



KARIZSKY
ПРАВО · СТРУКТУРЫ · АКТИВЫ

ПРАКТИЧЕСКИЙ ЧЕК-ЛИСТ

10 рисков перед входом в ЗПИФ

Что проверить до передачи актива или покупки паёв — в ПДУ,
управлении, экономике и сценарии выхода

Антон Каризский

Юрист и управленец · ЗПИФ · сложные активы · корпоративный контроль

Версия 1.0 · 11 сентября 2026

ЗПИФ — это не только способ владения активом. Это система, в которой правила доверительного управления (ПДУ), управляющая компания, специализированный депозитарий, оценщик, регистратор и решения пайщиков образуют единый контур. Ошибка на входе часто обнаруживается тогда, когда изменить конструкцию уже дорого или невозможно без согласия других участников.

Этот гайд помогает сформулировать вопросы до передачи актива или покупки паёв. Он не заменяет анализ конкретных ПДУ, документов на актив, налоговой модели и статуса инвестора.

Как пользоваться

Для каждого риска отметьте:

- проверено — документ найден, механизм понятен и приемлем;
- нужно условие — вход возможен после изменения ПДУ, договора или структуры сделки;
- стоп — риск не контролируется или экономика не компенсирует его.

1. Цель фонда не совпадает с вашей целью

Фонд может быть настроен на удержание и управление активом, тогда как инвестору нужен понятный выход, регулярный доход или влияние на ключевые решения.

Проверьте:

- зачем создаётся или используется фонд: владение, развитие, продажа, наследование, совместная инвестиция;
- какой результат нужен каждой группе пайщиков;
- что произойдёт, если сроки, бюджет или стратегия изменятся;
- зафиксирована ли цель в документах или существует только в презентации.

Красный флаг: участники одинаково называют структуру «инвестиционной», но по-разному понимают срок, доход и момент выхода.

2. ПДУ прочитаны как формальность

ПДУ — центральный документ фонда. Именно они определяют существенную часть прав, ограничений и процедур. Коммерческая договорённость, не встроенная в применимый документ и процесс, может не сработать.

Проверьте:

- актуальную редакцию ПДУ и историю изменений;
- полномочия управляющей компании;

- компетенцию общего собрания и инвестиционного комитета;
- порядок выдачи, обращения и погашения паёв;
- основания, порядок и последствия изменения ПДУ.

Красный флаг: решение предлагается «дописать в отдельном соглашении», хотя оно должно работать внутри фондовой архитектуры.

3. Права контроля не соответствуют экономической доле

Большая доля не всегда означает возможность провести решение, а меньшая доля иногда получает блокирующий эффект. Значение имеют кворум, большинство, перечень вопросов и модель голосования.

Проверьте:

- какие решения принимает общее собрание;
- какие сделки требуют одобрения инвестиционного комитета;
- как выдвигаются и избираются его члены;
- прямое или кумулятивное голосование применяется;
- есть ли тупиковые ситуации и механизм их разрешения.

Красный флаг: стороны обсуждают проценты владения, но не моделировали конкретные голосования.

4. Актив нельзя внести или его качество не подтверждено

Юридическая принадлежность актива и его допустимость для фонда — разные вопросы. Дополнительно важны обременения, корпоративные согласия, градостроительный статус, права третьих лиц и качество исходных документов.

Проверьте:

- титул и цепочку переходов права;
- залоги, аресты, аренду, сервитуты и иные ограничения;
- корпоративные одобрения и согласия третьих лиц;
- соответствие актива инвестиционной декларации и ограничениям фонда;
- комплектность технической, земельной и разрешительной документации.

Красный флаг: стоимость актива подтверждена, а способность законно передать его в структуру — нет.

5. Оценка создаёт ложную точность

Оценка зависит от даты, цели, допущений и доступных данных. Бухгалтерская стоимость компании или объекта может существенно отличаться от рыночной, особенно при скрытых обязательствах, специальных правах, финансовых вложениях или проблемном активе.

Проверьте:

- дату оценки и дату финансовой информации;
- цель и предполагаемое использование отчёта;
- ключевые допущения, ограничения и сценарии;
- корректировки долгов, прав, аренды и капитальных затрат;
- чувствительность результата к ставкам, срокам и цене выхода.

Красный флаг: одна цифра используется одновременно для внесения актива, переговоров между участниками и прогнозирования будущей продажи.

6. Расходы и вознаграждения недооценены

Экономика фонда складывается не только из вознаграждения управляющей компании. Возможны расходы на депозитарий, оценку, аудит, реестр, техническое управление, финансирование, страхование, судебные процессы и прекращение фонда.

Проверьте:

- все виды вознаграждений и расходов за счёт имущества фонда;
- фиксированную и переменную части;
- НДС и налоги в применимой структуре;
- расходы при отсутствии дохода или ликвидности;
- бюджет на прекращение фонда и реализацию активов.

Красный флаг: финансовая модель показывает доходность до расходов, а полный перечень расходов находится только в ПДУ и договорах.

7. Денежный поток не равен праву получить деньги

Даже прибыльный актив не гарантирует выплату пайщику в нужный момент. Важно, как доход попадает в фонд, может ли он распределяться и какие резервы или обязательства имеют приоритет.

Проверьте:

- источник поступлений и их юридическую природу;

- предусмотрена ли выплата дохода по паям и как она рассчитывается;
- резервы, ковенанты и приоритетные платежи;
- зависимость выплат от решений органов фонда;
- сценарий кассового разрыва.

Красный флаг: прогноз дохода по активу автоматически назван доходом пайщика.

8. Выход существует только на словах

У закрытого фонда нет универсального обещания быстро вернуть деньги. Выход зависит от ПДУ, спроса на паи, возможностей передачи прав, событий погашения, срока фонда и реализации активов.

Проверьте:

- допускается ли отчуждение паёв и кому;
- есть ли ограничения для неквалифицированных или квалифицированных инвесторов;
- события и сроки погашения;
- право требовать погашения при отдельных изменениях ПДУ;
- механизм продажи актива и прекращения фонда;
- кто несёт риск дисконта и задержки.

Красный флаг: в финансовой модели стоит дата выхода, но в юридических документах нет механизма, который к ней приводит.

9. Конфликт интересов не встроен в процесс

Связанные стороны могут одновременно быть пайщиками, продавцами активов, кредиторами, подрядчиками или бенефициарами контрагентов фонда. Простого раскрытия связи недостаточно: нужен работающий порядок принятия решений.

Проверьте:

- карту связанных сторон и ролей;
- порядок раскрытия конфликта;
- отвод от голосования и независимое подтверждение условий;
- требования к оценке и сопоставлению предложений;
- доступ пайщиков к информации о сделке.

Красный флаг: конфликт признаётся, но тот же участник готовит, согласует и контролирует исполнение сделки.

10. Не спроектирован плохой сценарий

Структура должна выдерживать не только базовый план. Нужны правила на случай нарушения бюджета, смены управляющей компании, спора пайщиков, утраты ключевого арендатора, банкротства связанной компании или невозможности продать актив.

Проверьте:

- три сценария: базовый, стрессовый и выход;
- полномочия и сроки реакции в каждом сценарии;
- источники дополнительного финансирования;
- правила замены участников инфраструктуры;
- документы и данные, которые должны сохраняться;
- порядок переговоров, медиации и судебной защиты.

Красный флаг: конструкция работает только пока все стороны согласны и актив растёт в цене.

Итоговая карта решения

До входа должны быть связаны пять слоёв:

- 1 Цель — зачем фонд нужен участникам.
- 2 Актив — что именно передаётся и в каком юридическом состоянии.
- 3 Управление — кто и как принимает решения.
- 4 Экономика — доход, расходы, финансирование и оценка.
- 5 Выход — события, документы, сроки и плохой сценарий.

Если хотя бы один слой существует только в презентации, решение ещё не готово.

Вопросы для первой встречи

- Кто фактически контролирует актив сегодня и кто должен контролировать его после входа?
- Какие три решения нельзя отдавать без специального согласования?
- Какая редакция ПДУ анализируется и где она зарегистрирована или согласована?
- Какие сведения об активе ещё не подтверждены документами?
- Какие расходы не включены в финансовую модель?
- Что должно произойти юридически, чтобы пайщик получил доход или вышел?
- Какая сторона несёт риск задержки, переоценки и дополнительного финансирования?
- Что будет, если участники перестанут договариваться?

Следующий шаг

Для конкретной структуры полезен экспресс-анализ ПДУ: карта полномочий, контрольных точек, рисков сделки и вопросов, которые нужно решить до входа.

Контакты: <https://karizsky.ru/contacts/> Материалы: <https://karizsky.ru/materials/> Инструменты: <https://karizsky.ru/tools/>

Источники и оговорка

- Федеральный закон от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».
- Банк России: реестр паевых инвестиционных фондов и реестр лицензий управляющих компаний — <https://www.cbr.ru/RSCI/registers/>
- Банк России: витрина данных ПИФ и рекомендация изучать ПДУ и обязательное раскрытие управляющей компании — https://www.cbr.ru/RSCI/data_showcase/
- Банк России: ответы по деятельности управляющих компаний и отдельным положениям ПДУ — https://www.cbr.ru/RSCI/expl_market_part/managment/

Материал носит информационный характер, отражает общую логику проверки и не является юридической, налоговой или инвестиционной консультацией по конкретной ситуации. Версия 1.0 от 11.09.2026.