Диана ОДИНЦОВА,
коммерческий директор, ИНФИНИТУМ

Альтернативные инвестиции в ЗПИФ: что важно учесть при работе с нестандартными активами

Альтернативные инвестиции давно вышли за пределы традиционных финансовых инструментов: объектом вложений сегодня могут быть произведения искусства, коллекционные автомобили, воздушные суда и другие нестандартные активы. ЗПИФ позволяет включать такое имущество в регулируемую инвестиционную конструкцию, но вместе с этим возникают нетипичные для классического портфеля вопросы — от подтверждения прав и хранения до оценки и контроля. Разбираемся, как устроена инфраструктура таких инвестиций и почему работа с уникальными активами требует решений «индивидуального пошива».

Для инвестора вопрос обычно начинается с самого актива: зачем его приобретать, как может измениться его стоимость, кому и когда актив можно будет продать

ОТ ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ К НЕСТАНДАРТНЫМ АКТИВАМ

Картины и иные предметы искусства, антиквариат, коллекционные автомобили, самолеты и вертолеты, яхты, драгоценные камни и другие индивидуально определяемые объекты могут стать объектом инвестиций и в определенных конструкциях входить в состав закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФ).

При этом понятие альтернативных инвестиций значительно шире и охватывает целый спектр инструментов и активов за пределами традиционных публичных рынков — от private equity и венчурных инвестиций до хедж-фондов, недвижимости и специальных инвестиционных стратегий.

Однако альтернативность может заключаться не только в инвестиционной стратегии, но и в самом объекте инвестирования. Я хочу остановиться именно на этой категории — нестандартных физических активах.

Для инвестора вопрос обычно начинается с самого актива: зачем его приобретать, как может измениться его стоимость, кому и когда актив можно будет продать. Для инфраструктуры фонда точка отсчета другая. Здесь важно понять, как подтвердить права на этот актив, определить его стоимость, обеспечить сохранность и организовать контроль на протяжении всего срока его нахождения в составе фонда.

Российский рынок ПИФов уже достиг масштаба, при котором сложные инвестиционные конструкции перестали восприниматься исключительно как экзотика. По данным Банка России, на конец II квартала 2026 года около 18.3 трлн рублей приходилось на закрытые фонды для квалифицированных инвесторов, причем более 99 % этого объема составляли комбинированные ЗПИФы.

Структура имущества таких фондов показывает, насколько далеко возможности ЗПИФов выходят за пределы традиционного биржевого портфеля. При этом отдельной статистики по нестандартным физическим активам — произведениям искусства, коллекционным автомобилям, самолетам и другим подобным объектам — Банк России не публикует. Поэтому оценить их долю в ЗПИФах невозможно. Но сама структура рынка показывает, насколько широким уже стал спектр имущества, с которым работает инфраструктура фондов.

СНАЧАЛА НУЖНО ПОНЯТЬ, С ЧЕМ ИМЕННО ИМЕЕШЬ ДЕЛО

Когда управляющая компания (УК) рассматривает возможность включения в состав фонда нового вида имущества, его инфраструктурная проработка начинается задолго до совершения сделки. Иногда УК уже проработала значительную часть вопросов, иногда обращается еще на стадии идеи — например, чтобы понять, был ли аналогичный опыт и с чего начать структурирование такой конструкции.

Один из первых вопросов — как за периметром фонда организованы владение этим имуществом, его хранение и, если необходимо, эксплуатация. При работе с нестандартными активами требований Федерального закона №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» недостаточно — необходимо учитывать и нормы законодательства, регулирующего конкретный вид имущества.

Здесь важны юридический статус имущества, особенности его оборота, порядок возникновения и регистрации права собственности, документы, которыми это право подтверждается. Если необходима специальная регистрация — кто ее осуществляет и что именно регистрируется. И только после этого можно переходить к вопросу о том, как актив будет передан в фонд и отражен в его учете.

Например, с точки зрения Гражданского кодекса подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, а также суда внутреннего плавания относятся к недвижимости. Поэтому при работе с воздушным судном отдельно изучаются специальное законодательство, порядок регистрации объекта и документы, подтверждающие права.

У предмета искусства проблематика другая: идентификация объекта, происхождение, подтверждающие документы, условия хранения и состояние. У коллекционного автомобиля к этому добавляется эксплуатация. В нашей практике есть, например, фонд, инвестиционная стратегия которого связана с предметами искусства из янтаря. Для инфраструктуры важна возможность однозначно идентифицировать имущество, подтвердить права на него, определить порядок хранения и подход к оценке.

Готового шаблона для любого альтернативного актива не существует. Даже опыт работы с похожим имуществом не означает, что предыдущую схему можно воспроизвести: другими могут оказаться юрисдикция, способ оформления права собственности, место хранения, условия эксплуатации, страхования или методика оценки. Предыдущий кейс дает опыт и понимание необходимых вопросов, но не готовое решение.

ХРАНЕНИЕ И КОНТРОЛЬ — НЕ ОДНО И ТО ЖЕ

Отдельный вопрос — физическая сохранность имущества. С 1 марта 2026 года изменилось регулирование хранения отдельных видов имущества ПИФов специализированным депозитарием. Для нашей темы важно, что применительно к отдельным физическим активам функции хранения имущества и контроля за ним могут быть разделены.

Показательный пример — слитки драгоценных металлов. Они более стандартизированы, чем произведения искусства или коллекционные автомобили, однако конструкция их хранения хорошо иллюстрирует принцип разделения функций. Законодательство предусматривает возможность при соблюдении установленных условий передавать слитки на хранение кредитной организации, при этом контрольная функция специализированного депозитария сохраняется.

Оценка — один из наиболее интересных вопросов в работе с альтернативными активами

Если имущество хранится вне специализированного депозитария, это не означает отсутствия контроля. До включения актива в фонд анализируются место и условия хранения, меры по обеспечению сохранности, а для эксплуатируемого имущества — порядок эксплуатации. После включения соблюдение этих условий становится предметом последующего контроля.

И это уже не технический вопрос хранения, а вопрос экономических интересов пайщика. Картина после ненадлежащего хранения может остаться той же с точки зрения документов, но потерять в стоимости. То же относится к техническому состоянию коллекционного автомобиля, самолета или другого эксплуатируемого имущества.

Контроль может включать анализ документов об условиях хранения и результатов осмотров, а при необходимости — фактическую проверку объекта или привлечение профильного эксперта. Известны и более сложные ситуации, например произведения искусства на яхтах за пределами России. Тогда местонахождение и возможность перемещения объекта становятся частью инфраструктурной задачи: необходимо понимать, где находится имущество, в какой юрисдикции и насколько реально обеспечить контроль и возможность распоряжения.

Причем индивидуальный подход не заканчивается в момент включения имущества в фонд: в дальнейшем необходимо контролировать соблюдение предусмотренных условий хранения и эксплуатации, актуальность страхования и оценки, а при необходимости — привлекать профильных внешних экспертов.

СТРАХОВАНИЕ — ЭТО УЖЕ ВОПРОС СТОИМОСТИ АКТИВА

Еще один элемент системы — страхование. В практике ИНФИНИТУМ мы настаиваем на страховании нестандартных физических активов и предъявляем требования к финансовой

надежности страховщика: ориентируемся на национальную рейтинговую шкалу «Эксперт РА» и рассматриваем страховщиков с рейтингом категории А и выше.

В дальнейшем контролируются наличие договора и срок его действия. Организация страхования находится в периметре ответственности УК перед владельцами инвестиционных паев, а для специализированного депозитария это часть общей системы контроля. Для нестандартных физических активов утрата или повреждение напрямую означает риск потери стоимости, поэтому страхование нельзя рассматривать отдельно от хранения и эксплуатации.

САМЫЙ СЛОЖНЫЙ ВОПРОС – СКОЛЬКО ЭТО СТОИТ

Оценка — один из наиболее интересных вопросов в работе с альтернативными активами. У биржевых инструментов существуют наблюдаемая цена и большой объем сопоставимых сделок, у уникального физического актива всё иначе. На стоимость произведения искусства влияют авторство, происхождение, состояние и история продаж; для коллекционного автомобиля важны модель, год выпуска, сохранность, история владения и реставрации.

Масштаб рынка сам по себе эту проблему не решает.

По данным Art Basel и UBS, мировой рынок искусства в 2025 году после двух лет снижения вырос на 4 % — до $59.6 млрд.

Но статистика рынка отвечает на вопрос, что происходит с категорией в целом, а не сколько сегодня стоит конкретный объект. У редкой картины или коллекционного автомобиля число действительно сопоставимых сделок может быть крайне небольшим.

После того как мы принципиально понимаем, что с активом можно работать, конструкцию необходимо закрепить в документах фонда. Возможность инвестирования в соответствующий вид имущества предусматривается инвестиционной декларацией, необходимые условия — в правилах доверительного управления, а подход к определению стоимости — в правилах определения стоимости чистых активов (СЧА). На этом этапе мы вместе с УК фактически собираем инфраструктурную конструкцию под конкретный актив.

Для альтернативного актива это особенно важно, поскольку оценка напрямую влияет на СЧА фонда, а через нее — на экономические интересы владельцев инвестиционных паев. При этом стоимость уникального физического объекта не всегда можно определить на основании наблюдаемой рыночной цены. Поэтому еще на этапе структурирования необходимо понимать, как она будет определяться и актуализироваться в течение всего периода нахождения актива в фонде. Стоимость для целей расчета СЧА и цена фактической продажи уникального объекта при этом необязательно совпадут.

КАЖДЫЙ АКТИВ ТРЕБУЕТ СВОЕЙ ИНФРАСТРУКТУРНОЙ КОНСТРУКЦИИ

Мы не оцениваем, стоит ли инвестору покупать картину, самолет, яхту или коллекционный автомобиль. Это задача УК и самого инвестора. Наша работа начинается, когда принято решение сделать такой объект частью регулируемой конструкции ЗПИФа.

Здесь плохо работает логика «однажды сделали — значит, и сейчас легко повторим». Даже два внешне похожих актива могут отличаться юрисдикцией, правовым режимом, способом подтверждения собственности, требованиями к хранению и эксплуатации или подходом к оценке. Поэтому сопровождение нестандартных активов требует разноплановой экспертизы.

Работа с ними в определенном смысле ближе к индивидуальному пошиву, чем к серийному производству. Есть обязательная основа — требования законодательства, правила фонда, учет и контроль, — но конкретная инфраструктурная конструкция каждый раз собирается вокруг конкретного имущества.

Такая экспертиза нужна не только на этапе структурирования. Она сопровождает актив при контроле условий хранения и эксплуатации, страховании, переоценке, операциях с паями и распоряжении имуществом.

В конечном счете независимо от того, насколько необычен объект инвестирования, инфраструктура должна обеспечивать прозрачность на протяжении всего жизненного цикла актива: кому принадлежит имущество, чем подтверждаются права на него, где оно находится и что с ним происходит, как определяется его стоимость и насколько реально им распорядиться.

Возможно, именно в этом и состоит инфраструктурная специфика альтернативных инвестиций: уникальность актива требует тщательно сконструированной системы его сопровождения.

Для инвестора вопрос обычно начинается с самого актива: зачем его приобретать, как может измениться его стоимость, кому и когда актив можно будет продать