

## НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ СТРУКТУРИРОВАНИЯ ЗПИФ: КЛАССЫ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПАЕВ

Юридическая фирма **ALUMNI Partners** информирует о том, что 1 марта 2026 года вступили в силу изменения и дополнения к Федеральному закону № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» («Закон»), предусматривающие в том числе возможность выпуска различных классов инвестиционных паев в паевых инвестиционных фондах для квалифицированных инвесторов («ЗПИФ»).

Изменения были внесены Федеральным законом от 28 декабря 2024 года № 532-ФЗ, и мы уже писали о них в [нашем обзоре от 29 января 2025 г.](#) Возможность разделения инвестиционных паев на различные классы является частью более широкой реформы регулирования ЗПИФ для квалифицированных инвесторов, направленной на адаптацию этого инструмента к долгосрочным инвестиционным проектам. В частности, в рамках тех же изменений в Закон был увеличен максимальный срок действия договора доверительного управления ЗПИФ – с 15 до 49 лет. Это позволит использовать такие фонды для инфраструктурных, девелоперских или иных проектов с более длительным инвестиционным горизонтом.

Изменения повышают гибкость формы ЗПИФ и приближают ее к структурам, где условия участия инвесторов традиционно «настраиваются» на основе договорной модели – инвестиционные товарищества, иностранные структуры фондов по модели GP-LP. Традиционная модель ЗПИФ как в значительной степени стандартизированного продукта, организованного командами профессиональных участников рынка, может двигаться в сторону более гибкого инструмента, моделируемого заинтересованными сторонами, исходя из специфики конкретного инвестиционного проекта.

Возможность выпуска разных классов инвестиционных паев в одном ЗПИФ устраняет один из ключевых структурных недостатков ЗПИФ по сравнению с альтернативными структурами — невозможность гибко настроить положения о распределении прибыли и управлении проектом непосредственно в документации ЗПИФ (т.е. урегулировать ключевые блоки вопросов, касающиеся «экономики» и «контроля»).

### Экономика ЗПИФ и распределение прибыли

До вступления поправок в силу действовал принцип равенства прав по всем паям одного ЗПИФ – каждый пай предоставлял одинаковый объем прав. Если проект требовал неодинаковых экономических условий для разных групп участников (например, приоритетного возврата капитала для инвесторов и вознаграждения за успех для управляющей команды), стороны использовали альтернативные решения, которые могли усложнять структуру и администрирование:

- «Центр прибыли» переносился на уровень проектных компаний, либо использовались дополнительные ЗПИФ с дифференцированными вознаграждениями управляющих компаний. Такие решения усложняли инфраструктуру проекта, увеличивали организационную и административную нагрузку, усложняли транзакционную работу и увеличивали стоимость обслуживания структуры.
- Динамическое распределение прибыли могло реализовываться через сложные системы *опционов на паи*, где разные выплаты разным группам участников проекта обеспечивались через формулу доходности по опциону. Недостатком такого решения являлась необходимость согласования усложненной документации (содержащей формулу цены и т.д.) и необходимость гармонизации опционов. Более того, реализация опциона с изменением долей конкретных инвесторов не всегда соответствовала задаче последующего перераспределения денежного потока.
- Дополнительный механизм, используемый в том числе совместно с опционами, — *соглашение о порядке реализации прав владельцами инвестиционных паев ЗПИФ*, регулирующее отношения по аналогии с взаимодействием участников хозяйственного общества. Сама по себе концепция не является стандартной для рынка ЗПИФ и потому требовала в том числе обсуждения с профессиональными участниками рынка, сопровождающими инфраструктуру ЗПИФ. При базовом равном распределении дохода по паям такой механизм также требовал более сложного описания распределения доходности. Кроме того, его использование ставило и дополнительные вопросы:
  - об эффективной защите прав пайщиков против действий пайщика-нарушителя (в условиях договорной природы соглашения пайщиков требовалось обеспечение обязательств пайщиков или участие депозитария, в котором учитываются права на паи); и
  - об отсутствии прямого юридического способа воздействовать на управляющую компанию, которая:
    - ▶ не является стороной такого соглашения; и

- ▶ несет не только частные обязанности перед пайщиками, но и публичные (перед регулятором).

С введением классов паев другая, более эффективная структура прав может быть реализована внутри одного ЗПИФ. Например, пайщики-инвесторы могут приобретать паи, предоставляющие право на приоритетное получение дохода (возврат инвестиций и доходность) и ликвидационной квоты, а управляющая команда приобретет паи другого класса, предоставляющие право на получение части дополнительного дохода только после удовлетворения требований предыдущего класса пайщиков.

При этом равенство прав сохраняется применительно к паям одного класса: после появления классов данный принцип продолжает действовать, однако теперь он применяется внутри каждого класса паев, а не ко всем паям фонда в целом.

Таким образом, в рамках одного фонда может быть реализована модель распределения доходов, аналогичная используемой в private equity-фондах (так называемый «водопад» / *waterfall*), включая возврат инвестированного капитала инвесторам, начисление минимальной доходности (*preferred return*) и последующее распределение дополнительного дохода между инвесторами и управляющей командой.

После достижения установленного уровня доходности распределение прибыли между классами паев может осуществляться в заранее определенной пропорции (например, 80/20), что позволяет реализовать экономику вознаграждения управляющей команды, аналогичную традиционному механизму *carried interest*.

Еще один способ применения классов паев – возможность последовательной капитализации ЗПИФ со стороны определенного класса пайщиков с гарантией от размытия их доли при выпуске дополнительных паев. Механизмом для такой фиксации может выступать класс паев, в котором только владельцы таких паев смогут пользоваться преимущественным правом приобретения дополнительных паев ЗПИФ.

Такие механизмы могут использоваться, в частности, для защиты интересов ранних инвесторов при последующих раундах капитализации фонда или при привлечении новых участников инвестиционного проекта.

Отличия между классами паев могут касаться не только распределения дохода и/или управленческих прав, но и параметров участия инвесторов в фонде – например, минимальной суммы инвестирования или условий приобретения и погашения паев.

Дополнительным инструментом структурирования может стать возможность закрепления за владельцами определенного класса паев преимущественного права приобретения при их отчуждении третьим лицам. Такой механизм может использоваться для контроля состава инвесторов фонда и предотвращения появления новых нежелательных участников проекта.

При этом следует учитывать, что использование классов паев не означает полной свободы в структурировании вариативных экономических условий фонда. Например, законодательство не допускает установления различной стоимости инвестиционных паев при формировании фонда, неполной оплаты паев при их выдаче, а также различного вознаграждения управляющей компании по разным классам паев.

## Управление в ЗПИФ

Разные классы паев предполагают возможность различий в объеме прав, закрепляемых за владельцами соответствующего класса. В рамках новых правил могут рассматриваться, в частности, следующие классы паев:

- паи, не предоставляющие права голоса на общем собрании владельцев паев (за исключением вопросов, затрагивающих права соответствующего класса – по аналогии с привилегированными акциями в АО);
- паи с непропорциональным количеством голосов для группы ключевых пайщиков; и
- паи без преимущественного права приобретения паев того же или других классов, выпускаемых дополнительно или в связи с отчуждением уже существующих паев другим пайщиком.

Закон также допускает различия между классами паев в части прав на получение дохода, ликвидационной квоты и преимущественного приобретения паев при дополнительной выдаче.

На практике классы паев могут использоваться и для разделения ролей инвесторов внутри фонда — не только для выделения управляющей команды. Например, один класс паев может принадлежать «якорному» инвестору, участвующему в управлении фондом через инвестиционный комитет, тогда как другой класс может принадлежать финансовым инвесторам, не участвующим в принятии инвестиционных решений, но имеющим приоритет в распределении дохода.

**Важное ограничение:** несмотря на прогрессивность нововведения, именно в контексте управления в ЗПИФ его влияние ограничено. Перечень вопросов, решения по которым могут принимать владельцы паев, по-прежнему существенно сужен Законом и в основном связан с изменением правил доверительного управления и заменой управляющей компании. Поэтому, как и до изменений, внесенных в Закон, основным элементом контроля владельцев паев остается инвестиционный комитет. С учетом этого практическое значение классов паев в части управления может реализовываться преимущественно через косвенные механизмы – например, через установление различных квот или процедур назначения членов инвестиционного комитета от разных классов пайщиков.

## Дальнейшие шаги и практическая реализация

Гармонизация рыночных практик может потребовать времени:

- Типовые правила доверительного управления и стандартные подходы могут потребовать существенной доработки (главным образом, в части описания классов и «водопадов платежей») – в связи с возрастанием роли финансового моделирования и юридической техники документация в отношении ЗПИФ может приближаться по объему и сложности к массивным корпоративным договорам и договорам инвестиционного товарищества.

Особое значение будет иметь корректное описание формул распределения доходов между классами паев, включая порядок распределения денежных потоков, расчет доходности отдельных классов и возможные механизмы перерасчета долей при дополнительной выдаче паев.

- Учет классов, перераспределение денежных потоков и отражение различий в правах могут потребовать индивидуальной настройки процессов у управляющих компаний и специализированных депозитариев. Сроки внедрения и стоимость администрирования у разных участников рынка могут быть разными.
- Кроме того, на практике может потребоваться адаптация процедур учета и оценки стоимости чистых активов ЗПИФ, поскольку наличие нескольких классов паев предполагает более сложные механизмы распределения результатов инвестирования между пайщиками.

Вместе с тем Закон предусматривает возможность конвертации ранее выпущенных инвестиционных паев в паи различных классов посредством внесения изменений в правила доверительного управления ЗПИФ, принимаемых единогласным решением всех пайщиков. Такой механизм может использоваться для реструктуризации существующих фондов и адаптации их экономики к новым требованиям инвесторов без необходимости создания новых структур.

\*\*\*

В совокупности изменения законодательства существенно потенциально расширяют сферу применения ЗПИФ как инструмента структурирования инвестиций. При наличии механизмов гибкой настройки экономических прав пайщиков, долгосрочного горизонта фонда и развитых инструментов деятельности инвестиционного комитета ЗПИФ постепенно приобретает черты структур private equity и венчурных фондов, которые традиционно использовались в международной практике через договорные формы инвестирования.

*Информационные письма ALUMNI Partners являются кратким обзором изменений в законодательстве и правоприменительной практике и не должны рассматриваться в качестве правового заключения или консультации.*

# ALUMNI PARTNERS

Если у вас возникнут какие-либо вопросы или комментарии в связи с настоящим алертом, пожалуйста, свяжитесь с нами, и мы будем рады их обсудить.



**Екатерина Дедова**

Партнер, адвокат, к.ю.н., Корпоративная практика / M&A

**ALUMNI Partners**

+7 (495) 968 8 968

[ekaterina.dedova@alumnipartners.ru](mailto:ekaterina.dedova@alumnipartners.ru)



**Игорь Животов**

Партнер, Банковская и финансовая практика

**ALUMNI Partners**

+7 (495) 968 8 968

[igor.zhivotov@alumnipartners.ru](mailto:igor.zhivotov@alumnipartners.ru)



**Матвей Каплюхий**

Партнер, Корпоративная практика / M&A

**ALUMNI Partners**

+7 (495) 968 8 968

[matvey.kaploukhii@alumnipartners.ru](mailto:matvey.kaploukhii@alumnipartners.ru)



**Антон Панченков**

Партнер, Корпоративная практика / M&A

**ALUMNI Partners**

+7 (495) 968 8 968

[anton.panchenkov@alumnipartners.ru](mailto:anton.panchenkov@alumnipartners.ru)



**Татьяна Паршак**

Партнер, Банковская и финансовая практика

**ALUMNI Partners**

+7 (495) 968 8 968

[tatiana.parshak@alumnipartners.ru](mailto:tatiana.parshak@alumnipartners.ru)