функционированием на горизонте расчета, в том числе расходы на заработную плату генерального директора, бухгалтера и управляющего, приняты не существенными и не учтены в расчете.
- По ЗПИФ приняты не существенными и не учтены в расчете расходы на создание ЗПИФ, вознаграждение оценщику при оценке активов, вознаграждение аудитору, расходы на расчетно-кассовое обслуживание и подобные текущие расходы.
- В рамках расчета не учитываются расходы по инвестиционному проекту, так как для ЗПИФ и Общества с ограниченной ответственностью они будут сопоставимыми.
- Для упрощения моделирования принимается допущение, что инвестиционный проект – вложение в ценную бумагу. Данное допущение позволяет не учитывать формирование капитальных затрат ООО.

Расчет сделан в двух вариантах: с реинвестированием полученной прибыли по ставке сопоставимой с доходностью инвестиционного проекта (например, при возможности реинвестировать в сам инвестиционный проект) и с реинвестированием полученной прибыли под рыночную ставку размещения ликвидности.

Рыночная ставка размещения ликвидности принята на уровне 20% годовых.

Для расчета денежных средств на конец каждого месяца использовались следующие формулы:

При условии реинвестирования под ставку проекта

Для ЗПИФ:

$$S_i = S_{i-1} \times \left(1 + r_p \times \left(1 - r_f\right)\right), \quad (1)$$

Для ООО:

$$S_i = S_{i-1} \times \Big(1 + r_p \times (1 - T)\Big), \quad (2)$$

При условии реинвестирования полученной прибыли под рыночную ставку

Для ЗПИФ:

$$S_i = \big(S_0 \times r_p + (S_{i-1} - S_0) \times r_m + S_{i-1}\big) \times \big(1 - r_f\big), \quad (3)$$

Для ООО:

$$S_i = S_0 \times r_p \times (1 - T) + (S_{i-1} - S_0) \times r_m \times (1 - T) + S_{i-1}, \quad (4)$$

где

S_i - это сумма денежных средств на момент окончанияi -го периода.

r_p - это ставка проекта.

r_f - ставка вознаграждения управляющей компании фонда, специализированного депозитария и регистратора.

T - ставка налога на прибыль.

r_m - ставка рыночного размещения ликвидности.

Итоговые расчеты для варианта с реинвестированием прибыли обратно в инвестиционный проект (ставка равна ставке инвестиционного проекта) представлены в Таблице 4.

Таблица 4.
Эффект от использования ЗПИФ при реинвестировании под ставку проекта.

Период (год)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ЗПИФ (млн.)	1 000	1 267	1 606	2 035	2 579	3 269	4 143	5 250	6 653	8 432	10 685
ООО (млн.)	1 000	1 203	1 446	1 739	2 091	2 514	3 024	3 636	4 372	5 257	6 322
Разница между ЗПИФ и ООО (млн.)	-	64	160	296	488	755	1 119	1 614	2 281	3 175	4 363
Разница в % от начальной суммы	-	6,4%	16,0%	29,6%	48,8%	75,5%	111,9%	161,4%	228,1%	317,5%	436,3%

Источник: составлено автором.

Итоговые расчеты для варианта с реинвестированием прибыли под ставку рыночного размещения ликвидности представлены в Таблице 5.

Таблица 5.
Эффект от использования ЗПИФ при реинвестировании под рыночную ставку размещения ликвидности.

Период (год)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ЗПИФ (млн.)	1 000	1 267	1 575	1 940	2 374	2 890	3 503	4 230	5 095	6 122	7 342
ООО (млн.)	1 000	1 203	1 435	1 703	2 011	2 365	2 773	3 241	3 780	4 399	5 112
Разница между ЗПИФ и ООО (млн.)	-	64	140	237	363	525	730	989	1 315	1 723	2 230
Разница в % от начальной суммы	-	6,4%	14,0%	23,7%	36,3%	52,5%	73,0%	98,9%	131,5%	172,3%	223,0%

Источник: составлено автором.

Полученные в результате расчетов данные подтверждают эффективность использования структурирования инвестиционных проектов с применением ЗПИФ на долгосрочном горизонте инвестирования.

Выявленные преимущества закрытых паевых инвестиционных фондов для структурирования инвестиционных проектов и бизнеса, возможно соотнести с потребностями и целями структурирования. Результат такого соотнесения представлен на рисунке 18.



Рисунок 18. Соотнесение потребностей и целей структурирования с преимуществами ЗПИФ.
Источник: составлено автором.

Глава 3. Модели принятия решений по структурированию активов с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда

3.1. Разработка моделей принятия управленческих и инвестиционных решений

Полученные в предыдущих главах результаты в виде выявленных потребностей и целей структурирования, а также описанных и структурированных преимуществ исследуемого механизма потенциального структурирования - закрытого паевого инвестиционного фонда, интерпретированы в виде моделей принятия управленческих и инвестиционных решений с использованием механизма закрытого паевого инвестиционного фонда.

С целью дальнейшего перехода к различным моделям, которые могут быть применены в тех или иных условиях, необходимо в первую очередь рассмотреть общую модель закрытого паевого инвестиционного фонда, которая является обобщающей и не зависит от состава.

Классическая модель закрытого паевого инвестиционного фонда представлена на рисунке 19.

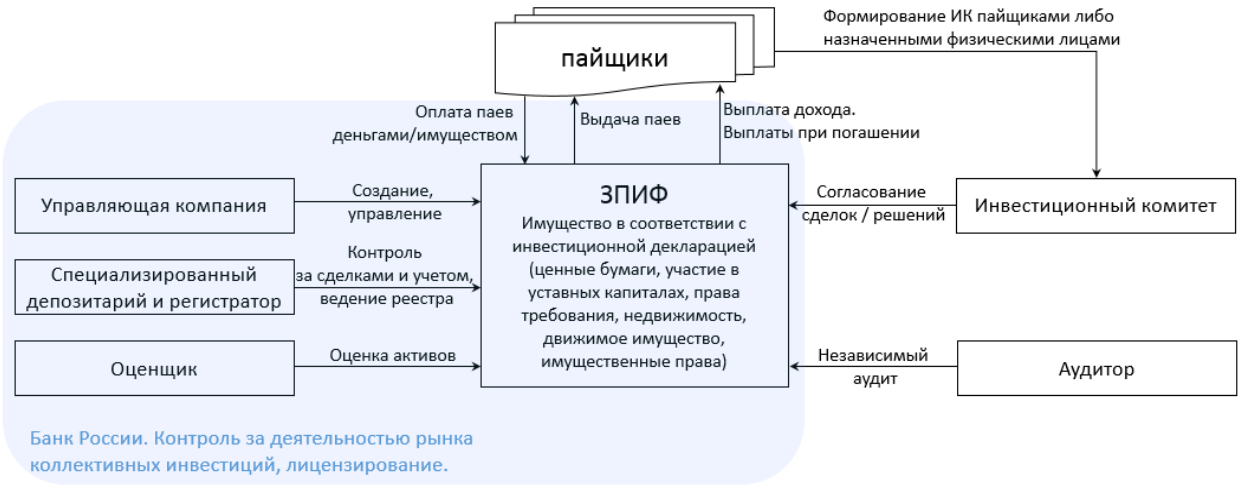


Рисунок 19. Классическая модель закрытого паевого инвестиционного фонда. Источник: составлено автором.

На представленном графическом изображении модели отражены основные элементы инфраструктуры ЗПИФ, которые будут использоваться при структурировании любого проекта или сделки. Инвестиционный комитет и аудит являются не обязательными элементами и могут не использоваться в конкретных проектах структурирования с помощью ЗПИФ.

Анализ и оценка представленной модели, позволяет раскрыть ее содержательно не столько в виде бизнес-модели, которая предполагает формулирование ценности для клиента[180], сколько в контексте принятия управленческих и инвестиционных решений[181] (рисунок 20). В дальнейшем указанная модель будет расширена для использования в различных вариантах структурирования активов и проектов. При этом указанные усовершенствования и расширения будут касаться используемых активов, взаимодействия на уровне владельцев инвестиционных паев и непосредственно реализуемого инвестиционного проекта.

[180] Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Инвестиционная оценка современных бизнес-моделей // Учет. Анализ. Аудит, 2021, т. 8, № 2, с. 12-23.

[181] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

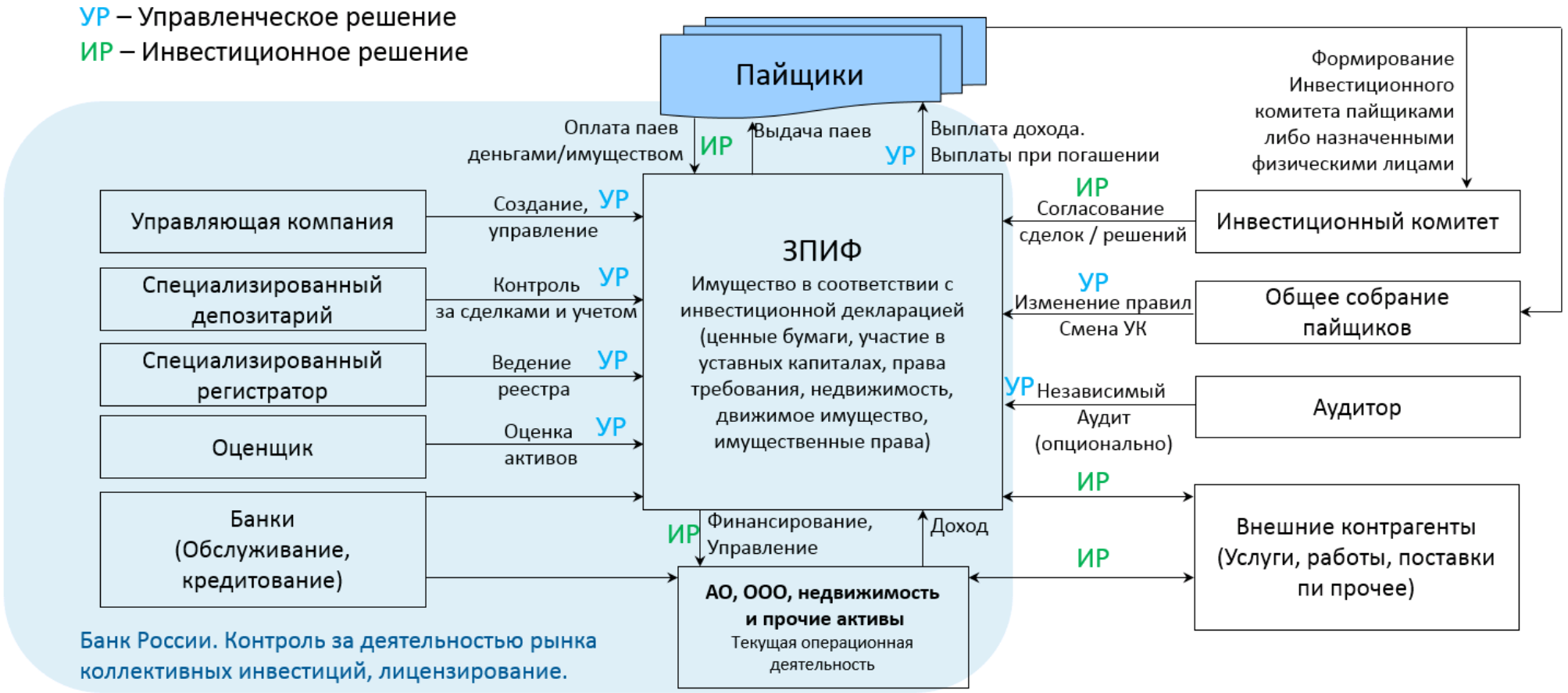


Рисунок 20. Типовая модель принятия управленческих и инвестиционных решений в рамках ЗПИФ.
Источник: составлено автором.

В представленной на рисунке 20 модели выделено 7 различных управленческих решений, принимаемых в процессе создания и функционирования фонда, а также 5 видов инвестиционных решений.

В первую очередь рассмотрим управленческие решения:

1. Управляющая компания осуществляет написание правил доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом. На данном этапе закладываются все возможности, ограничения и особенности фонда. Далее, в процессе жизни фонда, управляющая компания осуществляет все необходимые фактические и юридические действия по управлению имуществом фонда.
2. Привлечение управляющей компанией необходимой инфраструктуры для закрытого паевого инвестиционного фонда в лице специализированного депозитария, специализированного регистратора, а также аудитора и оценщиков.
3. Специализированный депозитарий принимает решение о согласовании правила доверительного управления фондом, согласовывает сделки по распоряжению имуществом фонда, ведет параллельный учет.
4. В случае, если правила доверительного управления готовятся для фонда, который предполагается использовать в решении задач определенного клиента (будущего пайщика), то клиент может принять непосредственное участие в написании правил доверительного управления фондом и принимать решения об особенностях и возможностях фонда. Также, в дальнейшем, владелец инвестиционных паев принимает решения по необходимости выплаты дохода из фонда или частичного погашения паев. В процессе функционирования фонда владельцы инвестиционных паев фонда (пайщики) могут осуществлять управленческие решения по влиянию на правила доверительного управления фондом через механизм общего собрания владельцев инвестиционных паев. Помимо этого, владелец инвестиционных паев

может принять решение о прекращении фонда, либо передаче фонда в доверительное управление иной управляющей компании. В случае, если инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда предназначены для квалифицированных инвесторов, правила доверительного управления могут предусматривать необходимость получения согласования инвестиционным комитетом сделок или решений в отношении имущества фонда. Инвестиционный комитет может состоять из владельцев инвестиционных паев, либо назначенных ими лиц.

5. Все сделки с имуществом паевого инвестиционного фонда осуществляются при получении согласования от специализированного депозитария. Специализированный депозитарий анализирует сделку на предмет соответствия законодательству об инвестиционных фондах, правилам доверительного управления фондом, действиям управляющей компании в интересах владельцев инвестиционных паев и принимает решение о согласовании или в отказе согласования сделки.[182]
6. Специализированный регистратор осуществляет ведение реестра владельцев инвестиционных паев и на основании поступающих поручений принимает управленческие решения по приему и исполнению указанных поручений.
7. Оценщики закрытого паевого инвестиционного фонда, поименованные в правилах доверительного управления, привлекаются на основании решения управляющей компании в случае, если имущество, составляющее активы паевого инвестиционного фонда, не имеет доступной ценовой информации и в соответствии с правилами расчета

[182] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

стоимости чистых активов фонда и необходимо получение отчета оценщика.

К инвестиционным решениям, представленным на рисунке 20, относятся:

1. Принятие будущим владельцем инвестиционных паев решения о приобретении паев.
2. Согласование инвестиционным комитетом фонда сделок с имуществом фонда.
3. Непосредственное проведение управляющей компанией сделок с имуществом фонда (приобретение и продажа активов).
4. Проведение сделок с внешними контрагентами, как на уровне самого фонда, так и на уровне дочерних структур фонда.

Представленная на рисунке 20 общая структура принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании закрытого паевого инвестиционного фонда будет справедлива для любого состава активов.

Однако в зависимости от реализуемого инвестиционного проекта и активов, входящих в состав имуществ фонда, предложено выделить 11 моделей принятия управленческих и инвестиционных решений при структурировании в ЗПИФ для различных типов активов / проектов.

В представленных моделях будут опущены обязательные элементы инфраструктуры для облегчения визуализации и оставлены только элементы, концептуально отличающие каждую модель.

Для каждой модели представлено графическое отображение, описание преимуществ (возможностей) и ограничений.

Модель «Рентная недвижимость» (рисунок 21).

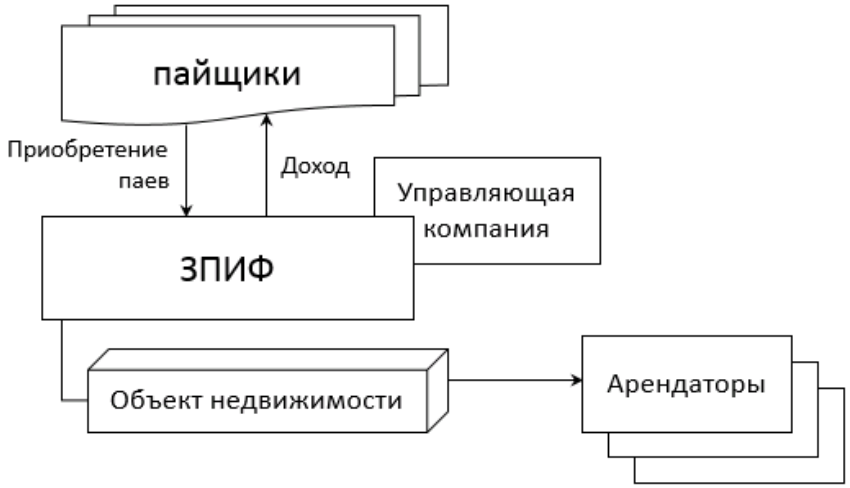


Рисунок 21. Модель использования ЗПИФ в проектах с рентной недвижимостью.
Источник: составлено автором.

Структурирование рентного бизнеса с помощью ЗПИФ позволяет получить следующие преимущества:

- Поступающие арендные платежи не облагаются налогом на прибыль и могут быть реинвестированы в полном объеме.
- В ЕГРН содержится информация об общей долевой собственности владельцев инвестиционных паев без указания конечных бенефициаров.
- Управление объектом недвижимости осуществляется профессиональным управляющим, взаимодействие арендаторов исключительно с управляющей компанией ЗПИФ.
- Снижены риски рейдерского захвата недвижимости в виду защитных функций структуры ЗПИФ.
- Снижен риск реализации конфликта собственников, приводящего к стагнации бизнеса.

Ограничения модели:

- При использовании категории «комбинированный фонд» отсутствуют ограничения на входящее в состав активов недвижимое имущество, однако существенно ограничивается

круг возможных владельцев инвестиционных паев, т.к. инвестиционные паи такого фонда будут предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов.

- При использовании категории «фонд недвижимости» состав и структура активов будут ограничены Указанием Банка России от 05.09.2016 N 4129-У "О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов"[183]. При этом для фондов у которых инвестиционные паи не ограничены в обороте ограничения указанного нормативного акта будут более строгими, чем для фондов у которых инвестиционные паи предназначены для квалифицированных инвесторов.
- В случае, если объект недвижимости, составляющий имущество фонда не относится к объектам по которым начисление налога на имущество происходит от кадастровой стоимости, то налог на имущество будет рассчитываться от оценочной стоимости объекта недвижимого имущества, по которой он учитывается в активах фонда. Данная особенность обуславливается отсутствием у фондов бухгалтерского учета (ведется внутренний учет фонда) и, соответственно, амортизации.
- При взаимодействии с арендаторами, по сравнению с альтернативными видами структурирования, отсутствует гибкость в принятии управленческих решений, т.к. все первичные документы должны незамедлительно направляться управляющей компанией в специализированный депозитарий.

Модель «Строительство / перепродажа недвижимости» (рисунок 22).

[183] Указание Банка России "О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов" от 05.09.2016 № 4129-У (ред. от 02.08.2023)

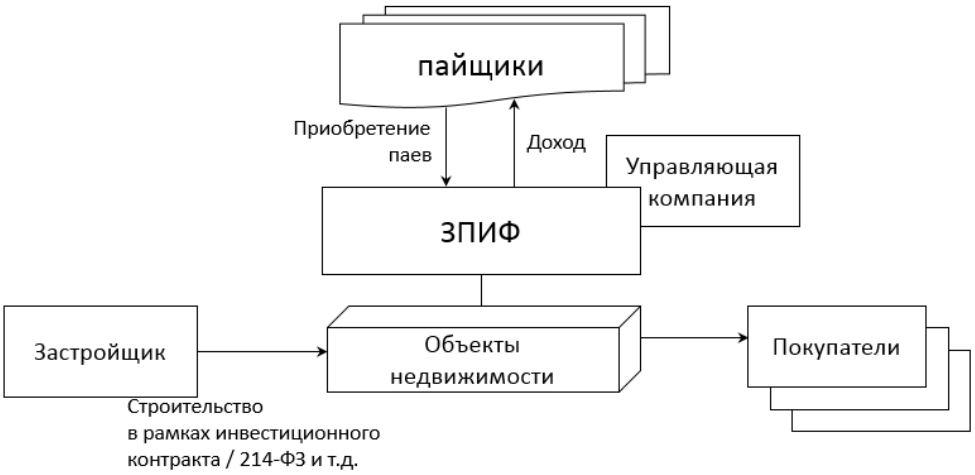


Рисунок 22. Модель использования ЗПИФ в проектах строительства и перепродажи недвижимости.
Источник: составлено автором.

При использовании ЗПИФ в проектах строительства недвижимости, достигаются следующие преимущества:

- Формирование фонда возможно денежными средствами и недвижимостью, что позволяет участвовать в проекте долевых и кредитующих участников.
- Взаимодействие с застройщиком может быть построено в рамках любой юридической конструкции: инвестиционный контракт, договор подряда, 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации».
- Инвесторам может быть обеспечена разная степень участия в управлении через механизм инвестиционного комитета с назначением физических лиц.
- Возможно привлечение сторонних инвестиций в ЗПИФ через получение займов и кредитов.

- Отсутствие налога на прибыль позволяет реинвестировать в новые проекты всю прибыль от получения объектов по себестоимость (строительства) и реализации по рыночной цене.

Ограничения модели:

- В случае, если инвестиционные паи предназначены для квалифицированных инвесторов – имеются ограничения на обращение инвестиционных паев и на лиц, которые могут приобретать данные паи. При этом только для фондов, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов возможно строительство объектов и привлечение кредитования.
- При использовании категории «фонд недвижимости» для неквалифицированных инвесторов, состав активов сильно ограничен.
- Использование модели при строительстве в рамках Федерального закона от 30.12.2004 N 214-ФЗ "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации"[184] накладывает дополнительные ограничения по взаимодействию с покупателями:
  - Уступка прав по договору долевого участия требует оплаты налога на добавленную стоимость (НДС) на сумму превышения стоимость уступаемого контракта над стоимостью его приобретения.

[184] Федеральный закон "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации" от 30.12.2004 № 214-ФЗ (ред. от 26.12.2024) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2025).

- Использование покупателем льготных программ приобретения недвижимости возможно только при приобретении из закрытого паевого инвестиционного фонда готового жилого помещения. Таким образом, по сравнению с реализацией через застройщика, существенно ограничены возможности продажи.

- Взаимодействие с рыночными покупателями требует более серьезной подготовки для лиц, осуществляющих продажи недвижимости в связи с особенностями проведения сделки (наличие специализированного депозитария, проверка контрагента для фонда и т.п.).

Модель «Производственные предприятия» (рисунок 23).

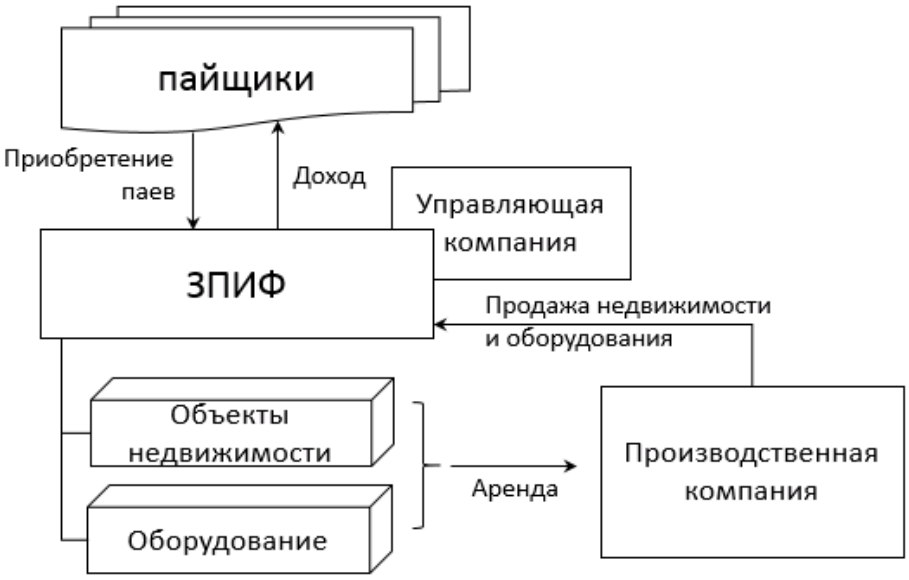


Рисунок 23. Модель использования ЗПИФ в проектах с производственными предприятиями.
Источник: составлено автором.

Собственники производственного предприятия могут использовать структурирование своего бизнеса с использованием ЗПИФ в качестве

собственника объектов недвижимости и основного оборудования. Созданная с помощью ЗПИФ структура позволяет[185]:

- Обособить недвижимое имущество и иные ценные объекты от рисков производственной компании в том числе от претензий кредиторов.
- За счет сдачи в аренду объектов недвижимости и оборудования производственной компании снизить размер налогооблагаемой базы производственной компании (налоговый щит) и переместить прибыль в ЗПИФ, где указанная прибыль не облагается налогом и может быть реинвестирована в полном объеме.
- Сформировать ликвидный финансовый инструмент на основе бывших основных средств. Инвестиционные паи могут быть предметом залога при привлечении финансирования, а также возможностью привлечения новых партнеров.

Ограничения модели:

- Реализация предложенной модели возможна только с использованием фонда категории «комбинированный фонд». Соответственно, инвестиционные паи такого фонда должны быть предназначены для квалифицированных инвесторов, что накладывает ограничения на возможных пайщиков и сделки с инвестиционными паями.
- Включение движимого имущество (оборудования) непосредственно в состав имущества фонда ограничивается обязанностью специализированного депозитария осуществлять хранение имущества фонда. Альтернативным вариантом

[185] Бухаров А.Е. Использование закрытого паевого инвестиционного фонда при приобретении основных средств предприятия / Новые орбиты международных связей: экспорт, миграция, космос: монография. СПб: Санкт-Петербургский государственный университет аэрокосмического приборостроения, 2024. С. 297-303.

является принятие в состав имущества фонда недвижимого имущества, включающего в себя оборудование в виде улучшений. Однако альтернативный вариант все равно ограничен и не применим для всех ситуаций.

- Арендные отношения между закрытым паевым инвестиционным фондом и производственной компанией, в рамках предложенной модели ограничиваются необходимостью соблюдения рыночных условий аренды.

Модель «Финансирование проектов» (рисунок 24).

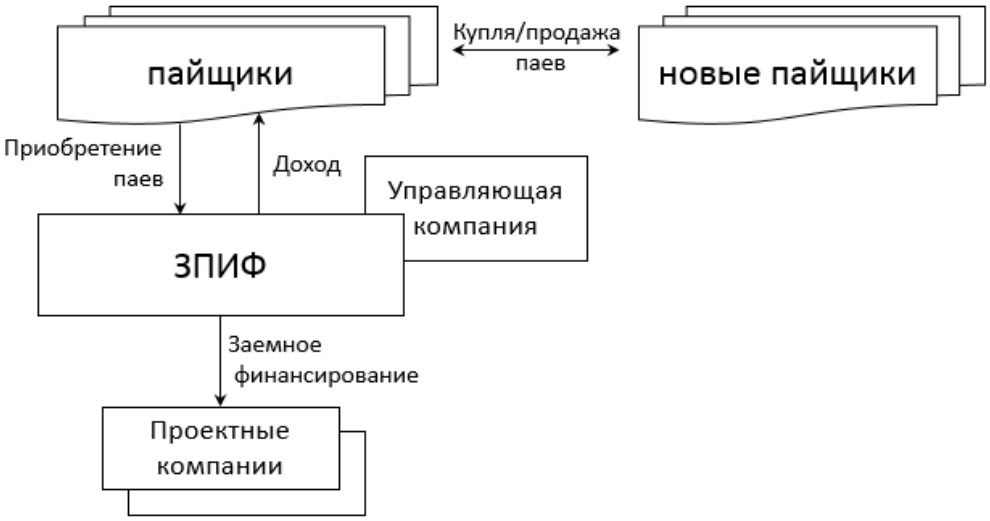


Рисунок 24. Модель использования ЗПИФ при финансировании проектов. Источник: составлено автором.

Финансирование проектов с использованием ЗПИФ может осуществляться как в рамках привлечения финансирования под один проект, так и по классической схеме портфельных инвестиций – под участие в пуле проектов. При финансировании одного проекта размеры фонда определяются потребностями проектной компании в финансировании. ЗПИФ может быть сформирован средствами якорного пайщика с целью последующей реализации инвестиционных паев заинтересованным инвесторам, либо сразу

непосредственно формироваться пулом инвесторов, готовых предоставить финансирование. Структурирование через ЗПИФ подобного проекта имеет ряд преимуществ:

- Инвесторы получают ликвидный финансовый инструмент, который может обращаться на вторичном рынке, в том числе иметь биржевое обращение, и быть предметом залога.
- Организация финансирования требует гораздо меньше времени и затрат по сравнению с созданием классических долговых финансовых инструментов – облигаций.
- Финансирование может идти поэтапно за счет механизма дополнительной выдачи инвестиционных паев.
- Закрытие проекта также может быть реализовано поэтапно с применением механизма частичного погашения паев – аналог амортизации облигаций.
- Для участия в проекте могут привлекаться средства институциональных инвесторов, что позволяет привлекать длинные инвестиции с конкурентоспособной ставкой.

При реализации финансирования нескольких проектов из одного фонда, первоначальным является формирование фонда одним или несколькими пайщиками с целью дальнейшего поиска перспективных проектов, которые нуждаются в финансировании. В данной структуре можно выделить следующие преимущества для инвесторов:

- Инвесторы передают денежные средства профессиональному управляющему, который действует под контролем независимой структуры (специализированный депозитарий) и государственным надзором (Банк России).
- При инвестировании средств в различные проекты достигается эффект диверсификации вложений.

- Участие нескольких пайщиков в одном ЗПИФ позволяет снижать эффект неудачных инвестиций распределяя убытки пропорционально количеству имеющихся у инвесторов паев.
- Инвесторы становятся владельцами ликвидного финансового инструмента и возможностью вторичного обращения.

Для проектных компаний – заемщиков получение финансирования из ЗПИФ имеет следующие преимущества:

- Получение финансирования сопряжено с меньшим объемом бюрократических процедур по сравнению с банковским финансированием.
- Гибкий подход по формированию залоговой массы.
- Меньший срок получения финансирования и отсутствие расходов по сравнению с выпуском облигаций.

Ограничения модели:

- Финансирование из фонда возможность только в случае, если инвестиционные паи предназначены для квалифицированных инвесторов – соответствующие ограничения на владельцев инвестиционных паев и вторичное обращение паев.
- Фонд не может осуществлять сделки по выдаче займов физическим лицам, а также приобретать права требования по займам или кредитам, выданным физическим лицам.
- При осуществлении финансирования через выданные займы требуется оценка кредитного качества контрагента для расчета справедливой стоимости займа в учете фонда.

Модель «Секьюритизация нефинансовых активов» (рисунок 25).

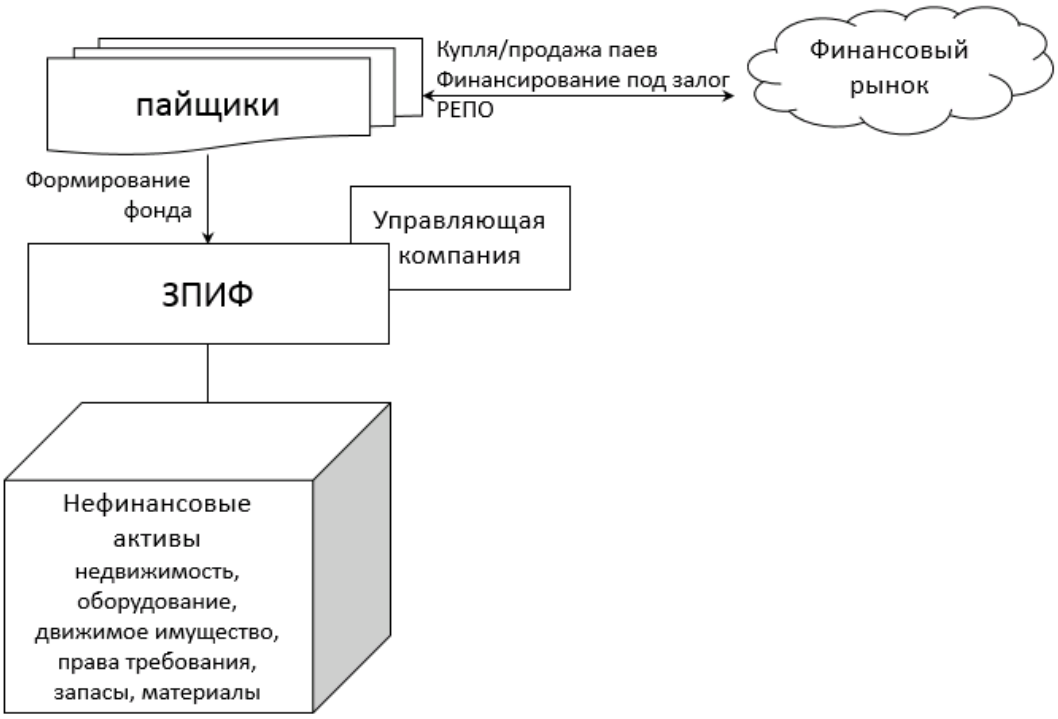


Рисунок 25. Модель использования ЗПИФ при секьюритизации нефинансовых активов.
Источник: составлено автором.

Владельцы крупных нефинансовых активов имеют возможность секьюритизировать свои активы с помощью ЗПИФ. В результате на балансе собственника возникают финансовые инструменты, которые могут быть использованы на финансовом рынке. Таким образом возможно привлечение финансирования для иных проектов, решение вопросов закрытия кассовых разрывов, а также привлечения стратегических инвесторов. При этом активы находящиеся в ЗПИФ не становятся предметом залога, могут быть использованы в производстве.

Ограничением предложенной модели выступает тот факт, что максимально широкая инвестиционная декларация – активы, которые могут входить в состав имущества – возможна только для фондов, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов. Соответственно, для таких фондов ограничивается круг контрагентов по сделкам с инвестиционными паями.

Модель «Корпоративная собственность и внутрихолдинговое кредитование» (рисунок 26).

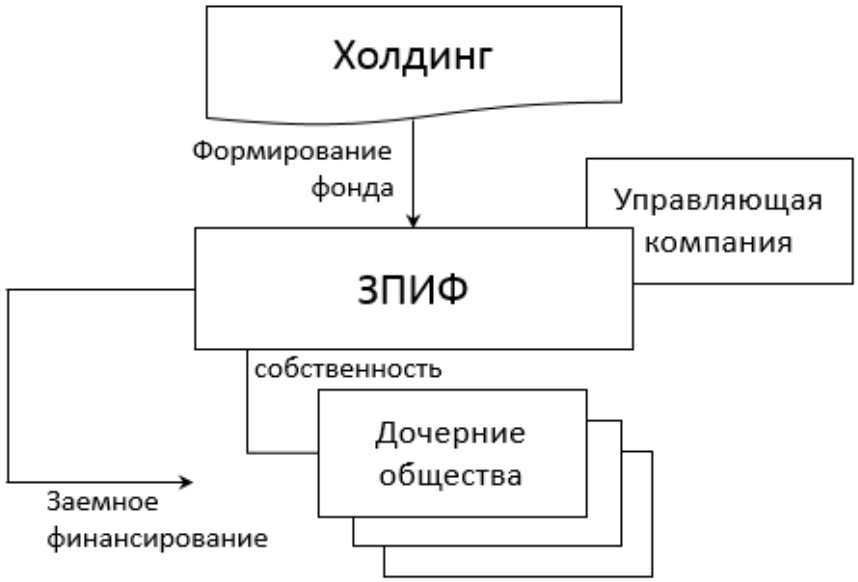


Рисунок 26. Модель использования ЗПИФ в проектах корпоративного и внутрихолдингового кредитования.
Источник: составлено автором.

Использование оболочки ЗПИФ для структурирования холдинговой структуры позволяет реализовать следующие положительные моменты:

- Генерируемые дочерними обществами доходы не облагаются налогом на прибыль (дивиденды) в ЗПИФ.
- Использование заемного финансирования для дочерних обществ с различными ставками и отсутствием необходимости залога позволяет перераспределять денежные потоки дочерних обществ и регулировать налогооблагаемую базу по налогу на прибыль в дочерних обществах.
- Повышается защищенность дочерних обществ от риска рейдерского захвата.
- На уровне холдинга упрощается построение отчетности по международным стандартам отчетности (МСФО).

- Холдинг секьюритизирует владение дочерними обществами и денежными потоками обществ в ликвидный инструмент финансового рынка с возможностью построения финансовых стратегий и привлечения заемного финансирования.

Ограничения модели:

- Предложенная модель реализуема только с использованием фондов, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов.
- Имущество, составляющее активы фонда требует периодического (до двух раз в год) проведения оценки. Данные об обязательной оценке необходимо размещать на федеральном ресурсе. С одной стороны раскрывается с только итоговая стоимость без раскрытия самого отчета об оценке, с другой стороны такое раскрытие может уменьшать эффект конфиденциальности.

Модель «Непрофильные активы» (рисунок 27).

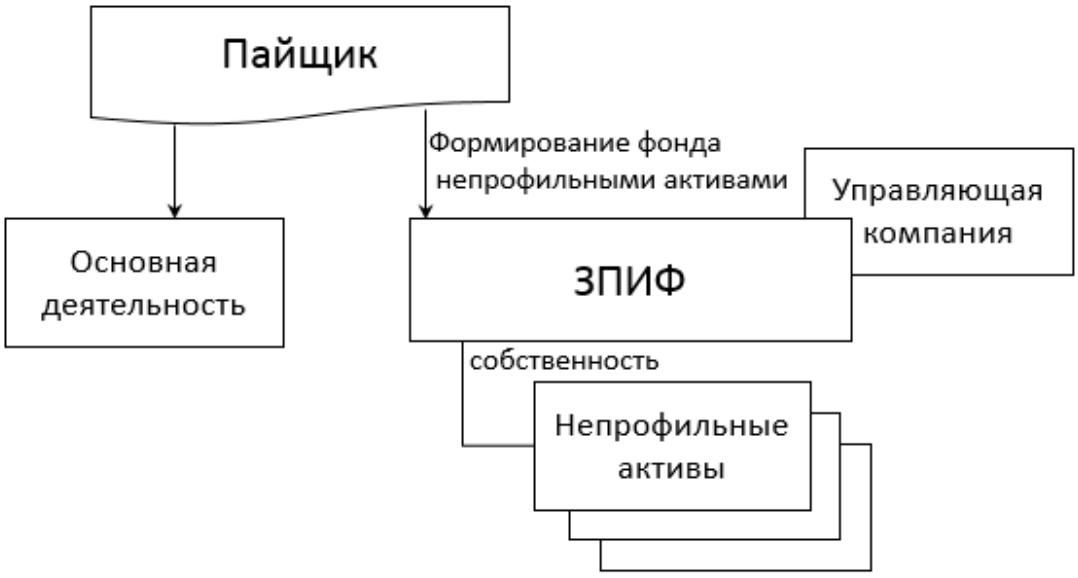


Рисунок 27. Модель использования ЗПИФ в проектах с непрофильными активами.
Источник: составлено автором.

Структурирование с помощью ЗПИФ непрофильных активов позволяет:

- Юридически обособить непрофильные активы под профессиональным управлением и в льготном налоговом режиме.
- Секьюритизировать актив с возможностью получения финансового инструмента обращающегося на бирже с признаваемой котировкой.
- Производить переоценку активов на балансе собственника через использование расчетной стоимости инвестиционного пая, рассчитываемого на принципах МСФО.
- Осуществить реализацию непрофильного актива путем отчуждения инвестиционных паев. Возможность продажи части паев и минимальные сроки реализации сделки.

Ограничения модели:

- В случае, если данная модель реализуется владельцем инвестиционных паев, который имеет законодательные ограничения по владению непрофильными активам, возможно также наличие ограничений, либо дополнительные требования по резервированию, по вложению в инвестиционные паи. Примером такого владельца непрофильного актива может являться банк. В таком случае более оправданным будет постепенное списание актива вместо создания фонда.

Модель «Медиация партнерских взаимоотношений» (рисунок 28).

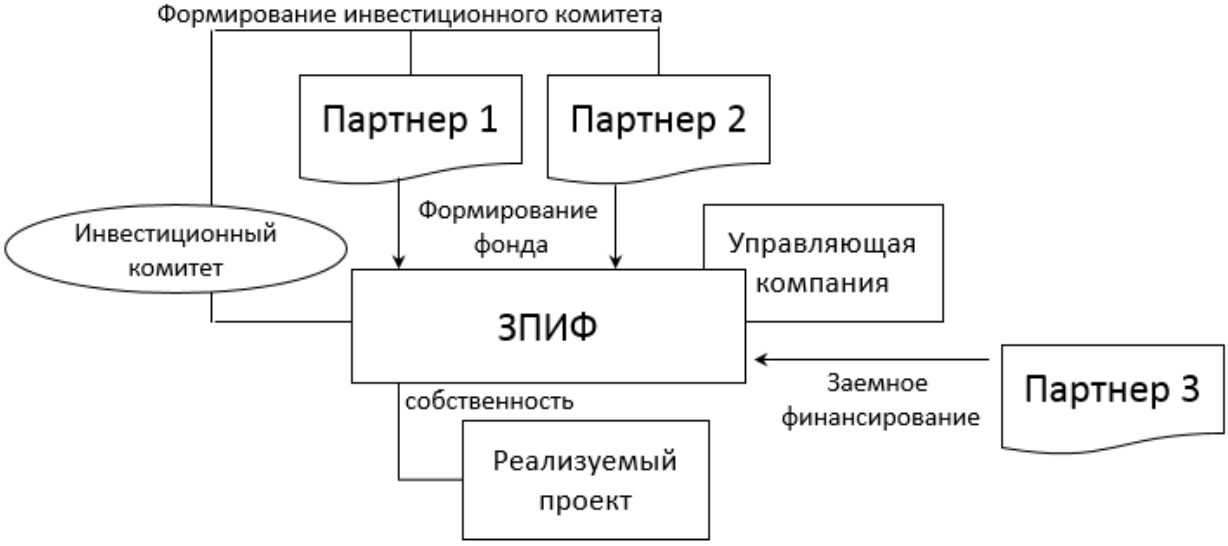


Рисунок 28. Модель использования ЗПИФ в партнерских проектах. Источник: составлено автором.

Используя особенности ЗПИФ возможно построить структуру для реализации проекта несколькими бизнес-партнерами, которая будет иметь следующие преимущества[186]:

- Участие возможно как для долевых, так и для кредитующих участников. При этом долевые участники могут формировать свои доли как денежными средствами, так и имуществом, необходимым для реализации проекта. При этом вклад каждого участника оценивается в рамках справедливой оценки по стандартам международной финансовой отчетности.
- Для инвесторов может быть обеспечена различная степень участия в управлении проектом через форсирование инвестиционного комитета.

[186] Бухаров А.Е. Медиация партнерских отношений при структурировании инвестиционного проекта с помощью закрытого паевого инвестиционного фонда / УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ - 2023: Бизнес-модели в эпоху изменения делового климата: монография. М: Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Институт проблем рынка Российской академии наук, 2023. С. 118-122.

- Созданный проект является юридически обособленным от активов бизнес-партнеров. На активы проекта не может быть обращено взыскание по долгам бизнес-партнеров.
- Использование ЗПИФ позволяет гарантировать целостность реализуемого проекта в случае возникновения споров и конфликтов между бизнес-партнерами. Реализация выхода из проекта осуществляется через продажу инвестиционных паев и не влияет на реализацию самого проекта.
- Реализация проекта осуществляется профессиональным управляющим, который выступает в роли медиатора при принятии решений в рамках проекта, по которым бизнес-партнеры придерживаются полярных мнений.
- Реализуемые проекты могут финансироваться как через капитал, так и через долговое финансирование из ЗПИФ, что позволяет гибко управлять денежными потоками проекта и налоговой эффективностью.

Ограничения модели:

- Инвестиционные паи фонда, используемого в представленной модели, должны быть предназначены для квалифицированных инвесторов. Соответственно, возникают ограничения на долевых Партнеров.
- Используемый в модели механизм контроля со стороны долевых Партнеров в виде инвестиционного комитета является согласующим органом и не может выносить обязательных для исполнения управляющей компанией решений.
- Отсутствует возможность установления равных условий для партнеров с долевым и долговым участием при негативном развитии проекта. Партнеры с долевым участием будут

получать возврат инвестиций в последнюю очередь и только после расчетов в партнерами с долговым участием.

Модель «Привлечение инвесторов, продажа крупных активов» (рисунок 29).



Рисунок 29. Модель использования ЗПИФ в проектах с привлечением рыночных инвесторов при продаже крупных активов.
Источник: составлено автором.

С помощью структуры ЗПИФ может осуществляться продажа розничным инвесторам крупных активов, для которых осложнен поиск единого покупателя. Такого рода активами могут выступать крупные объекты коммерческой и складской недвижимости, производственные комплексы, бизнес-единицы, стартапы. Для реализации актива собственник формирует ЗПИФ, вносит в него актив и осуществляет поиск инвесторов, которые могут выкупать инвестиционные паи по частям. Для успешной реализации и повышения ликвидности инвестиционные паи могут быть выведены на биржу. Реализация данной модели представляет собой классический подход к ЗПИФ, как к элементу рынка коллективных инвестиций – множество инвесторов консолидируют свои средства для участия в крупном проекте / приобретении крупного объекта, который невозможно было реализовать в одиночку.

Ограничения данной модели находятся в прямой зависимости от объекта, который будет составлять имущество паевого инвестиционного

фонда. При возможности реализации модели с использованием фонда, инвестиционные паи которого не предназначены для квалифицированных инвесторов, возможно привлечение большого числа потенциальных приобретателей на инвестиционные паи. В противном случае возникает существенное уменьшение количества потенциальных покупателей, в том числе и среди институциональных инвесторов.

Модель «Управление прибылью при продаже крупных активов» (рисунок 30).

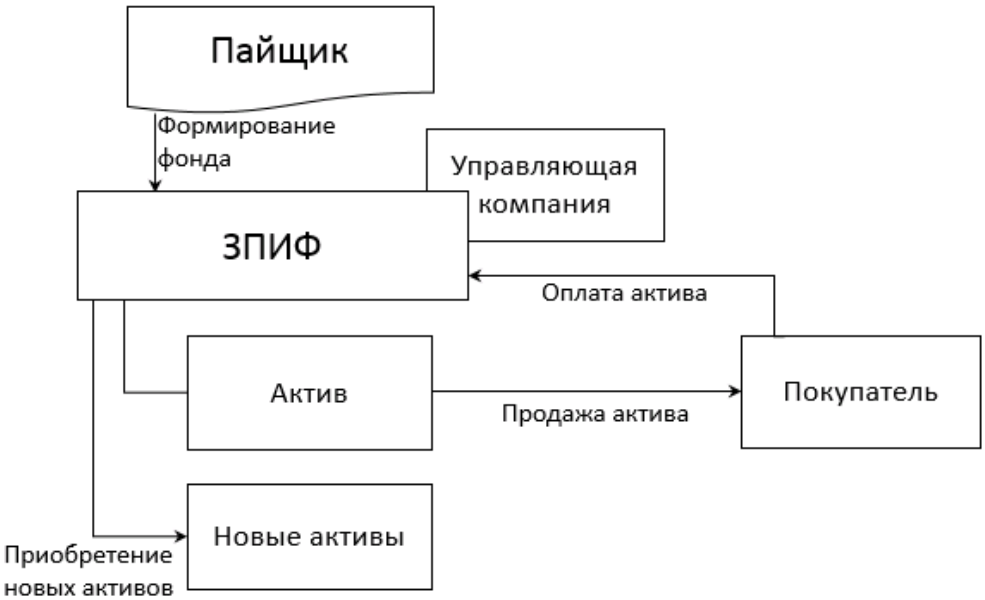


Рисунок 30. Модель использования ЗПИФ в проектах по управлению прибылью от реализации активов.
Источник: составлено автором.

При необходимости реализации крупных активов собственник может осуществить предварительное структурирование владения активом с использованием ЗПИФ, чтобы при продаже использовать следующие преимущества:

- На балансе собственника вместо структурируемого актива появляются ценные бумаги с налоговой стоимостью соответствующей налоговой стоимости переданного в фонд имущества.

- Реализация актива из ЗПИФ не облагается налогом на прибыль и позволяет реинвестировать полученные в оплату актива денежные средства в полном объеме.
- Проведение сделки осуществляется профессиональным управляющим. После передачи актива в состав ЗПИФ собственник снимает с себя бремя организации и проведения сделки.

Ограничения модели:

- В зависимости от типа первоначального актива, а также активов, предполагаемых к приобретению в последующем, необходимо определиться с категорией фонда, каждая из которых будет иметь свои ограничения.
- Реинвестирование полученных средств возможно только в активы предусмотренные инвестиционной декларацией, что является ограничением с точки зрения свободного использования средств владельцем инвестиционных паев.

Модель «Продажа крупных активов с отсрочкой платежа» (рисунок 31).

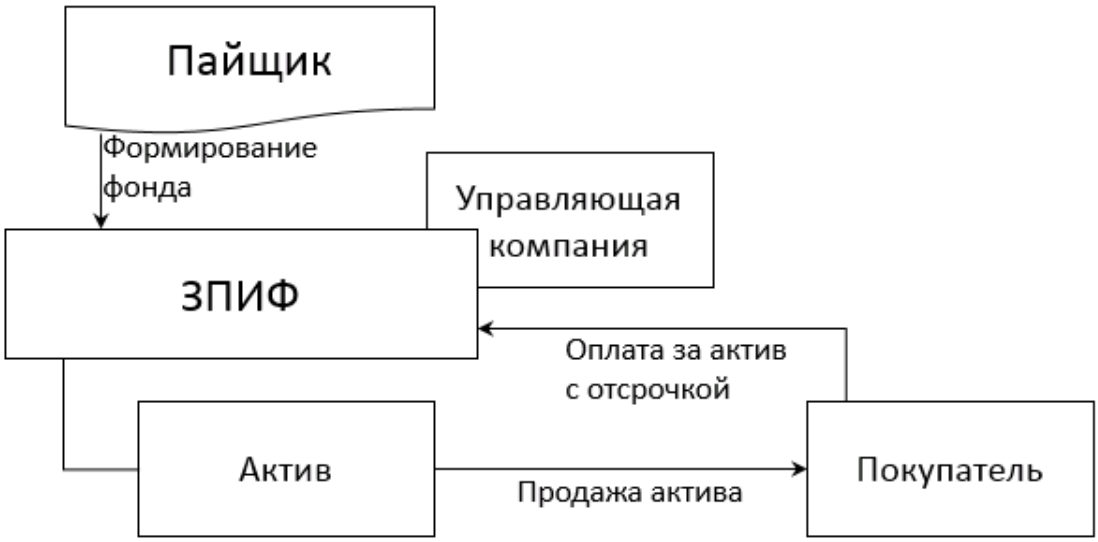


Рисунок 31. Модель использования ЗПИФ в проектах продажи крупных активов с отсрочкой платежа.
Источник: составлено автором.

В случае необходимости проведения сделки купли-продажи актива с длительной отсрочкой платежа организации сталкиваются с необходимость оплаты налога на прибыль до получения средств за проданный актив. В соответствии с требованиями налогового законодательства прибыль начисляется по факту реализации актива, а не получения денежных средств. Таким образом, при осуществлении продажи в рассрочку, налог на прибыль возникает в том налоговом периоде, когда прошла перерегистрация (передача) актива. В случае, если стоимость актива существенна, у предприятия может не оказаться денежных средств для оплаты налога на прибыль. Структурирование подобных сделок с использованием ЗПИФ позволяет решить описанную проблему, т.к. ЗПИФ не является плательщиком налога на прибыль. Следовательно, актив будет продан, а налог будет уплачен только после прекращения ЗПИФ и вывода средств.

Ограничением представленной модели будет являться возможность реализации только в фондах, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Таким образом, проведенное исследование позволило предложить 11 моделей принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании механизма ЗПИФ при структурировании разных типов активов с учетом нормативных ограничений (таблица 6)[187]. Систематизация предложенных моделей позволяет выделить их сравнительные характеристики, а также преимущества и ограничения.

Ограничения, возникающие при реализации приложенных моделей, а также в принципе при реализации структурирования с использованием ЗПИФ, структурированы в таблицу 7 с разделением на нормативные и финансово-обусловленные.

[187] Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

Таблица 6.

Основные характеристики моделей принятия управленческих и инвестиционных решений при использовании механизма ЗПИФ при структурировании активов.

№	Название модели	Закрытая инф в ЕГРН	Закрытая инф в ЕГРЮЛ	Снижение рисков	Управление объектом	Налоговые преимущества	Эффект секьюритизации	Привлечение финансирования	Сокращенные сроки	Гибкий подход к обеспечению	Упрощение МСФО	Управление фин. потоком	Обособление	Возникновение НДС	Необходимость перевода в НИ	Налог на имущество по оцен. стоимости
1	Рентная недвижимость	V		V	V	V	V					V		V		V
2	Строительство и продажа недвижимости					V		V				V		V	V	
3	Производственное предприятие		V	V		V	V	V				V	V	V		V
4	Финансирование проектов					V		V	V	V	V					
5	Секьюритизация			V			V	V		V			V			
6	Холдинг		V			V			V	V	V	V				
7	Непрофильные активы				V	V	V	V					V	V		
8	Медиация			V			V	V	V			V	V			
9	Привлечение инвесторов							V	V			V	V			
10	Продажа крупных активов				V			V				V				V
11	Продажи с отсрочкой (крупный актив)			V		V			V			V				V

Источник: составлено автором.

Таблица 7.

Ограничения, возникающие при структурировании с использованием ЗПИФ.

Тип ограничения	Объект ограничений	Дополнительная информация
Нормативные ограничения	Инвестиционная декларация фонда	Состав и структура активов установлены Указанием 4129-У для всех типов ПИФ, кроме «комбинированных»
	Передаваемое в оплату паев имущество	Устанавливается Правилами ДУ Фонда на основании подзаконного НПА.
	Действия управляющей компании в отношении имущества фонда	Возможные действия прописываются в Правилах ДУ Фонда, регулируются 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» и подзаконными НПА.
	Участие владельцев паев в управлении	Инвестиционный комитет – исключительно согласовательный орган; может быть только в фондах для квалифицированных инвесторов.
	Инвестиционные паи ЗПИФ	Ограничения по признаку квалифицированный инвестор / не квалифицированный инвестор. Ограничения по ликвидности (нет свободной возможности погасить паи).
	Инвестиционные декларации и резервирование у приобретателя паев	Институциональные инвесторы на уровне своего законодательства имеют ограничения по инвестированию в паи и(или) необходимость резервирования для паев.
	Имущество, приобретаемое в состав активов фонда	Хранение всего имущества должен осуществлять специализированный депозитарий.
Ограничения по экономической целесообразности	Имущество, составляющее активы фонда	Использование налоговых ставок юридического лица. Отсутствие амортизации - оплата имущественного налога от рыночной стоимости.
	Инвестиционные паи ЗПИФ	Выплаты – в соответствии с Правилами ДУ. Долгосрочность инвестиции.
	Передаваемое в оплату паев имущество	Наличие материальной выгоды для физического лица при внесении имущества.

Источник: составлено автором.

3.2. Апробация механизма структурирования на практике с учетом нормативных ограничений.

Апробация результатов исследования проведена на базе управляющей компании ООО «УК Портфельные инвестиции».

ООО «УК Портфельные инвестиции» (далее – Компания) имеет лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00039 выдана 06 декабря 2000 г. ФКЦБ России, а также лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-09123-001000 выдана 18 мая 2006г. Федеральной службой по финансовым рынкам. Компания имеет рейтинг A+|ru.am| Национального рейтингового агентства с датой присвоения – ноябрь 2024 года.

По состоянию на 30 мая 2025 года в доверительном управлении ООО «УК Портфельные инвестиции» находится 15 закрытых паевых инвестиционных фонда с суммарной стоимостью чистых активов более 120 млрд руб. Более чем 20-и летний опыт создания и управления закрытыми паевыми инвестиционными фондами позволяет предложить клиенту максимально широкий спектр возможностей использования закрытых паевых инвестиционных фондов.

ООО «УК Портфельные инвестиции» имеет опыт реализации широкого спектра инвестиционных проектов с использование закрытых паевых инвестиционных фондов. Среди реализованных проектов можно отметить следующие:

- Девелоперские проекты по строительству и дальнейшей продаже жилой недвижимости. Реализовывались проекты с разной степенью и характером участия закрытого паевого инвестиционного фонда: в качестве владельца земли и

соинвестора, в качестве покупателя прав по договору долевого участия, в качестве займодавца под залог строящихся и построенных площадей.

- Проекты нежилой недвижимости. Реализовывались рентные проекты с моно арендатором и множественными арендаторами, проекты с инженерной инфраструктурой, проекты строительства и реконструкции спортивных объектов. Реализованные проекты, в том числе, включали выпуск и обслуживание ипотечных облигаций.
- Холдинговые структуры. Реализованы проекты по структурированию с помощью закрытых паевых инвестиционных фондов крупных холдингов с целю оптимизации структуры владения, а также эффективного управления денежными потоками холдинга.

В качестве активов, входящих в состав имущества закрытых паевых инвестиционных фондов под управлением ООО «УК Портфельные инвестиции» входили: жилая и нежилая недвижимость, торгуемые на организованных торгах ценные бумаги, доли обществ с ограниченной ответственностью, векселя, движимое имущество, права требования из договоров займа.

Полученные в рамках настоящей работы результаты были внедрены в деятельность управляющей компании и успешно применяются на практике.

Сформулированный подход к классификации активов с точки зрения актуальности структурирования используется при анализе кейсов и выработке варианта структурирования с клиентом. Все активы, рассматриваемые в рамках планируемой сделки, оцениваются с точки зрения актуальности структурирования с учетом предложенных подходов.

Схемы использования закрытого паевого инвестиционного фонда при структурировании различных проектов и активов (рисунок 32) используются

в рекламных материалах, презентациях для публичных выступлений, а также в предложениях для клиентов.



Рисунок 32. Использование разработанной схемы в материалах управляющей компании.
Источник: материалы ООО «УК Портфельные инвестиции».

На основании выведенных преимуществ структурирования с помощью закрытых паевых инвестиционных фондов строится предложение клиентам услуг и структур. В соответствии с представленной комбинацией преимуществ и потребностей проводится первичный анализ клиентского запроса.

В рамках апробации предложенных вариантов структурирования, была разработана и рассчитана экономическая модель структурирования с помощью закрытого паевого инвестиционного фонда приобретения объекта коммерческой недвижимости спортивной направленности.

По разработанной экономической модели в августе 2021 году был запущен Закрытый паевой инвестиционный комбинированный фонд «Атлет»

под управлением Общества с ограниченной ответственностью «Управляющая компания Портфельные инвестиции».

Фонд был запушен, в соответствии с моделью, на денежные средства якорного пайщика и в дальнейшем инвестиционные паи были распроданы частным инвесторам. Привлечение якорного пайщика для первоначального формирования фонда обусловлено стремлением повысить доходность инструмента для рыночных инвесторов. В случае, если бы фонд вначале привлекал бы необходимую сумму от рыночных инвесторов, то данный процесс был бы растянут во времени. Таким образом доходность рыночных инвесторов, с одной стороны, была бы не равномерной, а с другой стороны доходность была бы меньше по сравнению с реализованным вариантом, так как при расчете доходности учитывался бы, в том числе, срок на протяжение которого осуществлялся бы сбор необходимой суммы. Привлечение якорного пайщика позволило одномоментно сформировать фонд, выкупить объект и получить денежный поток на фонд.

Как отмечали частные инвесторы, при проведении опроса по удовлетворенности продуктом осенью 2022 году, паи закрытого паевого инвестиционного комбинированного фонда «Атлет» оказались наиболее стабильным инструментом в крайне неблагоприятных условиях весны 2022 года. Клиенты отмечали стабильность выплат и соответствие реальных выплат данным модели.

По состоянию на 1 квартал 2025 года фонд продолжает свою операционную деятельность – ежемесячно происходят выплаты владельцам инвестиционных паев. На данный момент времени управляющая компания уже начала поиск покупателя на объект, так как во второй половине 2026 года окончится срок действия фонда и необходима реализация объекта для возврата инвестиций владельцам инвестиционных паев.

Далее приводятся основные параметры модели, а в приложении к настоящему исследованию содержатся данные расчетов.

При разработке модели были использованы следующие предпосылки:

- Приобретаемый объект недвижимости: Физкультурно-оздоровительный комплекс (ФОК), сданный в аренду сети спортивных клубов по долгосрочному договору аренды. Договор аренды ФОК имеет следующие ключевые особенности: срок договора 10 лет (на момент приобретения оставшийся срок аренды 9 лет), ежегодная индексация стоимости аренды в размере 5%, коммунальные расходы компенсируются арендатором сверх арендной платы. Стоимость приобретения ФОК 195 000 000,00 рублей;
- Приобретение объекта недвижимости осуществляется в течение месяца, в котором произошло формирование ЗПИФ. Фонд формируется денежными средствами в размере стоимости планируемого к приобретению здания, увеличенной на 100 000 рублей (первоначальные расходы для приобретения здания, включающие в себя стоимость отчета оценщика и необходимые государственные пошлины за регистрацию перехода права собственности на недвижимое имущество);
- Вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, специализированного регистратора, аудитора и оценщика, использованные при моделировании (таблица 8);

Таблица 8.

Размер вознаграждения компаний, входящих в инфраструктуру ЗПИФ для моделирования

Наименование	Ставка (от СЧА)	Мин./мес.	Примечание
Вознаграждение УК	1%	250 000,00	Вознаграждение при прекращении фонда 1%
Вознаграждение Специализированного депозитария	0,25%	8 000,00	СЧА 0-50 млн
	0,20%	10 400,00	СЧА 50-200 млн
	0,16%	33 300,00	СЧА 200-800 млн
Вознаграждение Специализированного регистратора	0,15%	5 000,00	СЧА 0-50 млн
	0,05%	6 200,00	СЧА 50-200 млн
	0,03%	8 800,00	СЧА 200-800 млн
Вознаграждение аудитор	0,03%		Минимально 100 000,00, максимально 350 000,00 в год.
Оценка			100 000 руб. за один отчет об оценке.
Страхование объекта	0,1%		В год.

Источник: расчеты автора.

- Государственная пошлина при регистрации договора купли-продажи объекта недвижимости 44 000 рублей, при регистрации прав аренды на земельный участок 11 000 рублей. Двойной тариф по регистрации договора купли-продажи объекта недвижимости обусловлен внесением в реестр отметки о доверительном управлении (нахождение объекта в составе активов паевого инвестиционного фонда);
- Аренда земельного участка под приобретаемым объектом учтена в модели по ставке 50 000 рублей в год (объект спорта).

Внесение арендной платы за земельный участок предусмотрено в виде равномерных ежеквартальных платежей;

- С целью максимизации доходности владельцев инвестиционных паев модель предусматривает ежемесячную выплату дохода по инвестиционным паям. Расчет дохода по инвестиционным паям учтен в модели следующим образом:

Общий размер дохода по инвестиционным паям за отчетный месяц определяется как положительная разница между:

- Суммой фактически полученных в отчетном месяце арендных платежей от сдачи объектов недвижимости, составляющих имущество Фонда, с учетом НДС, а также доходов, полученных от размещения свободных денежных средств фонда в банке под условием минимального неснижаемого остатка,

за минусом:

- Начисленных в отчетном месяце вознаграждений Управляющей компании и Специализированного депозитария;
- Начисленной в отчетном месяце арендной платы по аренде земельного участка, право аренды которого составляет имущество Фонда;
- Начисленных в отчетном месяце сумм НДС к уплате;
- 1/12 от кадастровой стоимости объекта недвижимого имущества, составляющего имущество Фонда по состоянию на начало предыдущего квартала, умноженной на ставку налога на имущество применимую к данному объекту недвижимости.

- Кредиторская задолженность по НДС начисляется ежемесячно и погашается ежеквартально.

- Налог на имущество начисляется на последний рабочий день квартала и оплачивается ежеквартально. В целях корректного учета дохода по инвестиционным паям, осуществляется забалансовый расчет текущего налога на имущество для использования при расчете дохода. По приобретаемому объекту недвижимости исчисление налога на имущество осуществляется с использованием кадастровой стоимости здания.
- По остаткам денежных средств на расчетном счете не осуществляется размещение. Моделью предусматривается минимальный размер денежных средства на расчетном счете на протяжении всего жизненного цикла фонда.
- Приобретение объекта недвижимости позволяет получить входящий НДС в объеме 20% от стоимости приобретения объекта недвижимости. Указанный НДС планируется возместить из налогового органа в течение 6 месяцев с даты приобретения объекта недвижимости. Полученные денежные средства предполагается размещать в виде свободной ликвидности по договору о минимальном неснижаемом остатке, либо по договору депозита.
- Модель предусматривает проведение частичного погашения паев на сумму возмещенного из бюджета НДС. Погашение предполагается провести в минимально возможные сроки – по истечение 1 года с даты окончания формирования фонда в соответствии с пунктом 2 Указания Банка России от 17.05.2014 N 3258-У[188] "О случаях и порядке частичного погашения инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного

[188] Указание Банка России "О случаях и порядке частичного погашения инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда без заявления владельцем инвестиционных паев требования об их погашении" от 17.05.2014 № 3258-У.

фонда без заявления владельцем инвестиционных паев требования об их погашении" (Зарегистрировано в Минюсте России 20.06.2014 N 32819). Цель проведения частичного погашения – максимизация доходности владельцев инвестиционных паев, т.к. размещение полученных средств с доходность, которая будет сопоставима или превышать доходность проекта не представляется возможным.

- Объект недвижимости, в соответствии с Указанием 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" необходимо переоценивать не реже одного раза в 6 месяцев. Моделью предусматривается увеличение стоимости объекта недвижимости при каждой переоценке исходя из прироста в 5% годовых.
- Завершение проекта предусматривается путем реализации объекта недвижимости в рынок через 5 лет после запуска фонда и приобретения объекта недвижимости. На момент продажи объекта недвижимости договор аренды будет действовать еще 5 лет, что позволит осуществлять продажу объекта не только как недвижимости, но и как действующий бизнес. Стоимость продажи объекта недвижимости предусмотрена из расчета 8 годовых выручек по договору аренды на момент продажи объекта недвижимости.

- Реализация проекта планируется с использованием якорного инвестора для первоначального формирования фонда. Далее якорный инвестор будет осуществлять реализацию инвестиционных паев на вторичном рынке рыночным клиентам. При реализации инвестиционных паев якорный пайщик будет осуществлять продажу с учетом требуемой доходности якорного пайщика.

В рамках построенной экономической модели осуществлен ежемесячный расчет стоимости чистых активов фонда, расчетной стоимости пая, суммы причитающегося вознаграждения владельцам инвестиционных паев, налоговых начислений, арендных платежей, дебиторских и кредиторских задолженностей фонда. Также на ежемесячной основе рассчитывается абсолютный и относительный прирост стоимости инвестиционного пая, доходность выплат владельцам инвестиционных паев.

Функционал модели позволяет осуществлять расчет итоговых показателей как с учетом ежемесячной выплаты дохода владельцам инвестиционных паев, так и без выплаты промежуточного дохода с капитализацией денежных средств до окончания срока действия фонда.

Результатом расчетов модели является получение значения доходности инвестиций первоначального якорного пайщика, а также доходность инвестиций при приобретении инвестиционных паев на вторичном рынке, рассчитанная с учетом комиссии брокера/агента на каждый рабочий день со дня формирования фонда до момента проведения частичного погашения инвестиционных паев. При расчете стоимости реализации инвестиционного пая якорным пайщиком учитывается требуемая доходность якорного пайщика, установленная на уровне 12,5% (ключевая ставка Банка России по состоянию на дату планируемого старта проекта увеличенная на 4 процентных пункта) с учетом полученных ранее выплат дохода по инвестиционным паям.

Доходность инвестиций в модели рассчитывается двумя подходами: с использованием встроенной функции excel «=ЧИСТВНДОХ» и расчетом по среднему вложению.

Расчет доходности по среднему вложению рассчитан по следующей формуле:

$$r = \frac{(S_p - S_i)}{S_{ai}} * \frac{365}{t}, \quad (5)$$

где

r - доходность инвестиции;

S_p - сумма полученного дохода от инвестиции;

S_i - сумма инвестиций;

t - срок инвестиций в днях.

S_{ai} - среднее вложение, рассчитанное по формуле:

$$S_{ai} = \frac{\sum_{i=1}^{t}(In_i + I_i - D_i)}{t}, \quad (6)$$

где

t - срок инвестиций в днях.

In_i - сумма инвестиций накопленным итогом на начало дня i.

I_i - сумма инвестиций, осуществленных в день i.

D_i - сумма дохода, полученного в день i.

Доходность модели, рассчитанная через встроенную функцию excel «=ЧИСТВНДОХ», составила 17,25% годовых. Доходность модели, рассчитанная через доходность среднего вложения, составила 26% годовых. Разница в итоговых значениях обусловлена тем, что расчет методом среднего вложения подразумевает, что каждая выплата дохода уменьшает инвестированный капитал.

В целях оценки доходности промежуточных выплат (дохода по инвестиционным паям), модель рассчитывает среднюю доходность

ежемесячных выплат, как простое среднее от доходности промежуточной выплаты, рассчитываемой ежемесячно.

3.3. Практические рекомендации по реализации механизма структурирования на основе закрытого паевого инвестиционного фонда

Вопрос структурирования сделок или проектов с использованием ЗПИФ в первую очередь должен рассматриваться с точки зрения предполагаемых преимуществ, которые могут быть получены в результате такого структурирования.

По результатам проведенного исследования в таблице 9 систематизированы преимущества ЗПИФ как базового механизма структурирования для отдельных классов активов на основе выделения предложенных классов активов по признаку актуальности структурирования по сравнению с альтернативными вариантам структурирования владения активами, такими как создание юридического лица для владения активами и владение физическим лицом напрямую.

Таблица 9.

Преимущества ЗПИФ в сравнении с владением физическим лицом и через юридическое лицо

Преимущества	Физическое лицо	Юридическое лицо	ЗПИФ
Налоги	НДФЛ по кассовому методу с градацией от 13% до 22%.	Налог на прибыль организации 25%, При выплате дивидендов или распределения прибыли НДФЛ до 15%	Отсутствие налога на прибыль в ЗПИФ. Налог на уровне пайщиков при осуществлении выплат. Максимальная ставка по НДФЛ при выплате 15%.
Защищенность	Низка защищенность. Возможность давления, совершения противоправных действий.	Средняя защищенность активов – возможность ограничения сделок через механизм согласования участниками.	Высокая защищенность активов: контроль за сделками специализированным депозитарием, высокая квалификация управляющего, юридическая поддержка, возможность ограничения сделок пайщиком.
Конфиденциальность	Данные в открытых реестрах.	Данные в открытых реестрах о держателе активов и об участниках (ООО).	Высокий уровень конфиденциальности. В открытых реестрах указание на УК и название ЗПИФ. Данные о владельцах паев не раскрываются.
Прозрачность	Не актуально.	Все минусы отчетности по РСБУ.	Учет по методам МСФО, подробная отчетность, актуальная справедливая стоимость.
Долгосрочность	Не актуально.	Нет ограничений.	Возможность реализации долгосрочных проектов с закреплением в ПДУ срока. Невозможно «выйти» из проекта заранее.
Универсальность	-	Возможности ограничены. Совет Директоров, Устав.	Большие возможности по «настройке» Правил фонда: инвестиционная декларация, выплаты, контроль, расходы и т.п.
Консолидация	-	Сложность реализации через уставный капитал.	Простота привлечения в ЗПИФ через дополнительную выдачу паев, возможность привлечения долговых партнеров.
Контроль	Не актуально.	Совет директоров. Общее собрание участников.	Общее собрание участников (вопросы Правил ДУ). Инвестиционный комитет (согласование сделок, решений). Инвестиционная декларация (состав и структура активов с необходимой детализацией).
Выплаты	-	Распределение прибыли (при наличии прибыли, после уплаты налогов)	Выплата дохода по паям (не зависит от решения УК, выплачивается при наступлении оснований из ПДУ). Частичное погашение паев (возможность возврата части инвестиций; по решению УК; налог с разницы между стоимость при погашении и покупкой).

Источник: составлено автором

В связи с тем, что закрытые паевые инвестиционные фонды имеют множество преимуществ, которые могут быть реализованы через различные модели, рассмотренные выше, в первую очередь интересанту (владельцу бизнеса или менеджменту) необходимо определиться с управляющей компанией, которая будет реализовывать проект, для проработки всех вариантов и возможностей структурирования[189].

При выборе управляющей компании для реализации проекта с использованием ЗПИФ необходимо обратить внимание на следующие показатели:

Опыт работы управляющей компании на рынке ЗПИФ. Рынок коллективных инвестиций динамично развивается в последнее десятилетие. После передачи надзорных функций за рынком коллективных инвестиций от Федеральной службы по финансовым рынкам к Банку России и создании на базе последнего мегарегулятора[190], идет постоянная работа по обновлению нормативно-правовых актов в сфере финансовых рынков, а также введению новых указаний Банка России. Со стороны мегарегулятора наблюдается, с одной стороны, ужесточение условий для управляющих компаний (Банком России неоднократно озвучивалось желание сделать бизнес управляющей компании дорогостоящим, чтобы убрать с рынка мелкие - кэптивные управляющие компании, повысить надежность и стабильность рынка), а, с другой, - либерализация по отношению к финансовым инструментам предназначенным для квалифицированных инвесторов. В динамично меняющейся обстановке долгосрочный опыт управляющей компании является одним из важнейших показателей качества предоставляемых услуг.

---

[189] Бухаров А.Е. Особенности управления структурированием с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда // Экономика, предпринимательство и право, 2025, т. 15, № 9. DOI 10.18334/epp.15.9.123702.

[190] Кудишин Е.С. Формы и виды контрольно-надзорной деятельности Центрального Банка России как мегарегулятора финансового рынка // Молодой ученый, 2020, № 47(337), с. 312-314.

Опыт работы управляющей компании по структурированию в ЗПИФ проектов подобных рассматриваемому. Ранее рассмотренные модели реализации структурирования с помощью ЗПИФ наглядно демонстрируют широту применения структуры ЗПИФ. Опыт управляющей компании по решению схожих задач, а также имеющиеся наработки позволят предложить наиболее оптимальное и продуманное решение, а также реализовать его в кратчайшие сроки.

Текущий объем средств в закрытых паевых инвестиционных фондов под управлением управляющей компании и количество фондов. Данный показатель является количественным индикатором качества услуг управляющей компании и объема доверия к управляющей компании. Кроме того, данный показатель косвенно указывает на достаточность штата управляющей компании, а также на наличие и использование автоматизации процессов. При управлении несколькими некрупными фондами возможно обойтись сокращенным (минимальным с точки зрения лицензионных требований) штатом персонала. К тому же ведение учета одного – двух фондов с малым количеством владельцев инвестиционных паев может осуществляться без специализированных программных средств, либо с низкой долей автоматизации. Напротив, при наличии под управлением крупных фондов с большим количеством пайщиков, разноплановыми активами в составе фонда и многими контрагентам, обойтись без серьезной автоматизации и полностью укомплектованного штата невозможно. Соответственно, возможностями для запуска нового проекта с необходимой глубиной проработки с большей вероятностью будет иметь управляющая компания с большим штатом и большим количеством фондов.

Размер собственных средств управляющей компании. Лицензионные требования для управляющих компаний предусматривают достаточно низкий размер минимальных собственных средств управляющей компании. В соответствии с Указанием Банка России от 19.07.2016 № 4075-У (ред. от

16.09.2019) "О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании"[191] минимальный размер собственных средств управляющей компании составляет 20 млн рублей, увеличенных на 0,02% суммы превышения средств, находящихся под управлением управляющей компании, над 3 млрд рублей, но не более чем на 60 млн рублей. Таким образом максимальный требуемый размер собственных средств управляющей компании, в соответствии с требованиями нормативно-правовых актов, составляет 80 млн руб. При этом управляющие компании стараются поддерживать размер собственных средств на более высоком уровне, так как это является своеобразной гарантией возможности компенсировать убытки в случаях, предусмотренных статьей 16 Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах".

Однако, на практике, помимо корреляции размера собственных средств с возможностью погасить нанесенный пайщику убыток, либо ответить по штрафам и пеням, возникшим в процессе доверительного управления, существует также зависимость размера собственных средств и размера риска, который готова взять управляющая компания, входя в инвестиционный проект. Так крупные управляющие компании более тщательно подходят к оценке рисков планируемого инвестиционного проекта, так как понимают, что в случае их реализации возможна потеря существенной части собственных средств. Маленькие управляющие компании могут, напротив, взять на себя большие риски, так как максимум, что можно взять с компании – минимальный размер собственных средств.

---

[191] Указание Банка России "О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании" от 19.07.2016 № 4075-У (ред. от 01.04.2025).

Наличие рейтинга управляющей компании. Наличие рейтинга является дополнительным положительным моментом при выборе управляющей компании, однако стоит отметить два момента. В текущей геополитической ситуации наличие или отсутствия рейтинга может не отражать реальное состояние управляющей компании. Получение рейтинга требует от управляющей компании помимо затрат на проведение оценки еще и раскрытие рейтингующему агентству подробностей в отношении активов, которые находятся в доверительном управлении, что не всегда приемлемо.

Штат управляющей компании в разрезе количества ЗПИФ находящихся под управлением управляющей компании. Помимо необходимых штатных единиц, предусмотренных лицензионными требованиями к управляющей компании, важным показателем является обеспеченность штатом для реализации тех или иных проектов, а также специалистов необходимого профиля для решения поставленных задач.

После определения управляющей компании, которая будет реализовывать проект ЗПИФ, необходимо определить инфраструктурные организации для обслуживания фонда: Специализированный депозитарий, специализированный регистратор, аудиторскую организацию (а также необходимость проведения аудита) и оценочные компании. Как правило, управляющая компания старается взаимодействовать с меньшим количеством специализированных депозитариев, так как на рынке среди специализированных депозитариев имеются различия в подходах к формулировкам в правилах определения стоимости чистых активов и в согласовании сделок. При этом, согласно п.1.18 Указания 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" методы определения стоимости активов для всех находящихся под управлением одной управляющей компании фондов не должны различаться. Таким образом управляющая компания, в большинстве случаев, предложит использовать один из специализированных депозитариев, с которым она взаимодействует по другим фондам.

Выбор оценочных компаний для включения в правила фонда и проведения оценки активов может быть сделан как управляющей компанией, так и совместно с будущим пайщиком.

Проведение аудиторской проверки ЗПИФ, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов, на данный момент не обязательно в связи с вступлением в силу с 01.02.2022 изменений в ст.50 Федерального закона от 29.11.2001 N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах". При этом многие управляющие компании продолжают включать в правила доверительного управления фондами необходимость аудиторской проверки для снижения рисков и повышения доверия со стороны клиентов.

На следующем этапе осуществляется проработка проекта структурирования с помощью ЗПИФ. На данном этапе необходимо определить:

Порядок вхождения в проект. Может быть предусмотрено формирование фонда денежными средствами или имуществом. Формирование может осуществляться интересантом проекта или временным пайщиком на период старта проекта. Определяются параметры приобретения/внесения актива и остальные необходимы шаги для достижения целевой структуры.

Основные особенности в процессе реализации проекта. В зависимости от длительности проекта в процессе деятельности могут возникать те или иные потребности в дополнительном финансировании, принятии решений, проведении сделок. Определение наиболее полного перечня возможных ситуаций и порядка действия позволить заранее подготовить правила

доверительного управления под решаемые задачи. В этой связи крайне важно взвешенно подойти к написанию инвестиционной декларации фонда – раздела правил доверительного управления фондом, содержащего состав и структуру активов фонда. Также необходимо в процессе написания правил доверительного управления определиться с необходимостью инвестиционного комитета и выбрать один из двух типов инвестиционного комитета – из владельцев инвестиционных паев или назначенных физических лиц (с 01.03.2026г. также возможно будет назначать юридических лиц в инвестиционный комитет). Заранее определяя, потребуется ли дополнительное привлечение денежных средств или иного имущества, необходимо указать в правилах доверительного управления количество дополнительно выдаваемых инвестиционных паев.

Немаловажным вопросом, требующим решения в процессе написания правил доверительного управления, является вопрос промежуточных выплат владельцам инвестиционных паев. Промежуточные выплаты из фонда возможно осуществить двумя способами – через выплату дохода по инвестиционным паям (безусловная выплата в соответствии с описанным в правилах доверительного управления механизмом; вся сумма попадает в налогооблагаемый доход пайщика) либо через частичное погашение инвестиционных паев (выплата по решению управляющей компании не чаще чем раз в 3 месяца и на сумму не более чем 20% от стоимости чистых активов фонда; в налогооблагаемую базу попадает разница между стоимостью пая при частичном погашении и стоимостью пая при приобретении).

Порядок закрытия и выхода из проекта. Так как большинство закрытых паевых инвестиционных фондов создаются на долгосрочной основе данному вопросу уделяется мало внимания. Однако проработка вопросов выхода и закрытия проекта на проектной стадии позволяет внести на начальном этапе корректировки, которые в дальнейшем позволят успешно выполнить проект.

В противном случае на момент закрытия проекта управляющая компания и инициатор проекта могут столкнуться с неразрешимыми трудностями.

Среди вопросов, требующих проработки на начальной стадии проекта и возникающих в процессе закрытия и выхода, следует отметить следующие:

- Вариативность по возвращаемому владельцам инвестиционных паев имуществу. Может быть предусмотрено, что владельцам инвестиционных паев могут быть возвращены только денежные средства. При таком варианте в процессе прекращения фонда все имущество должно быть реализовано. В качестве альтернативного варианта может быть предусмотрен выдел имущества в натуре (любое имущество или определенные типы имущества). Правилами доверительного управления также может быть предусмотрен смешанный вариант.
- Оценка налоговых последствий при прекращении фонда. Реализация имущества, а также выдел имущества владельцам инвестиционных паев в натуре может сопровождаться необходимость оплатить или восстановить и оплатить налог на добавленную стоимость. Отсутствие необходимого запаса денежных средств может создать ситуацию невозможности выдела в натуре.

Далее в процессе проработки проекта составляется финансовый расчет проекта, а также схематичное описание структуры проекта.

По итогам проработки проекта составляются правила доверительного управления ЗПИФ максимально отражающие специфику проекта и планируемое структурирование.

В процессе функционирования фонда внесение изменений в правила доверительного управления возможно, однако часть изменений может быть внесена только через проведение процедуры общего собрания владельцев инвестиционных паев. В ряде случаев проведение такого собрания может иметь негативные последствия для проекта, так как при принятии решения на

общем собрании, пайщики, голосовавшие против такого решения, имеют право подать заявку на погашение паев. В случае отсутствия в фонде необходимого количеств денежных средств для такого погашения возможна реализация сценария, при котором управляющая компания будет вынуждена досрочно прекращать проект путем реализации активов.

Дальнейшее функционирование фонда осуществляется в соответствии с зарегистрированными / согласованными правилами доверительного управления и, при достаточной и всеобъемлющей подготовке данного документа, не требуют существенного участия пайщика в жизни фонда[192].

После разработки и запуска закрытого паевого инвестиционного фонда для владельца инвестиционных паев встает вопрос контроля за результатами реализации проекта. Указанный контроль может осуществляться различными способами. Одним из вариантов контроля, который может быть использован ка в процессе функционирования фонда, так и оценке итогов реализованного инвестиционного проекта, является расчет доходности. Доходность может рассчитываться в виде доходности инвестиционного фонда, а также в виде доходности владельца инвестиционных паев.

Расчет доходности инвестиционного фонда может быть посчитан по стоимости чистых активов фонда, а также по расчетной стоимости инвестиционного пая. Расчет по стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда в виде относительного прироста стоимости чистых активов на дату прироста к стоимости чистых активов на дату старта проекта может применяться только в том случае, если в фонде не происходили выдачи дополнительных инвестиционных паев, погашения инвестиционных паев, а также выплаты дохода по инвестиционному паю. Расчет доходности по стоимости инвестиционного пая в виде прироста стоимости пая с момента формирования по дату расчета, с поправкой на количество прошедших лет,

[192] Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220.

может использоваться в том числе при прошедших дополнительных выдачах инвестиционных паев и прошедших погашений, но будет иметь не репрезентативный результат при наличии выплат дохода по паям.

В качестве наиболее репрезентативного расчета доходности для владельца инвестиционных паев рекомендуется использовать расчет доходности методом среднего вложения. Данный метод относится к группе методов MWR (Money-Weighted Rate of Return – расчет взвешенной по деньгам доходности). Доходность по среднему вложению предполагает соотнесение приращения стоимости активов к размеру среднего инвестиционного вложения.

Общий вид формулы следующий:

$$r = \frac{\text{ПСА}}{\text{ССВ}} * \frac{365}{T} \qquad (7)$$

где:

r – доходность вложения (в % годовых);

ПСА – приращение стоимости активов за период Т;

ССВ – средняя стоимость вложения за период Т;

Т – общий срок периода инвестирования.

Расчет приращения стоимости активов за период Т рассчитывается по формуле:

$$\text{ПСА} = S_T + \sum c_{out} - \sum c_{in} \qquad (8)$$

где:

S_T – стоимость актива на конец периода Т;

c_{out} – внешние потоки в виде выплат (дохода, частичного погашения);

c_{in} – внешние потоки в виде вводов (выкуп дополнительных инвестиционных паев) с учетом первоначально инвестированной суммы.

Расчет средней стоимости вложений за период Т рассчитывается по формуле:

$$\text{ССВ} = \frac{\sum t_{in} * c_{in} - \sum t_{out} * c_{out}}{T} \qquad (9)$$

где:

C_{out} – внешние потоки в виде выплат (дохода, частичного погашения);

C_{in} – внешние потоки в виде вводов (выкуп дополнительных инвестиционных паев) с учетом первоначально инвестированной суммы;

t_{in} – количество дней с момента ввода средств до окончания периода;

t_{out} – количество дней с момента получения выплат до окончания периода.

Представленный подход к расчету доходности позволят учесть дополнительные выдачи инвестиционных паев, погашения инвестиционных паев, а также выплаты дохода по инвестиционным паям.

Резюмируя рекомендации по применению ЗПИФ при структурировании сделок и проектов важно отметить колоссальную роль подготовительного этапа, разработки и планирования проекта с использованием ЗПИФ.

Не менее важным является контроль за результатами деятельности инвестиционного проекта структурированного с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда в виде расчета доходности, а предложенные методы расчета доходности позволяют проводить такой расчет с учетом особенностей проекта по движению денежных средств от пайщика и к пайщику.

Заключение

Проведенное исследование позволило достичь поставленной цели по разработке научно-практических подходов к принятию управленческих и инвестиционных решений при структурировании реальных активов с помощью реализации механизма ЗПИФ и получить следующие выводы и результаты, обладающие научной и практической ценностью.

Проанализирован тренд по росту рынка доверительного управления, активов в паевых инвестиционных фондах и рост числа закрытых паевых инвестиционных фондов. Анализ затронул период с 2018 по 2025 года. Актуальность исследования подтверждена постоянным ростом рынка доверительного управления и конкретно сегмента закрытых паевых инвестиционных фондов. За 2024 год было зарегистрировано 585 закрытых паевых инвестиционных фондов, за 2 месяца 2025 года в ЗПИФ пришло 16 431 новых пайщиков физических лиц. За последние 3 года рост объема активов в доверительном управлении составил почти 1,5 раза, рост стоимости чистых активов более чем в 1,5 раза.

Определены подходы к структурированию, рассмотрены примеры структурирования, а также выделены цели структурирования. Проведен анализ имеющихся классификаций активов, а также предложена классификация активов по актуальности структурирования.

Рассмотрены виды активов, которые могут быть приобретены в разные категории закрытых паевых инвестиционных фондов, а также определены ключевые отличия по составу и структуре активов паевых инвестиционных фондов с точки зрения наличия или отсутствия ограничений на обращение инвестиционных паев (инвестиционные паи предназначены для квалифицированных инвесторов или имеется возможность приобретения паев не квалифицированными инвесторами).

На основе анализа указанных ограничений на состав и структуру активов закрытых паевых инвестиционных фондов, сделан вывод о позиционировании регулятором - Банком России - своей цели в виде защиты рядовых, неквалифицированных инвесторов путем нормативного ограничения рисков в фондах, инвестиционные паи которых предназначены для неквалифицированных инвесторов. Риски инвестирования ограничиваются как составом активов, представленным в основном инструментами денежного рынка, либо ликвидной недвижимостью, так и структурой активов - ограничение доли одного эмитента снижает потенциальный кредитный риск для фонда – концентрацию риска. С другой стороны, для квалифицированных инвесторов, регулятор предоставляет возможности более рискового инвестирования.

Таким образом, сделан вывод о необходимости выбора фондов для неквалифицированных инвесторов под проект, который предполагает привлечение большого числа рыночных пайщиков и при этом позволяет реализовать проект с учетом ограничений на состав и структуру соответствующих категорий фондов. Фонды для квалифицированных инвесторов предпочтительны для реализации сложных проектов с различными видами рисковых активов и при участии небольшого количества пайщиков.

Приведенное в работе подробное рассмотрение процедуры формирования фонда, описание необходимых этапов и их особенностей позволяет дополнительно сфокусироваться на одном из ключевых этапов запуска проекта с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда.

В рамках анализа рынка паевых инвестиционных фондов разных стран проведен анализ состояния рынков паевых инвестиционных фондов разных стран в период пандемии COVID-19 2020 года. По результатам проведенного анализа сделаны следующие выводы.

В период роста неопределенности и падении рынков инвесторы старались выйти из инвестиционных фондов и перейти в наличность, либо в высоколиквидные активы.

Инвесторы долгосрочных инвестиционных фондов продолжали осуществлять выход из данного вида инструментов на протяжении всего исследуемого периода (года). Указанную тенденцию можно обусловить несколькими факторами: общая неопределенность в дальнейших движениях рынка, а также различие в транзакционных издержках – выход из долгосрочных фондов может занимать до полугода.

Постепенный возврат инвесторов в инвестиционные фонды с ликвидными краткосрочными активами и возможностью быстрого выхода во второй половине 2020 года говорит об изменении настроения инвесторов, но порождает дополнительные издержки в виде затрат на вход и выход.

В некоторых случаях эндогенные особенности финансового рынка могут иметь более сильное влияние на поведение инвесторов нежели глобальная пандемия и иные внешние факторы. С одной стороны, можно указать на сильные стороны данной ситуации, но с другой стороны такое поведение финансовой системы может являться фактором неопределенности для внешних инвесторов, что в конечном итоге будет иметь скорее негативные последствия в виде отрицательного инвестиционного потока зарубежного капитала.

Проведен анализ рынка закрытых паевых инвестиционных фондов за период с 2018 по 2024 года. Выделены основные типы активов, входящие в состав закрытых паевых инвестиционных фондов паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов и для не квалифицированных инвесторов.

Путем анализа динамики закрытых паевых инвестиционных фондов, в том числе в разрезе доступности инвестиционных паев неквалифицированным и квалифицированным инвесторам, анализа количества владельцев инвестиционных паев, соотношения физических и юридических лиц среди

владельцев инвестиционных паев, а также среднего числа пайщиков в фондах для квалифицированных инвесторов была подтверждена потребность бизнеса в использовании закрытых паевых инвестиционных фондов для структурирования сделок и проектов.

Одновременный рост количества закрытых паевых инвестиционных фондов и количества юридических лиц среди владельцев инвестиционных паев фондов, инвестиционные паи которых предназначены для квалифицированных инвесторов при среднем участии одного юридического лица в одном фонде можно сделать вывод о постоянном росте количества фондов, созданных для участия в инвестиционном проекте / структурировании сделок и проектов. В итоге можно сделать вывод о постоянном интересе со стороны бизнеса на структурирование сделок и проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов.

Сформулирована логическая связь между Потребностями, Целями и Преимуществами структурирования инвестиционных проектов с помощью закрытых паевых инвестиционных фондов.

В работе представлено описание общего подхода к структурированию сделок и проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов. Особое внимание уделено подготовительным процедурам и ключевым установочным решениям, которые необходимо провести и утвердить до начала старта проекта, а главное - отразить в готовящихся документах. Отдельно сделан акцент на составлении тайминга предполагаемых процедур и финансовой модели, описан порядок дальнейшей жизнедеятельности фонда и отмечены возможности, возникающие процессе жизнедеятельности и при прекращении фонда.

Отдельно рассмотрены основные преимущества структуры ЗПИФ, представлено описание и условия реализации указанных преимущества, а также типы активов, для которых наиболее актуальны выделенные в процессе исследования преимущества. Составлена и проанализирована модель

принятия управленческих и инвестиционных решений при создании и функционировании закрытого паевого инвестиционного фонда.

Проанализированы различные модели использования закрытых паевых инвестиционных фондов для различных типов проектов и сделок. Выделено 11 основных моделей применения ЗПИФ при структурировании. Для каждой модели отмечены особенности реализации, представлено схематическое изображение и выделены преимущества,.

Произведен расчет эффективности использования структуры ЗПИФ по сравнению с обществом с ограниченной ответственностью. Расчетный пример предусматривает два варианта реализации проекта – с размещением полученной прибыли под ставку доходности проекта или под ставку размещения на денежном рынке. Рассчитан кумулятивный эффект отложенного налога на прибыль, который является одним из ключевых преимуществ закрытых паевых инвестиционных фондов.

Полученные в результате расчетов данные подтверждают эффективность использования структурирования инвестиционных проектов с применением ЗПИФ на долгосрочном горизонте инвестирования.

В рамках апробации научных результатов работы построена экономическая модель закрытого паевого инвестиционного фонда для структурирования приобретения объекта недвижимого имущества спортивно назначения. Модель предусматривает прогнозный расчет основных финансовых показателей проекта на 5 летнем горизонте (срок жизни проекта) с ежемесячным расчетом стоимости чистых активов фонда, расчетной стоимости инвестиционного пая, налоговых отчислений, основных активов и пассивов фонда, ежемесячного дохода, причитающегося владельцам инвестиционных паёв. Также рассчитана доходность вложения в фонд двумя подходами, и посчитана средняя доходность промежуточных выплат. Указанная модель использована при создании инвестиционного продукта на базе управляющей компании ООО «УК Портфельные инвестиции» - создан и

запущен в работу ЗПИФ комбинированный «Атлет». Разработанная модель используется при расчете текущей эффективности фонда, а также для прогнозирования будущих денежных потоков и общей жизнедеятельности фонда. Использованный в модели подход масштабирован на все разрабатываемые ООО «УК Портфельные инвестиции» проекты.

Предложенные в работе модели использования ЗПИФ при структурировании проектов с использование закрытых паевых инвестиционных фондов, а также разработанная модель принятия управленческих и инвестиционных решений используется в презентационных материалах для клиентов, а также в публичных выступлениях в общеобразовательных целях для участников финансового рынка.

В представленной работе сформулированы методические рекомендации по рассмотрению структурирования инвестиционного проекта с помощью паевого инвестиционного фонда и запуску такого инвестиционного проекта.

В результате рассмотрения возможностей по структурированию проектов и активов с использованием ЗПИФ следует сделать вывод о широких возможностях структуры ЗПИФ для решения различных бизнес- и управленческих задач, об универсальности ЗПИФ и востребованности данного инструмента.

Список литературы и использованных источников

1. Федеральный закон "Об инвестиционных фондах" от 29.11.2001 № 156-ФЗ (ред. от 23.05.2025) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.06.2025).
2. Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 30.11.2024) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2025).
3. Федеральный закон "Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации" от 30.12.2004 № 214-ФЗ (ред. от 26.12.2024) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.03.2025).
4. Федеральный закон "О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" от 13.07.2015 № 224-ФЗ (ред. от 30.11.2024).
5. Федеральный закон "О бухгалтерском учете" от 06.12.2011 № 402-ФЗ (ред. от 12.12.2023).
6. Федеральный закон "О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации" от 02.07.2021 № 305-ФЗ от 02.07.2021.
7. Постановление Правительства Российской Федерации "О Типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом" от 25.07.2002 № 564 (ред. от 18.04.2013).
8. Постановление ФКЦБ РФ "О регулировании деятельности управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов" от 18.02.2004 № 04-5/пс.

9. Приказ Минфина России "Об утверждении Федерального стандарта бухгалтерского учета ФСБУ 4/2023 "Бухгалтерская (финансовая) отчетность" от 04.10.2023 № 157н.
10. Приказом Минфина России о введении в действие на территории Российской Федерации стандарта "Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 "Оценка справедливой стоимости" от 28.12.2015 № 217н (ред. от 11.07.2016).
11. Приказ ФСФР России "Об утверждении Положения о порядке расчета дохода от управления акционерным инвестиционным фондом и дохода от доверительного управления паевым инвестиционным фондом" от 03.12.2009 № 09-51/пз-н.
12. Приказ ФСФР России "Об утверждении Положения об особенностях обращения и учета прав на ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов, и иностранные ценные бумаги" от 05.04.2011 № 11-8/пз-н (ред. от 12.07.2012).
13. Указание Банка России "О случаях и порядке частичного погашения инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда без заявления владельцем инвестиционных паев требования об их погашении" от 17.05.2014 № 3258-У.
14. Указание Банка России "О перечне расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда, или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд" от 24.12.2014 № 3506-У (ред. от 29.11.2017).
15. Указание Банка России "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" от 25.08.2015 № 3758-У (ред. от 20.04.2020).

16. Указание Банка России "О требованиях к собственным средствам управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и соискателей лицензии управляющей компании" от 19.07.2016 № 4075-У (ред. от 01.04.2025).
17. Указание Банка России "О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов" от 05.09.2016 № 4129-У (ред. от 02.08.2023).
18. Указание Банка России "О порядке передачи имущества, за исключением денежных средств, для включения его в состав паевого инвестиционного фонда" от 28.10.2019 № 5301-У.
19. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды. Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России, М: Альпина Бизнес Букс, 2005. 416 с.
20. Абрамов А.Е. и др., под общ. ред. Радыгина А.Д. Экономика инвестиционных фондов: монография, М: Дело, 2015. 718 с.
21. Большая советская энциклопедия. М.: Советская энциклопедия, 1969-1978.
22. Воронина М.В. Финансовый менеджмент. М: Дашков и К°, 2025. 84 с.
23. Габов А.В. Ценные бумаги: Вопросы теории и правового регулирования рынка. М: Статут, 2011. 1104 с.
24. Косорукова И.В., Секачев С.А., Шуклина М.А. Оценка стоимости ценных бумаг и бизнеса. М: Университет «Синергия», 2016. 904 с.
25. Леонтьева И.П., Валухов А.О. Институты и стратегии коллективного инвестирования на финансовом рынке. СПб: Санкт-Петербургский государственный экономический университет, 2019. 121 с.

26. Ляхнова А.Н. Финансирование девелоперских проектов в закрытом паевом инвестиционном фонде: диссертация кандидата экономических наук. СПб., 2015. 230 с.
27. Миркин Я.М., Жукова Т.В., Комова А.В., Кудинова М.М. Глобальные финансы: будущее, вызовы роста. М: Лингва-Ф, 2019. 192 с.
28. Михалёва Т.Н., Харитонова Л.И. / под редакцией Елизарова Н.В. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Саратов: Ай Пи Эр Медиа, 2012. 354 с.
29. Молчанов А.А. Постатейный комментарий ко второй части гражданского кодекса Российской Федерации: Научно-практический комментарий. СПб: Санкт-Петербургский университет МВД России, 2024, 628 с.
30. Петров К.Л., Бутырин А.Ю., Макеев А.В. и др. Основы определения стоимости в рамках судебно-экспертной деятельности. Том 4. Словарь основных терминов судебной экспертизы, направленной на определение стоимости. Издание 2-е, исправленное и дополненное. М: ФБУ РФЦСЭ имени профессора А.Р. Шляхова при Минюсте России, 2024. 227 с.
31. Семенихин В.В. Доверительное управление, паевые инвестиционные фонды, 2-е изд., перераб. и доп.. М: ГроссМедиа, 2016. 388 с.
32. Спонвиль А.К. Философский словарь, М: Палимпсест, Издательство «Этерна», 2012. 750 с.
33. Терехова Е.В. Правовое регулирование прямых и портфельных инвестиций: учебно-методическое пособие. М: Русайнс, 2024. 229 с.

34. Управление активами - 2023: Бизнес-модели в эпоху изменения делового климата: монография / под ред. Степнова И.М., Ковальчук Ю.А. М: ИПР РАН, 2023. 488 с.

35. Холкина М.Г., Почежерцева З.А., Протопопова Е.П. Комментарий к Федеральному закону от 29 ноября 2001 г. N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах", Электронная версия, созданная специально для системы ГАРАНТ, 2015 г., URL: https://base.garant.ru/57470171/?ysclid=mgunw8s5xw992326060

36. Arora N., Chawla D.S. A Study on Factors Influencing the Choice of Investors towards Mutual Funds // The journal of contemporary issues in business and government, 2021, vol. 27(6), pp.1853-1869.

37. Bukharov A.E., Makukhina N.Y., Malygina Y.A., Chernov A.V. Trust Issues and Value Co-Creation in the Post-COVID Period. In: Osipov V.S. (eds). Post-COVID Economic Revival, Volume I. Palgrave Macmillan, Cham, 2021. 398 p. Pp. 171-187.

38. Carrion A., Zhang J. Tax-loss selling and the January effect revisited: Evidence from municipal bond closed-end funds and exchange-traded funds // Journal of Financial Research, 2024, vol. 47. DOI 10.1111/jfir.12384.

39. Fortin S., Hammami A., Magnan M. Fair value's effects on closed-end funds' discounts and premia: is level 3 the sole perpetrator? // Managerial Finance, 2020. DOI 10.1108/MF-04-2018-0163.

40. Guirguis M., Performance Review. An Analysis of US Closed-End Funds Industry // SSRN, 2022. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4100459 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4100459

41. Hohler A. Open-End and Closed-End Funds and Real Estate Investment Trusts // Real Estate Investments in Germany, 2012, pp.279-297. DOI 10.1007/978-3-642-19100-8_12.

42. Knepel H., Voss T. German Closed-End Funds // Understanding German Real Estate Markets, 2017, pp. 295-318. DOI 10.1007/978-3-319-32031-1_20.

43. Kumar U. Tax Reforms, Investor Sentiment and Closed-End Fund Performance // International Journal of Finance, 2022, vol. 7, pp. 71-86. DOI 10.47941/ijf.1040.

44. Kundu S. Financial Covenants and Fire Sales in Closed-End Funds // Management Science, 2023, vol. 70. DOI 10.1287/mnsc.2023.4708.

45. Novykova I., Bielienkova O., Kulikov O., Petrukha S., Akizhanova A., Zinchenko M., Application of the Updated Project Approach for Institutionally Oriented Diversification of Construction Enterprises // IEEE International Conference on Smart Information Systems and Technologies (SIST), Astana, Kazakhstan, 2023, pp. 558-566.

46. Orozco L.A., Sanabria J.A., Sosa J.C., Aristizabal J., López L. How do IT investments interact with other resources to improve innovation? // Journal of Business Research, 2022, vol.144, pp. 358-365.

47. Radygin A., Abramov A. Evolution of Ownership Structure and Corporate Governance. In: The Contemporary Russian Economy. A Comprehensive Analysis. Cham: Springer Nature, 2023. Pp. 115-141.

48. Song G., Jain A. Revisit Closed-End Fund Puzzles via Dynamic Capital Mobility // International Journal of Economics and Financial Issues, 2021, vol. 11, pp. 1-10. DOI 10.32479/ijefi.11373.

49. Viera J. FURTHER INTELLIGENCE ON CLOSED-END FUNDS // Journal of Advance Research in Mathematics And Statistics, 2025, vol. 12, pp. 1-9. DOI 10.61841/cf0qth29.

50. Woan R. The Temporal Characteristic of Closed-end Municipal Bond Fund Discounts/Premiums // Journal of Forest Economics, 2017, vol. 5. DOI: 10.15640/ijat.v5n1a4.

51. Wolski R., Zaleczna M. Closed-End Real Estate Funds in Comparison with other Investment Opportunities in Poland // Real Estate Management and Valuation, 2017, vol. 25. DOI 10.1515/remav-2017-0002.

52. Won C., Yi S. Contingent-claim Valuation of a Closed-end Fund: Models and Implications // Journal of Derivatives and Quantitative Studies, 2009, vol. 17, pp. 43-74. DOI 10.1108/JDQS-04-2009-B0002.

53. Yi J. Risk Factors On Returns Of Closed-End Funds // Journal of Business & Economics Research (JBER), 2005, vol. 3(10). DOI 10.19030/jber.v3i10.2820.

54. Абдижалел А.А. Эффективность управления финансовыми потоками инвестиционного проекта / Национальные экономические системы в контексте трансформации глобального экономического пространства: сборник научных трудов XI международной научно-практической конференции, Симферополь, 04 апреля 2025 г. Симферополь: ИП Хотеева Лада Валериевна, 2025. С. 3-5.

55. Абдурахимова Э.Н. Приобретение малой инновационной компании стратегическим инвестором: методологический аспект структурирования сделки // Экономика и управление: проблемы, решения, 2014, № 4, с. 99-106.

56. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Эффективность управления портфелями паевых инвестиционных фондов акций и ее оценка // Экономическая политика, 2019, т.14, № 4, с. 8-47.

57. Адаева А.Р. Оценка деятельности инвестиционных фондов / Актуальные вопросы современной науки и образования: сборник статей XI Международной научно-практической конференции: в 2 ч., Пенза, 20 июня 2021 г. Пенза: Общество с ограниченной ответственностью "Наука и Просвещение", 2021. С. 114-117.

58. Алябина Е.В., Сорокина Л.В. Подходы к планированию преемственности управления в семейных предпринимательских фирмах // Дискуссия, 2024, № 6(127), с. 152-160.

59. Алябьева Т.С., Седых А.А. Анализ и оценка особенностей управления оборотными активами организации в современных условиях / Будущее науки-2019: сборник научных статей 7-й Международной молодежной научной конференции, Курск, 25-26 апреля 2019 г. Курск: Юго-Западный государственный университет, Том 1, 2019. С. 22-24.

60. Антонова И.С., Коптелова Е.С. Инвестиционная привлекательность закрытого паевого инвестиционного фонда недвижимости // Молодой ученый, 2015, № 9(89), с. 500-503.

61. Балашов Е.М. Нужен ли российскому праву траст и в каком виде его можно было бы инкорпорировать в российские законы // Вестник экономики и права, 2025, № 101, с. 75-78.

62. Баранова Е.С. Финансовые цели и этика российского бизнеса // Успехи современной науки, 2016, т.1, № 5, с. 107-110.

63. Белицкая А.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости: анализ их структурирования по законодательству РФ и зарубежных стран // Вестник Московского университета. Серия 11: Право, 2016, № 2, с. 43-52.

64. Блюм М.А., Ванюшкин О.В. Структурирование бизнеса как инструмент оптимизации деятельности компании / Цифровая трансформация бизнеса: модели и решения: сборник научных трудов по материалам II Всероссийской (национальной) научно-практической конференции, Тамбов, 05-06 ноября 2020 г. Тамбов: ООО "Консалтинговая компания Юком", 2020. С. 6-12.

65. Борисова Л.А., Исмаилова Ф.Н. Основные формы и модели реализации проектов государственно-частного партнерства // УЭПС: управление, экономика, политика, социология, 2018, № 1, с. 3-9.

66. Борисюк Д.А., Астафьева О.Е. Роль анализа процесса разработки управленческих решений и структурирования инвестиционных проектов в обеспечении устойчивости компаний различного типа // Управление, 2023, Т.11, № 1, с. 64-72.

67. Бухаров А.Е. Структурирование инновационных проектов с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов // Друкеровский вестник, 2022, № 5(49), с. 210-220. DOI 10.17213/2312-6469-2022-5-210-220.

68. Бухаров А.Е. Инвестиции в ПИФ и COVID-19 / Приоритеты новой экономики: энергопереход 4.0 и цифровая трансформация: Сборник тезисов всероссийской научно-практической конференции, Москва, 15 декабря 2021 г. М: Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, 2022. С. 136-139.

69. Бухаров А.Е. Медиация партнерских отношений при структурировании инвестиционного проекта с помощью закрытого паевого инвестиционного фонда / УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ - 2023: Бизнес-модели в эпоху изменения делового климата (монография). М: Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Институт проблем рынка Российской академии наук, 2023. С. 118-122.

70. Бухаров А.Е. Использование закрытого паевого инвестиционного фонда при приобретении основных средств предприятия / Новые орбиты международных связей: экспорт, миграция, космос: монография. СПб: Санкт-Петербургский государственный университет аэрокосмического приборостроения, 2024. С. 297-303.

71. Бухаров А.Е., Ковальчук Ю.А. Принятие управленческих и инвестиционных решений при структурировании активов в закрытом паевом инвестиционном фонде // Известия Санкт-Петербургского Государственного экономического университета, 2025, № 2(152), с. 44-49.

72. Бухаров А.Е. Особенности управления структурированием с использованием закрытого паевого инвестиционного фонда // Экономика, предпринимательство и право, 2025, т. 15, № 9, DOI 10.18334/epp.15.9.123702.

73. Вагапов Т.С. Управление инвестициями в недвижимость на основе паевых инвестиционных фондов // Столыпинский вестник, 2019, №1, с. 76-79.

74. Вильданова М.М. Основные особенности обеспечения исполнения гражданско-правовых обязательств в Российской Федерации в период санкций недружественных государств // Право и практика, 2022, № 2, с. 166-173.

75. Гайдук В.И., Калитко С.В. Состояние и тенденции развития инвестиционного рынка РФ // Научный журнал КубГАУ, 2017, № 131, с. 7.

76. Гафурова Г.Т, Нотфуллина Г.Н., Ковалева Э.Р. Тренды развития паевых инвестиционных фондов в условиях санкций // Russian Journal of Economics and Law, 2023, т. 17, № 3, с. 490-514.

77. Горбачев П.А. Паевые инвестиционные фонды как инструмент инвестирования сбережений частных инвесторов / Российские регионы в фокусе перемен: сборник докладов в двух томах (18-20 ноября 2021 г., Екатеринбург), Том 2. Екатеринбург: УрФУ, 2022.С. 414-418.

78. Дементьев Н.П. Паевые инвестиционные фонды в современной России: критический анализ // ЭКО, 2020, № 11 (557), с. 62-82.

79. Добросердова И.И., Коннова А.С. Перспективы использования модели LBO в условиях современной российской экономики // Журнал правовых и экономических исследований, 2016, № 4, с. 122-129.

80. Доценко С.А. Текущее состояние индустрии паевых инвестиционных фондов в России и США. // Инновации и инвестиции, 2019, № 9, с. 175-180.

81. Едгоров С.С. Финансовые инструменты для привлечения инвестиций в промышленные предприятия / Вестник экономического научного общества студентов и аспирантов: Межвузовский студенческий научный журнал, Санкт-Петербург, 12–13 декабря 2024 года. СПб: Международный банковский институт имени Анатолия Собчака, 2025. С. 471-479.

82. Еремченко О.А. Фонды специализированных венчурных фондов как инструмент поддержки инвестиций в передовые технологии // Экономика науки, 2021, т.7, № 3, с. 217-226.

83. Ермишкин А.Ю. Рейдерство как способ захвата бизнеса // Юридический журнал, 2024, № 1, с. 43-46.

84. Жданова О.А. Перспективы развития рынка паевых инвестиционных фондов в России // Общество: политика, экономика, право, 2016, № 12, с. 86-89.

85. Золотова С.В., Хайдина Ж.В. Основные подходы к классификации и оценке внеоборотных активов в целях управления / Наука, общество и образование в условиях трансформации социально-экономической сферы: Сборник статей Всероссийской научно-практической конференции, Клин, 10 января 2024 г. Тверь: Тверской государственный университет, Российский государственный социальный университет, 2024. С. 52-57.

86. Иноземцев Э.В., Тарасов Е.Б. Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора? // Вопросы экономики, 2018, № 3, с. 64-79.

87. Иноземцев Э.В., Симонов А.Ю. Закрытие паевых фондов внутри управляющей компании // Экономический журнал Высшей школы экономики, 2016, т.20, № 2, с. 311-336.

88. Ирадионов В.И. Организационный механизм эффективного построения и реализации инвестиционного проекта // Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И. Вернадского, 2015, № 3(57), с. 102-115.

89. Карпова Н.В., Хурина К.Р. Экономическая Сущность активов предприятия, их состав и роль в деятельности предприятия / Актуальные вопросы устойчивого развития государства, общества и экономики: сборник научных статей 2-й Всероссийской научно-практической конференции, Курск, 02-03 ноября 2023 г. Курск, 2023. С. 33-36.

90. Киндеева Е. Управляющая компания ЗПИФН: Застройщик земельного участка или участник долевого строительства объекта недвижимости // Рынок ценных бумаг, 2011, № 10, с. 26-29.

91. Киселева Н.П. Статистический анализ деятельности паевых инвестиционных фондов // Инновации и инвестиции, 2022, № 3, с. 80-85.

92. Ковалева И.П., Колтышева И.П. Российские особенности формирования и анализа оборотных активов в организации // Вектор экономики, 2020, № 10(52), с. 9.

93. Козлова О.А. Анализ возможности использования механизма закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости для привлечения инвестиций в строительство // Экономика и предпринимательство, 2021, № 1(126), с. 1050-1054.

94. Козырь В.Ю., Козырь Ю.В. Структурирование сделок и расчет коэффициентов конвертации // Имущественные отношения в Российской Федерации, 2016, № 3(174), с. 62-72.

95. Копьева А.Е. Дью дилидженс: фундаментальная процедура для структурирования сделок по слиянию и поглощению компаний / Современная экономика: актуальные вопросы, достижения и инновации: сборник статей победителей VIII Международной научно-практической конференции: в 2 частях, Пенза, 20 июня 2017 г. Том Часть 2. Пенза: "Наука и Просвещение" (ИП Гуляев Г.Ю.), 2017. С. 122-124.

96. Коршикова С.Н. Оценка и переоценка основных средств: бухгалтерский и налоговый учет // Естественно-гуманитарные исследования, 2021, № 34(2), с. 296-298.

97. Кудишин Е.С. Формы и виды контрольно-надзорной деятельности Центрального Банка России как мегарегулятора финансового рынка // Молодой ученый, 2020, № 47(337), с. 312-314.

98. Кузнецов С.И., Ермасов С.В., Попкова Н.А. Совершенствование анализа эффективности смешанного портфеля реальный финансовых инвестиций // Вестник Саратовского государственного технического университета, 2015, № 40, с. 181-193.

99. Кулебякин К.А. Закрытые паевые инвестиционные фонды венчурных инвестиций в системе инвестирования инновационной деятельности в России // Вестник Ярославского государственного университета им. П. Г. Демидова, Серия Гуманитарные науки, 2011, № 2(16), с. 198-201.

100. Лакиза М.А. Результаты деятельности паевых и акционерных инвестиционных фондов по итогам I полугодия 2022 г // Вестник науки, 2022, т. 3, № 12(57), с. 96-99.

101. Листопад Е.Е. Учет внеоборотных активов как инструмент повышения эффективности управления ими // Вестник Академии знаний, 2025, № 2(67), с. 382-386.
102. Ляхнова А.Н. Внутренний инфраструктурный риск при реализации девелоперских проектов в рамках механизма закрытых паевых инвестиционных фондов // Научное обозрение, 2015, № 9, с. 223-228.
103. Микиянская М.А. Правовые проблемы холдингов // Вестник научных конференций, 2025, № 1-2(113), с. 82-87.
104. Миркин Я.М. Российское финансовое будущее: 2016-2025 гг. // Рынок ценных бумаг, 2016, №2, с. 6-12.
105. Нефедова С.В., Миллер С.В. Проведение анализа нематериальных активов организации с учетом их особенностей // Вестник Тульского филиала Финуниверситета, 2021, № 1, с. 78-80.
106. Никоненко В.А. Паевые инвестиционные фонды как институт коллективного инвестирования// Экономика и бизнес, 2020, №63, с. 130-133.
107. Осташевич И.О. К вопросу о бенефициарном владельце юридического лица, доли (акции) которого входят в состав закрытого паевого инвестиционного фонда // Экономика. Право. Общество, 2023, т. 8, № 4(36), с. 35-40.
108. Палагин А.А. Анализ российских и зарубежных тенденций развития сделок по приобретению бизнеса // Управленческий учет, 2024, № 9, с. 299-307.
109. Пале С.Е., Мансуров С.А. «Удобное» законодательство «райских островов» Океании: польза и вред для мирового сообщества // Юго-Восточная Азия: актуальные проблемы развития, 2024, т. 4, № 4(65), с. 224-236.

110. Панасенкова Т.В. Характеристика принципов структурной организации инновационных проектов // Sciences of Europe, 2017, № 11-3(11), с. 49-51.

111. Панкратова Л.Д. Особенности функционирования кредитных паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации // Финансовый вестник, 2011, № 1(23), с. 33-36.

112. Пискунович Э.А. Финансовые цели деятельности компании: максимизация стоимости бизнеса // Аллея науки, 2019, т. 5, № 1(28), с. 352-355.

113. Прянишникова М.В. Тенденции развития паевых инвестиционных фондов // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета, 2010, № 4(33), с. 91-93.

114. Реунова О.В. К вопросу об особенностях паевых инвестиционных фондов в Российской Федерации // Студенческий вестник, 2021, № 20-5(165), с. 76-80.

115. Романова Л.А., Андреищева А.С. Риски коллективного инвестирования в условиях экономических санкций // Вестник Тихоокеанского государственного университета, 2023, № 1 (68), с. 177-186.

116. Рощина Д.С., Овешникова Л.В. Статистическое исследование функционирования и развития закрытых паевых инвестиционных фондов, как инструмента непрямых инвестиций в недвижимость // Экономика и предпринимательство, 2019 № 5(106), с. 1021-1025.

117. Сабиров М.Р. Паевые инвестиционные фонды в инновационном механизме взаимодействия реального и финансового секторов российской экономики // Вестник экономики, права и социологии, 2011, № 1, с. 74-77.

118. Саратовский А.Д. Мотивы сделок слияний и поглощений // Проблемы экономики и менеджмента, 2014, № 9(37), с. 16-19.

119. Сбитнев А.В., Комиссарова И.П. Трансформация учёта нематериальных активов в связи с вводом ФСБУ 14/2022 «Нематериальные активы» / МСИ: 10 лет подготовки кадров для международной системы ПОД/ФТ: Материалы IX Международной научно-практической конференции Международного сетевого института в сфере ПОД/ФТ, Москва, 22-24 ноября 2023 г. М: Национальный исследовательский ядерный университет МИФИ, 2023. С. 977-982.

120. Седипкова С.В. Паевые инвестиционные фонды недвижимости как инструмент коллективных инвестиций в России и США // Мир экономики и управления, 2019, т. 19, № 2, с. 65-75.

121. Семенова Е.Н. Особенности паевых инвестиционных фондов России // Горный информационно-аналитический бюллетень, 2005, № 5, с. 116-120.

122. Семернина Ю.В., Якунин С.В., Дудина Е.С. Современные тенденции индустрии паевых инвестиционных фондов в России // Математическое и компьютерное моделирование в экономике, страховании и управлении рисками, 2022, № 7, с. 258-262.

123. Сеничев В.Г. Оценка эффективности управления ПИФами // Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки, 2011, № 1-1, с. 174-180.

124. Соколов А.Ю., Вафина Э.Р. Передача на аутсорсинг функций единоличного исполнительного органа управляющей компании в целях повышения эффективности управления бизнесом // Kant, 2020, № 2(35), с. 56-61.

125. Солтангазинов А.Р. Исенова Г.К., Кайдарова Л.К. Модели и формы государственно-частного партнерства // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права, 2019, № 5(78), с. 95-104.

126. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Цифровая бизнес-модель: управление технологиями и контроль прибыли // Инновации в менеджменте, 2020, №3, с. 68-78.

127. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Инвестиционная оценка современных бизнес-моделей // Учет. Анализ. Аудит, 2021, т. 8, № 2, с. 12-23.

128. Султанова Э.А. Анализ оборотных активов предприятия в финансово- хозяйственной деятельности предприятия // Актуальные вопросы современной экономики в глобальном мире, 2018, № 9, с. 51-52.

129. Тихомиров Д.В. Финансовая модель как инструмент принятия решений в проектном финансировании // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета, 2018, № 2(110), с. 44-51.

130. Трифанов С.Е. Методы техники продаж инвестиционных продуктов банка как основа развития бизнеса // Инновации и инвестиции, 2022, № 9, с. 117-120.

131. Тропина Ж.Н. Закрытые паевые инвестиционные фонды, инвестирующие в объекты недвижимости. Перспективы развития // Сибирская финансовая школа, 2022, № 2(146), с. 31-35.

132. Увакина Т.В., Шведов И.О. Организация владельческой инфраструктуры объекта коммерческой недвижимости с использованием конструкции закрытого паевого инвестиционного фонда // Гражданское право, 2021, № 3, с. 35-37.

133. Федорова Е.А., Сырцев В.А. Анализ деятельности управляющих компаний в РФ // Аудит и финансовый анализ, 2014, № 3, с. 416-421.

134. Федулова Е.А., Емохонова Ю.М. Оптимальная организационно-правовая форма функционирования фондов прямых инвестиций для

квалифицированных инвесторов // Финансы и кредит, 2017, т. 23, № 4(724), с. 233-248.

135. Федунец Н.И., Семенова Е.Н. Оптимизация принятия решений при формировании структуры паевого инвестиционного фонда // Горный информационно-аналитический бюллетень, 2008, № S11, с. 21-29.

136. Харченко Л.П. Потенциал индустрии коллективных инвестиций в финансировании устойчивого развития // Вестник Академии знаний, 2021, № 45(4), с. 417-422.

137. Царева П.А., Казанцев Л.В. Контрпродуктивные направления инвестирования. // Global and Regional Research, 2021, № 3(1), с. 80-88.

138. Шаймарданов Т.Р., Погодин А.В. Закрытые паевые инвестиционные фонды как способ инвестирования и структурирования активов. Развитие ЗПИФ в России и преимущества в сравнении с другими паевыми инвестиционными фондами // Universum: экономика и юриспруденция, 2022, № 10 (97), с. 22-27.

139. Шилов О.А., Синцова Е.А. Классификация финансовых активов // Экономика и управление: проблемы, решения, 2024, т. 3, № 7(147), с. 13-21.

140. Шингареева Д.М. Сравнительная характеристика ПИФ и ETF, перспективы развития фондов в России // Контентус, 2019, № 4(81), с. 40-47.

141. Школик О.А. Особенности функционирования инвестиционных фондов в различных национальных юрисдикциях / Российские регионы в фокусе перемен: сборник докладов в двух томах (18-20 ноября 2021 года, Екатеринбург). Том 2. Екатеринбург: УрФУ, 2022. С. 516-518.

142. Школик О.А. Юридическая защита коллективных инвесторов в иностранных юрисдикциях // Право и практика, 2024, № 2, с. 73-79.

143. Штукарев И.С. История возникновения закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в России и перспективы их развития // Электронная наука, 2022, т. 3, № 1, с. 274-278.

144. Щукина Д.В. Модели управления закрытым паевым инвестиционным фондом // Финансы и кредит, 2010, № 25(409), с. 71-75.

145. Ярцева Д. Закрытый паевой инвестиционный фонд - инструмент для привлечения инвестиции // Химическая промышленность сегодня, 2021, № 2, с. 16-18.

146. Associacion de Administradoras de FondosMutuos de Chile A.G., URL: https://www.aafm.cl/que-son-los-fondos-mutuos/

147. Association of Mutual Funds in India. URL: https://www.amfiindia.com/research-information/amfi-quarterlydata

148. IBC Real Estate. Недвижимость в ЗПИФ. Россия, январь 2025. URL: https://ibcrealestate.ru/upload/iblock/e3a/g9xk4e9h1galjet8wl3wrwouvnlz56zp/Nedvizhimost-v-ZPIF.pdf.

149. Investment Company Institute. URL: https://www.ici.org/covid19/covid_working_group

150. Korea Financial Investment Association (KOFIA). URL: http://www.kofia.or.kr/wpge/redirecteng.do

151. NF Group. Рынок складской недвижимости регионов России. 2024 год. URL: https://media.kf.expert/lenta_analytics/0/824/NF%20Group_Рынок%20складской%20недвижимости_регионы%20Росии_итоги%202024.pdf

152. The Investment Fund Institute of Canada. URL: https://www.ific.ca/en/pg/industry-statistics/

153. Московская биржа (официальный сайт), Индекс МосБиржи и Индекс РТС. URL: https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/technical/

154. Московская биржа (официальный сайт). Московская биржа объявляет финансовые результаты 2024 года, URL: https://www.moex.com/n78255
155. Национальная ассоциация участников фондового рынка (официальный сайт). Аналитические материалы. URL: https://naufor.ru/tree.asp?n=28759
156. Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания Портфельные инвестиции» (официальный сайт). URL: http://ukpi.ru
157. Рейтинговое агентство «Эксперт РА» (официальный сайт). Обзор рынка ДУ и коллективных инвестиций за 2019 год: уверенный рост. URL: https://raexpert.ru/researches/ua/du_2019/
158. Рейтинговое агентство «Эксперт РА» (официальный сайт). Предварительные итоги рынка доверительного управления в III квартале 2020 года. URL: https://raexpert.ru/researches/ua/du_3q_2020pre/
159. Росстат (официальный сайт). Национальные счета. Валовый внутренний продукт. URL: https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts
160. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Аналитика. URL: http://cbr.ru/RSCI/analitics/
161. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов № 3 • III квартал 2020 года. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/31574/rewiew_pif_aif_20Q3.pdf
162. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов № 4 • 2021 год. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/rewiew_pif_aif_21Q4.pdf.

163. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. 4 квартал 2022 год. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/43798/rewiew_pif_aif_22Q4.pdf

164. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей управляющих компаний IV квартал 2023 года. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/48954/rewiew_uk_23Q4.pdf

165. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Обзор ключевых показателей управляющих компаний IV квартал 2024 года. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/55183/rewiew_uk_24Q4.pdf

166. Центральный банк Российской Федерации (Банк России) (официальный сайт). Статистика. URL: http://cbr.ru/Collection/Collection/File/55237/opd_PIF_2025.xlsx