

*«Существует огромная вселенная
инвестиционных возможностей, которую
инвесторы, работающие только
с публичными рынками, просто не видят»*

Andreessen Horowitz (a16z)



Альтернативные инвестиции в новой инвестиционной реальности

Часть II.

Российский рынок.

Регулирование в мире и России

Информационно-аналитический материал

Содержание:

- Введение
- Российский рынок альтернативных инвестиций
 - Прямые инвестиции
 - Венчурные инвестиции
 - Инвестиции в недвижимость
 - Частный кредит
- Регуляторная среда и доступность глобальных альтернатив
- Выводы и рекомендации

Введение

Российский рынок альтернативных инвестиций за последние годы заметно изменился. Если в первой части исследования было показано, что **глобальный рынок** альтернативных активов вырос с 9,5 трлн \$ в 2018 году более чем до **21 трлн \$ к 2025 году** и продолжает расти темпами порядка **10–11% в год**¹, то в российском контексте развитие этого сегмента происходит в существенно отличающейся среде: с ограниченным доступом к международным рынкам капитала, изменившейся структурой инвесторов и усилением роли национальной инфраструктуры.

До 2022 года Россия была частично встроена в мировую систему: совокупный объем активов под управлением в сегменте прямых инвестиций оценивался примерно в **1–1,3 трлн руб.**², а значительную роль в формировании капитала играли **зарубежные институциональные инвесторы**. После разрыва каналов с внешними рынками рынку пришлось быстро перестроиться и опираться в основном на внутренние источники капитала.

К 2025–2026 годам можно выделить три ключевых сдвига. Во-первых, **усилилась роль российской инфраструктуры** — сделки и сервисы все чаще замыкаются на национальных площадках. Во-вторых, **изменилась структура инвесторов**: доля иностранных участников сократилась, выросла роль российских институциональных и частных инвесторов. В-третьих, **изменились стратегии**: венчурные фонды сместились к более зрелым компаниям (**до 76%** инвестиций в 2025 году приходилось на поздние стадии)³, а роль закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФов) в финансировании бизнеса заметно выросла.

В итоге российский рынок все больше отличается от глобальной модели. Если в мире альтернативные активы часто служат инструментом диверсификации портфеля, то в России они в ряде случаев выступают заменой классическому банковскому кредиту там, где он недоступен.

На картину также влияет **структура сбережений населения**: значительная

их часть по-прежнему сосредоточена в **недвижимости (около 29% совокупных сбережений)**^{*}, а участие в коллективных финансовых инструментах остается ограниченным.

Регулирование здесь играет ключевую роль. С одной стороны, важен международный контекст — как разные страны задают рамки для альтернативных инвестиций. С другой — российская модель с ее требованиями к квалифицированным инвесторам и режимом закрытых паевых инвестиционных фондов (ЗПИФов) фактически определяет, кому и на каких условиях доступен этот сегмент внутри страны.

Исходя из этого, цель исследования — показать, как сейчас устроен российский рынок альтернативных инвестиций, какие сегменты в нем играют ключевую роль, а также рассмотреть роль регулирования как фактора, определяющего архитектуру рынка.

¹Источник: Исследование ЛИРИ по АИ, часть 1.

²Источник: РАВИ, Forbes.

³Источник: МИК.

* Оценка ЛИРИ: см. врезку «Доля инвестиционного жилья в сбережениях домохозяйств».

Российский рынок альтернативных инвестиций

Прямые инвестиции (Private equity)

Российский рынок прямых инвестиций находится в фазе глубокой структурной трансформации, вызванной разрывом связей с международной финансовой системой после введения санкций в 2022 году. До этого периода индустрия в значительной степени была интегрирована в глобальный рынок Private Equity: совокупный объем активов под управлением в 2019 году оценивался в 1,3 трлн руб.¹ (рисунок 1), а к 2022 году — не менее чем в 1 трлн руб.² База ограниченных партнеров (limited partners, LP) формировалась преимущественно за счет международных финансовых институтов развития, зарубежных пенсионных и эндаумент-фондов при активном участии РФПИ*. Юридические и операционные контуры существенной части фондов строились через иностранные юрисдикции и инфраструктуру западных банков-кастодианов, обеспечивавших стандарты корпоративного управления и раскрытия информации, близкие к международным.

После 2022 года значительная часть таких фондов прекратила инвестиционную деятельность или была реструктурирована вследствие санкционных ограничений, разрыва партнерских связей и блокировки расчетной инфраструктуры.

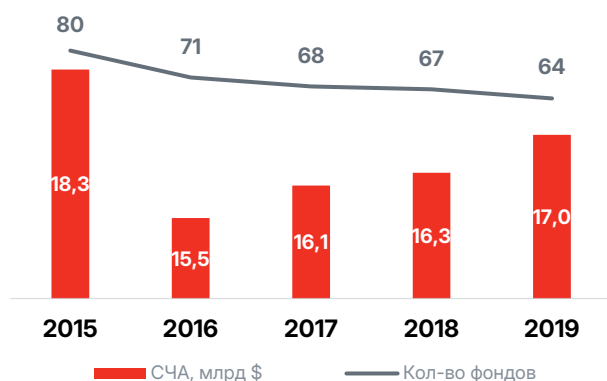


Рисунок 1. Динамика стоимости чистых активов и количества фондов прямых инвестиций (private equity)

¹Источник: РАВИ.

²Источник: Forbes.

* Российский фонд прямых инвестиций. Kremlin.

В результате рынок утратил часть ранее активных институциональных игроков и начал формироваться в новой конфигурации, ориентированной на внутренние ресурсы.

К 2026 году **ключевыми характеристиками рынка стали:**

- локализация инфраструктуры
- трансформация базы инвесторов
- изменение инвестиционных стратегий

Локализация инфраструктуры. В качестве организационно-правовой формы все чаще используются структуры на базе российского права, прежде всего ЗПИФы. Так, среди инструментов коллективных инвестиций основной объем вкладов в уставные капиталы российских организаций сосредоточен в активах ЗПИФов для квалифицированных инвесторов и занимает 19,7% на конец 2025 года (14,4% в 2022 году). Средний темп прироста активов комбинированных ЗПИФов для квалифицированных инвесторов с 2018 до 2022 года составил 28%, а после 2022 года достиг 37% в год³. Однако использование ЗПИФов часто сопровождается снижением публичного уровня раскрытия информации из-за отсутствия законодательных требований и повышением регуляторной нагрузки⁴.

Трансформация базы инвесторов.

Произошло замещение зарубежного институционального капитала на отечественные источники. Фонды меньшего размера становятся заметнее, наращивается активность корпоративных фондов крупнейших финансовых и промышленных групп, РФПИ остается самым большим игроком на рынке².

Изменение инвестиционных стратегий.

В условиях повышенных процентных ставок доступ к долговому финансированию ограничивается и повышается значимость долевых (equity) инструментов: возрастает роль сделок, связанных с реструктуризацией бизнеса и долговых обязательств, а также усиливается использование гибких механизмов структурирования (адаптивные формулы оценки, зависящие от показателей бизнеса), позволяющих учитывать неопределенность в оценке активов и перераспределять риски между участниками сделок⁵.

³Источник: Банк России. РБК.

⁴Источник: БИ. ВШЭ.

⁵Источник: РБК.

Венчурные инвестиции

На развивающихся рынках прямые инвестиции, как правило, представлены через венчурные фонды и фонды роста, чем через зрелые выкупные стратегии (buyout)¹. В силу этой структурной особенности венчурный сегмент в России сохранил заметный уровень активности, а его статистическая наблюдаемость остается значительно более высокой по сравнению с рынком прямых инвестиций в целом.

В 2025 году объем венчурных инвестиций достиг **160,5 млн \$ (~13 млрд руб.)**, адаптировавшись к новым условиям после резкого падения в 2022–2023 годах на фоне геополитической нестабильности (рисунок 2)².

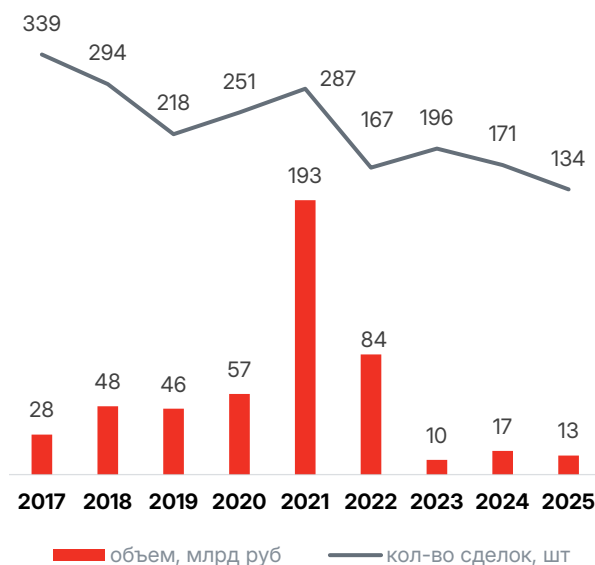


Рисунок 2. Динамика венчурных инвестиций и количества сделок (расчет ЛИРИ на данных МИК²)

По данным РАВИ³, активы под управлением венчурных фондов на конец 2022 года составили **3,7 млрд \$ (~515 млрд руб.)**, однако после оттока инвестиций иностранных фондов данная статистика больше не публикуется в открытом доступе (рисунок 3).

С 2018 по 2022 год средний размер сделки составлял **~4,6 млн \$**, а ее медианное значение **~3 млн \$**, что указывает на влияние небольшого числа крупных сделок на средний чек в общей массе сделок небольшого размера. **После 2022 года** средний и медианный размеры сделки сравнялись, снизившись в 4,6 и 3 раза и составив **~1 млн \$**, что отражает как снижение размера сделок, так и меньшее влияние крупных сделок⁴.

¹Источник: Банк России.

²Источник: МИК

³Источник: РАВИ

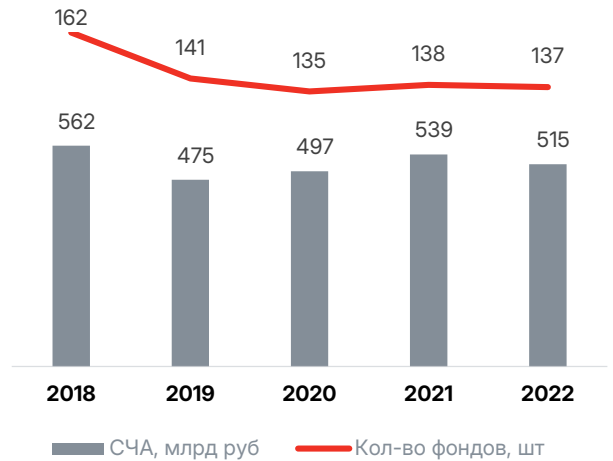


Рисунок 3. Динамика СЧА и количества венчурных фондов (расчет ЛИРИ на данных РАВИ³)

Особенностью российского венчурного рынка в настоящее время является **смещение в пользу более зрелых компаний** по объему привлеченного капитала. В период острой фазы кризиса наблюдался рост финансирования ранних раундов, обусловленный дефицитом зрелых стартапов.

Рынок стабилизируется и постепенно возвращается к докризисной структуре и динамике: инвесторы все чаще выбирают проекты зрелых стадий В и С+ с подтвержденной бизнес-моделью и выручкой.

В первом полугодии 2025 года объем инвестиций в поздние стадии увеличился на 90% и составил 76% общего объема вложений, что отражает стремление участников к снижению рисков (рисунок 4)⁵.

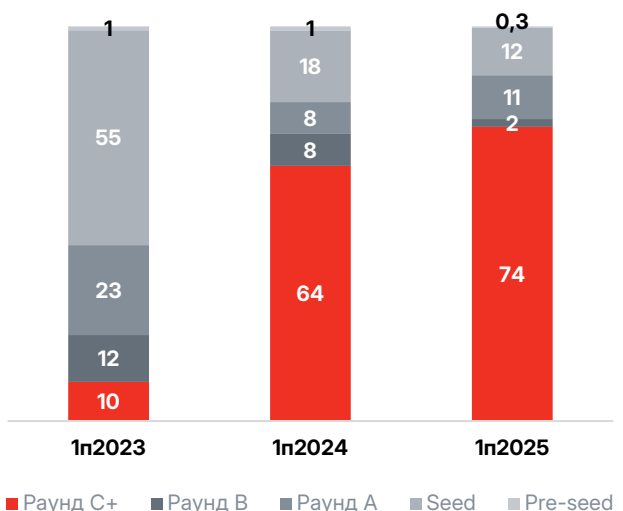


Рисунок 4. Структура венчурных инвестиций по раундам, %*

⁴Источник: Б1.

⁵Источник: МИК

* Подробнее о раундах венчурного финансирования — в [приложении 4](#)

Фокусные направления. На российском рынке венчурных инвестиций **доминируют технологические и цифровые сегменты**, прежде всего корпоративное программное обеспечение (Business Software), здравоохранение, транспорт и логистика, решения в сфере управления персоналом и рабочих процессов (HR & WorkTech)¹. Их относительная устойчивость даже в периоды общего снижения инвестиционной активности подтверждает фундаментальную закономерность венчурного финансирования: **капитал преимущественно направляется в отрасли с высокой долей интеллектуального продукта, масштабируемой бизнес-моделью и потенциалом кратного роста капитализации.**

В последние годы формируется устойчивый тренд на **перераспределение капитала в пользу технологической автономии и инфраструктурной устойчивости экономики.** Венчурные инвестиции все чаще коррелируют с задачами импортозамещения, развития промышленного ПО, медицинских технологий, IT-инфраструктуры и логистических решений.

Типы инвесторов. Основными инвесторами на российском рынке являются частные фонды, бизнес-ангелы, государственные и корпоративные фонды и акселераторы. Частные фонды традиционно лидируют по объему инвестиций, в то время как бизнес-ангелы совершают больше сделок с меньшими чеками (рисунок 5). Частные фонды наращивают инвестиционную активность благодаря притоку институционального капитала и смещению фокуса на поздние, более капиталоемкие и менее рискованные стадии.

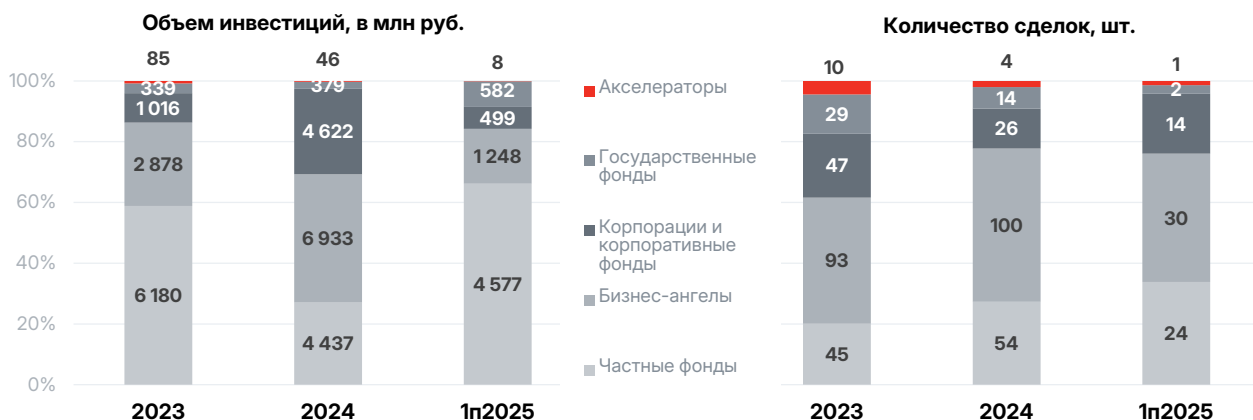


Рисунок 5. Структура инвестиций на венчурном рынке России по участникам рынка²

¹Источник: МИК.
²Источник: МИК.

Бизнес-ангелы же, фокусируясь на самых рискованных ранних стадиях, зависят от общей экономической ситуации.

Государство в венчурной экосистеме выполняет преимущественно институциональную и стимулирующую функцию, формируя инфраструктуру, обеспечивая льготы инвесторам и поддерживая ранние стадии (рисунок 6). В отличие от сегмента классического private equity, где государственное участие может быть системообразующим, на венчурном рынке его роль остается вспомогательной.



Рисунок 6. Доля ФРИИ в объеме венчурных инвестиций, %³

Комиссии. Профессиональные инвесторы, как правило, берут комиссии за управление в размере 2% объема фонда и 20% в виде платы за успех с прибыли от продажи².

Помимо этого, розничные инвесторы имеют доступ к венчурному рынку через инструменты коллективных инвестиций: инвестиционные платформы, брокеров, синдикатов бизнес-ангелов и управляющих компаний.

³Источник: РАВИ.

Как правило, их комиссии составляют около 10–12% (таблица 1).

Посредник	Комиссия	Тип
Площадки коллективных инвестиций	10–12%	фикс и/или с объема сделки
Брокеры	8–10%	собранных средств
Синдикаты бизнес-ангелов	5–10%	собранных средств
Управляющие компании	2%	за управление
	10–20%	плата за успех (с прибыли от продажи)

Таблица 1. Средние комиссии коллективных инструментов¹.

До 2023 года российский венчурный рынок был интегрирован в глобальную инвестиционную систему: доля иностранных инвестиций варьировалась от 14% до 56%².

С 2024 года произошла значительная **переориентация на внутренние источники финансирования** и трансформация структуры участников — лидирующие позиции заняли российские частные фонды и бизнес-ангелы.

Особенностью российского рынка остается **высокая территориальная концентрация**: около 64% венчурных инвестиций в 2025 году приходится на Москву², что отражает централизацию капитала и инфраструктуры.

Таким образом, наблюдается тенденция к увеличению роли институциональных инвесторов при сохранении традиционной структуры инвестирования (поздние раунды — фонды, ранние — ангелы). Общей тенденцией остается смещение интереса в пользу зрелых проектов с подтвержденной бизнес-моделью для снижения рисков.

С точки зрения спроса происходит сдвиг от «идеи» к «продукту»: инвесторы все чаще требуют наличия выручки, осознанной дорожной карты и первых клиентов.

Из-за сложности привлечения инвестиций многие стартапы переориентируются на получение средств напрямую от клиентов, что делает бизнес более устойчивым, но замедляет темпы роста. Основными целями привлечения капитала в 2025 году стали масштабирование бизнеса (67%) и развитие текущего продукта (58%)¹.

Риски и ограничения

Макроэкономические факторы: высокая ключевая ставка создает конкуренцию венчурным активам со стороны депозитов и облигаций федерального займа (ОФЗ), а также давит на бизнес-показатели стартапов из-за падения покупательской способности клиентов.

Риски коллективных инвестиций

- Рыночные ограничения: базовый объем рынка остается небольшим, а активность госфондов носит эпизодический характер из-за бюрократических ограничений.
- Завышенные мультипликаторы: оценки компаний в коллективных сделках могут быть в 3,9 раза выше, чем в сделках слияния и поглощения (M&A), что повышает риск убытков для инвесторов на выходе. Причиной является размер комиссий организаторов, который напрямую зависит от объема раунда, что может мотивировать их завышать оценку компании¹.
- Риск недостаточного качества проверки: высокая скорость привлечения средств (3–4 месяца) может не позволить провести полноценную проверку перед сделкой (due diligence)¹.
- Юридические и налоговые риски: при использовании специальных юрлиц (SPV) существует риск двойного налогообложения (на уровне компании и инвестора).
- Возможны сложности с выходом из актива (exit-сценарии), нарушения прав миноритариев и корпоративные конфликты с основателями.

¹Источник: МИК.

²Источник: МИК, МИК.

Инвестиции в недвижимость

В 2025 году объем инвестиций в институциональный рынок недвижимости (коммерческая и профессионально управляемая) составил **973 млрд руб.** (рисунок 7)¹.

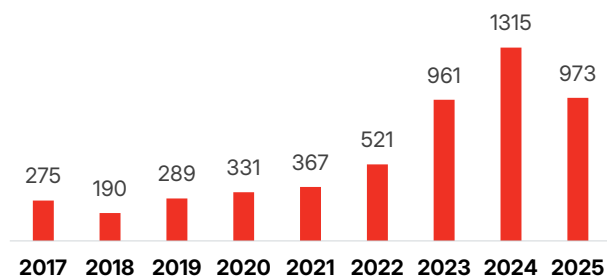


Рисунок 7. Динамика инвестиций в институциональный рынок недвижимости, млрд руб.¹

При этом, как правило, за рамками рассмотрения остается значительная часть рынка коммерческой недвижимости (~47 трлн \$ в мире), которая также приносит доход, но не структурирована в прозрачные инвестиционные инструменты (см. врезку «Сколько недвижимости в мире»). В рамках текущего анализа в силу прозрачности и доступности данных рассматривается институциональный рынок недвижимости.

Ключевой формой инвестирования являются прямые вложения: приобретение объектов недвижимости в целях инвестиционных покупок, девелопмента и редевелопмента, а также под собственные нужды (рисунок 8).



Рисунок 8. Структура вложений в недвижимость по целям приобретения в 2025 г., млрд руб.¹

Наряду с прямыми вложениями существуют коллективные формы инвестирования. В международной практике доминирующим инструментом на публичном рынке являются REITs*, на частном — Private/Pooled Funds. В российской модели аналогом последних выступают закрытые паевые инвестиционные фонды недвижимости (ЗПИФ-Н) (объем их инвестиций в 2025 году оценивался в 64–105 млрд руб.)²

Сколько недвижимости в мире

По данным Savills, оценочная стоимость всей недвижимости в **мире в 2024 году** составила **393,3 трлн \$**³. Для сравнения: капитализация мирового рынка акций на конец того же года достигла 128 трлн \$⁴. Существенную долю занимает рынок жилой недвижимости — около 73% общего объема. В США этот сегмент оценивается примерно в 60 трлн \$, а в Европе — в 37 трлн \$⁵. На коммерческую недвижимость приходится около 15% (рисунок 9)⁴.

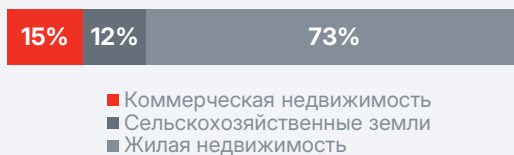


Рисунок 9. Распределение стоимости недвижимости в мире по типам, в %⁴

Однако не вся физическая недвижимость относится к инвестиционным активам. По всему миру **совокупная стоимость коммерческих объектов, способных генерировать стабильный доход, оценивается примерно в 60 трлн \$**⁶. Этот сегмент охватывает как активы, находящиеся в прямом владении институционального рынка, так и активы государств, корпораций и частных лиц, которые пока не структурированы в прозрачные инвестиционные инструменты.



Рисунок 10. Структура рынка недвижимости в мире

¹Источник: IBC Real Estate. ²Источник: NF Group, Nikoliers. ³Источник: iMpacts. ⁴Источник: SIBILIS. ⁵Источник: FRS, Inrev. ⁶Источник: Lasalle. * см. Приложение 1 про устройство и особенности крупнейших фондов недвижимости в мире.

При этом, по данным Банка России на конец 2025 года, **недвижимое имущество в активах всех ПИФов составило 2,4 трлн руб.** (рис.11)¹. Из них на розничные ЗПИФы недвижимости для неквалифицированных инвесторов пришлось **482 млрд руб.**¹, а на фонды недвижимости для квалифицированных инвесторов, по оценкам ЛИРИ, — **419 млрд.**² (открытой статистики по сегменту нет). К тому же рынок характеризуется высокой концентрацией, **топ-3 УК контролируют 80% всех активов ЗПИФ-Н.**



Рисунок 11. Динамика объема недвижимого имущества в активах ПИФов, млрд руб.¹

Прямое приобретение недвижимости, как правило, требует значительного капитала (по оценкам ЛИРИ, средняя стоимость квартиры составляет ~10 млн руб., а небольших коммерческих объектов — от 50 млн руб.), тогда как средний размер инвестиций неквалифицированного инвестора в ЗПИФ недвижимости в 2025 году составил 1,9 млн руб.¹, а средний размер инвестиции квалифицированного инвестора — 6,2 млн руб.³

Инструменты недвижимости воспринимаются рынком как средства долгосрочных накоплений, а не спекуляций. Так, например, на конец 2025 года оборачиваемость ЗПИФа недвижимости составила 7%⁴. Для сравнения: на конец 2025 года оборачиваемость биржевых фондов была около 368%⁴.

Комиссии. Чаще всего комиссия за управление ЗПИФом варьируется от **0,25% до 2,9%**, а также большинство УК взимают **5–20% за результаты управления.**

Типы инвесторов. Основными инвесторами в недвижимость являются девелоперы, конечные пользователи и инвесткомпании — на них приходится 89% объема инвестиций, остальная часть распределена между ЗПИФами недвижимости, государством и банками. (рисунок 12).



Рисунок 12. Структура инвестиций в недвижимость по типу инвесторов в 2024-2025 гг.⁵

Наряду с институциональными участниками рынка существенную роль в формировании спроса на недвижимость играют физические лица. Для более полного понимания структуры инвестиционного спроса отдельно была рассмотрена структура активов физических лиц, в частности, какую долю их вложений составляют инвестиционные квартиры (см. врезку «Доля инвестиционного жилья в сбережениях домохозяйств»).

Исторически больший объем инвестиций приходится на Москву (67%), но доля регионов выросла с 6% в 2024 году до 19% в 2025 году, что указывает на расширение географии инвестиций⁵. Также в 2025 году после нескольких лет отсутствия возобновились иностранные инвестиции: их доля составила 10% общего объема³.

Фокусные направления. Среди основных направлений инвестиций выделяют офисную, складскую, жилую, торговую, гостиничную недвижимость и МФК*. Так, в 2025 году одной из крупнейших сделок с использованием коллективных инвестиций стала покупка бизнес-центра «Белая Площадь» в Москве на сумму около 46,5 млрд руб.⁶ А с участием иностранного фонда недвижимости — приобретение портфеля ТЦ Malltech Holding в Москве и регионах стоимостью порядка 100–110 млрд руб.⁶ (продолжение на странице 11).

¹ Источник: Банк России, Банк России. ² Источник: Оценка ЛИРИ на данных Investfunds, сайты УК, данные по «Парус» и СФН — PARUS. ³ Источник: PARUS, PARUS | Слайдизм. ⁴ Источник: МосБиржа, InvestFunds. ⁵ Источник: NF Group. ⁶ Источник: IBC Real Estate, NF Group.

Доля инвестиционного жилья в сбережениях домохозяйств

По оценке ЛИРИ, **общие сбережения домохозяйств России составляют 256 трлн руб.** (рисунок 13). При этом основную часть средств домохозяйства держат в неликвидной и консервативной форме вложений — **квартирах (~29% всех сбережений),** а не в инструментах фондового рынка или **фондах коллективных инвестиций на недвижимость (~0,35% всех сбережений).**

Такая структура сбережений свидетельствует о **слабом доверии** населения к фондовому рынку и прочим финансовым институтам, а также о культурной привычке воспринимать приобретение жилья как «самый надежный» и понятный способ сохранить капитал.



Рисунок 13. Структура сбережений домохозяйств России⁶

Примечания: число квартир включает в себя жилье в многоквартирных домах, общежитиях и домах гостиничного типа, а также квартиры в нежилых зданиях и индивидуальных жилых домах; каждому домохозяйству соответствует одна «основная» квартира для проживания; каждому арендатору соответствует одна арендная квартира ($Q_{rent} \approx$ число семей-арендаторов); коммерческая недвижимость в ЗПИФах представлена розничными ЗПИФа для квалифиц. и неквалифиц. Инвесторов.

Методика оценки

1. $E = H - D$, где:

E — избыточный квартирный фонд, млн ед.

H — число квартир в РФ, млн ед.¹

D — число частных домохозяйств РФ, млн ед.²

При этом:

2. $E = Q_{rent} + Q_{other}$, где:

Q_{rent} — число инвестиционных квартир, сдающихся в аренду, млн ед.³

Q_{other} — остаток квартир, куда входят пустующие квартиры, наследственное жилье и др., млн ед.

Расчет **стоимости** инвестиционных и прочих квартир в распоряжении домохозяйств осуществляется по формулам:

3. $V_{rent} = Q_{rent} \cdot S \cdot P$

4. $V_{other} = Q_{other} \cdot S \cdot P$, где:

V_{rent} — стоимость инвестиционных квартир, сдающихся в аренду, млн руб.

V_{other} — стоимость прочих квартир, млн руб.

S — средняя площадь одной квартиры, м²⁴

P — средняя цена 1 м² квартиры по первичному и вторичному рынку жилья, млн руб.⁵

¹Источник: Росстат. ²Источник: Росстат. ³Источник: ДОМ.РФ. ⁴Источник: Росстат. ⁵Источник: Росстат. ⁶Источник: составлено авторами по данным Росстата и Банка России.

Вместе с тем в линейке активов ЗПИФ-Н появляются новые направления: центры обработки данных, туристическая недвижимость, земельные участки.

Кроме того, появляются ЗПИФы, которые диверсифицируют активы, включая в фонд активы из разных секторов недвижимости¹.

Отдельным направлением, находящимся на ранней стадии развития в России, являются ESG-ориентированные инвестиционные фонды. В то же время крупнейшие международные фонды недвижимости уже интегрируют экологические и социальные факторы (ESG) в свои инвестиционные стратегии (см. подробнее в [Приложении 2](#)).

Доходность. Доходность Индекса МосБиржи фондов недвижимости полной доходности (MREFTFTR) в 2025 году составила 43%², отражая совокупную доходность инвестиций (включая переоценку активов), тогда как средняя капитализация объектов в 2025 году на уровне 9—13,5%³ характеризует текущую доходность арендного потока.

Такие показатели доходности формируют повышенный интерес к недвижимости как активу для минимизации инфляционных рисков на фоне снижения доходностей по депозитам. Ожидание снижения ключевой ставки также формирует отложенный спрос со стороны инвесторов и увеличение сделок с целью получения арендного дохода⁴.

Тенденции. На рынке наблюдается демократизация инвестиций в недвижимость посредством ЗПИФов, о чем свидетельствует рост объема недвижимости в активах ЗПИФов в 2,6 раза (рисунок 11), поскольку они позволяют снижать средний чек инвестиции, обеспечивают более высокую ликвидность по сравнению с физическим приобретением недвижимости и профессиональное доверительное управление, в том числе все операционные, юридические и технические функции.

Кроме того, в текущих рыночных условиях фонды играют важную роль на рынке жилой недвижимости на фоне снижения активности застройщиков. Они позволяют девелоперам снижать кредитную нагрузку, выступая альтернативой банковскому финансированию с высокими ставками, а розничным инвесторам дают возможность получать пассивный доход без необходимости владения/управления недвижимостью³.

Риски и ограничения. При этом, как было сказано ранее, инвестициям в недвижимость свойственна низкая ликвидность — прямое

владение физическим объектом имеет длительный цикл продажи, и даже не прямое владение характеризуется низкой оборачиваемостью по сравнению с другими рыночными инструментами.

Кроме того, инвестиции в недвижимость подвержены высокой зависимости от макроэкономических рисков. В частности, высокая ключевая ставка повышает стоимость кредитования и снижает спрос со стороны застройщиков.

Помимо этого владение объектом недвижимости требует постоянных операционных расходов (эксплуатация, ремонт, управление), а также подвержено рискам физического износа и потери конкурентоспособности объекта. Дополнительно присутствуют риски снижения арендных ставок и потери арендаторов, что напрямую влияет на денежный поток.

Отдельную категорию составляют регуляторные и юридические риски: изменения градостроительного регулирования, налогового режима, требований к использованию объектов или ограничения на сделки могут негативно повлиять на стоимость актива и возможность его реализации.

Наконец, при коллективных формах инвестирования добавляются структурные и управленческие риски: ограниченная прозрачность отдельных сделок, зависимость от качества управления активами, а также возможные ограничения на досрочный выход инвестора, что дополнительно усиливает проблему ликвидности.

¹Источник: [PARUS, PARUS | Слайдизм](#).

²Источник: [Московская Биржа](#).

³Источник: [IBC Real Estate, NF Group](#).

⁴Источник: [ISSMI](#).

Частный кредит

Частное кредитование выступает еще одним сегментом альтернативных инвестиций на российском рынке, но, в отличие от вышеперечисленных, находится на более ранней стадии формирования, а также существенно уступает по масштабу банковскому кредитованию и рынку публичных долговых инструментов. Инструменты коллективных инвестиций при этом доступны квалифицированным розничным инвесторам.

Частный кредит в России представлен тремя сегментами:

- **Краудлендинг** представляет собой модель прямого кредитования бизнеса через инвестиционные платформы. Этот механизм позволяет аккумулировать средства большого числа инвесторов для предоставления займов МСП (малое и среднее предпринимательство) и ИП, в т. ч. с проблемной кредитной историей. Краудлендинг как способ финансирования привлекается в основном на ранних стадиях бизнеса: возникновение, становление, развитие¹. Большая часть инвесторов — физические лица.

Суммарный объем выдач краудлендинговых платформ в 2025 году достиг 23,6 млрд руб. (рисунок 14)² На рынке отмечается высокий уровень концентрации: в 2024–2025 гг. топ-5 платформ занимали более 70% рынка². Тем не менее продолжается рост числа операторов инвестплатформ: в марте 2026 года насчитывалось 102 оператора (в 2024-м — 93 оператора)¹.

- **Цифровые финансовые активы (ЦФА)** — это быстроразвивающийся продукт на российском рынке³. В российской практике ЦФА становятся инструментом привлечения краткосрочного и среднесрочного финансирования как для крупных компаний, так и для отдельных представителей МСП, формируя цифровую альтернативу традиционным облигационным заимствованиям⁴. Более подробно с тем, как устроен рынок ЦФА в России, можно ознакомиться в исследовании **ЛИРИ «Фонды на цифровые активы: от эксперимента к институциональному стандарту»³**.
- **ЗПИФы**, ориентированные на выдачу займов, в рамках которых осуществляется профессиональное управление портфелем,

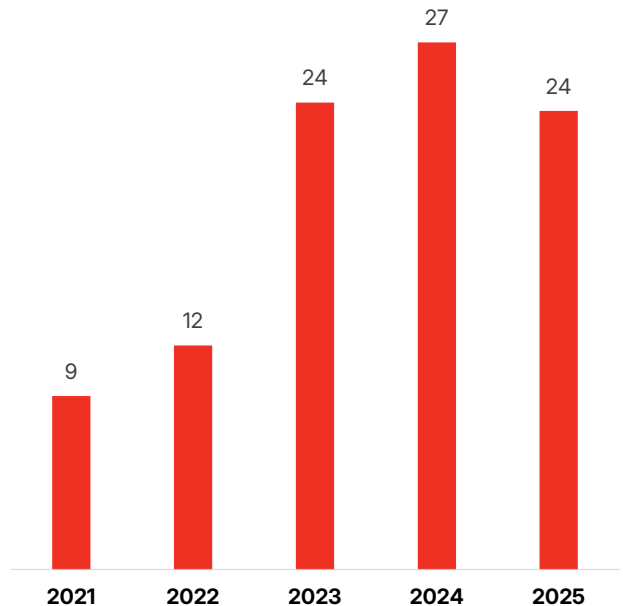


Рисунок 14. Динамика рынка краудлендинга, объем выдач, млрд руб.²

как правило крупных, частных займов, часто обеспеченных залогами недвижимости или иных ликвидных активов. Использование ЗПИФов позволяет объединять капитал квалифицированных инвесторов, внедрять формализованные процедуры риск-менеджмента и обеспечивать регуляторную прозрачность деятельности в рамках надзора Банка России⁵.

Таким образом, частное кредитование выполняет роль дополнительного и альтернативного канала финансирования для МСП и ИП, который позволяет более быстро и гибко получать финансирование, в отличие от традиционных источников. Однако вместе с тем инвесторы берут на себя повышенные риски (например, риск дефолта эмитента⁵, наличия проблемных долгов у МСП, скрытых под реструктуризацией²) и должны рассматривать такие инвестиции как способ диверсификации портфеля с повышением риска¹.

¹ Источник: Банк России, Банк России, Банк России, Банк России. ² Источник: АОИП, Jettend. ³ Источник: ЛИРИ. ⁴ Источник: Dialot. ⁵ Источник: Cbonds.

Регуляторная среда и доступность глобальных альтернатив

Регуляторные подходы к альтернативным фондам в США, ЕС и Азии демонстрируют как общие черты, направленные на защиту инвесторов и стабильность рынка, так и различия, отражающие исторический опыт и культурные особенности каждой юрисдикции. Основные расхождения наблюдаются в определении целевой аудитории, моделях доступа на рынок и требованиях к УК.

США

Прямой доступ к альтернативным инвестициям в США имеют только аккредитованные инвесторы. Физические и юридические лица могут считаться такими инвесторами, если соответствует одному из критериев: финансовому, профессиональному, статусному и другим, более подробно раскрытым в [Приложении 3](#) (таблица 2).

Тем не менее **розничные инвесторы имеют косвенный доступ** к альтернативным инвестициям:

- **через зарегистрированные фонды:** интервальные фонды, фонды с предложениями о выкупе (tender-offer funds), ETF, взаимные фонды с альтернативными стратегиями¹;
- **через комплексные продукты,** включая geared ETPs (биржевые продукты с кредитным плечом), структурные продукты, defined outcome ETFs (биржевые фонды с заранее заданным результатом) и опционы, которые предоставляют доступ к альтернативам через биржевые инструменты².

Юридически большинство альтернативных фондов США структурированы как частные фонды, которые выпускают доли, подпадающие под определение ценных бумаг, освобождены от регистрации как инвестиционная компания и размещаются по частным исключениям (Regulation D)³.

Чтобы не считаться инвестиционной компанией и не регистрироваться, фонд обычно использует исключения⁴:

- 3©(1) — фонд с числом инвесторов не более 100 (для венчурных фондов до 200),

без публичного размещения. При этом, чтобы соответствовать Regulation D, фонд, как правило, привлекает только аккредитованных инвесторов.

- 3©(7) — фонд, все инвесторы которого являются квалифицированными. Число инвесторов обычно не выше 2 000 человек, чтобы избежать обязательной регистрации как публичной компании в соответствии с требованиями законодательства о ценных бумагах.

Фонды обязаны раскрывать риски, комиссию, конфликты интересов и политику оценки активов⁵, соблюдать ограничения по кредитному плечу, преференциальные условия инвестирования и прочее в соответствии с Advisers Act и правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC)⁵, а также соблюдать правила маркетинга при привлечении инвесторов.

Управляющие фондами должны быть зарегистрированы в SEC как инвестиционные советники, если активы под управлением превышают 150 млн \$, в противном случае они регистрируются на уровне штатов или могут иметь освобождения³. В обязанности всех управляющих входит создание и ведение отчетности, комплаенс и фидуциарные обязательства (действовать в интересах клиентов).

Европейский Союз (ЕС)

Ключевым инструментом регулирования в ЕС является Директива об управляющих фондами альтернативных инвестиций (AIFMD) — она создает единую основу для надзора за управляющими, фондами и депозитариями.

ЕС применяет принцип обязательного лицензирования управляющих через AIFMD II⁶. Лицензия AIFM обязательна при управлении активами объемом 100 млн € и более для рыночных стратегий (хедж-фонды) или 500 млн € и более для недвижимости и инфраструктуры без использования леввериджа⁶. Минимальный капитал управляющего составляет 125 тыс. € для внешнего AIFM или 300 тыс. € для внутреннего управляемого фонда¹. Важным требованием, которого нет в США, является назначение независимого депозитария, что повышает операционные издержки, но усиливает защиту инвестора¹.

В ЕС альтернативные инвестиции доступны в том числе розничным инвесторам (критерии в таблице 3 [Приложения 3](#)). Главным инструментом демократизации альтернативных инвестиций в ЕС является ELTIF 2.0 (European Long-Term Investment Fund)⁶.

¹ SEC.

² FINRA.

³ Duanne Morris.

⁴ Chambers and partners.

⁵ RIA Compliance consultants.

⁶ EUR-lex, EUR-lex, EUR-lex.

Благодаря этому регламенту розничные инвесторы получили доступ к ранее закрытым или ограниченным активам: финтех-компаниям, «зеленым» облигациям по стандарту ЕС, фондам фондов (паи UCITS и AIF), STS-секьюритизации (ипотечные и коммерческие кредиты), а также физическим активам без минимального порога в 10 млн €¹. Для доступа к альтернативным инвестициям розничным инвесторам необходимо пройти оценку знаний, опыта, финансового положения и инвестиционных целей инвестора (так называемая процедура Suitability assessment)². При этом с 2023 года требования к розничным инвесторам изменились: отменен минимальный первичный взнос в **10 тыс. €**, лимит, по которому инвестор с портфелем < 500 тыс. € не мог инвестировать в ELTIF более 10% своих финансовых активов³.

Розничные ELTIF обязаны соблюдать лимиты по диверсификации (< 20% в один актив) и концентрации (< 30% — доля владения другим фондом) и использовать депозитарий для хранения активов¹. Эти ограничения, а также жесткие требования к раскрытию информации и долгосрочности инвестиций делают ELTIF 2.0 менее рискованным для розничных инвесторов¹.

Сингапур

Альтернативные инвестиции регулируются монетарным управлением Сингапура (MAS), которое обеспечивает правовую базу и институциональную поддержку.

Альтернативные инвестиции полностью доступны только аккредитованным и институциональным инвесторам, ими могут стать физические или юридические лица, которые проходят финансовые пороги и обладают достаточными компетенциями (более подробно рассмотрено в таблице 4 [Приложения 3](#)). Розничные же инвесторы могут участвовать лишь через специальные, одобренные и защищенные структуры по типу трастов с альтернативными стратегиями (например, REIT). **В 2025 году MAS предложило расширить доступ розничных инвесторов к частным рынкам** через фонды прямых инвестиций и фонды фондов долгосрочных инвестиций (LIFF)⁴. Для защиты розничных инвесторов в LIFF предусмотрены ограничения: заемные средства могут составлять не более 15% стоимости чистых активов и быть предназначены только для выкупа или промежуточного финансирования на срок не более шести месяцев⁵.

Регулирование фондов альтернативных инвестиций в Сингапуре зависит

от их юридической формы — частная компания с ограниченной ответственностью, товарищество с ограниченной ответственностью (LP) или компания с переменным капиталом (VCC)⁶. Подобные фонды подлежат регистрации в соответствующих реестрах и действуют в рамках профильного законодательства. Если фонд структурирован в форме траста (например, unit trust), он действует в рамках общего законодательства о доверительном управлении. В случае если паи такого фонда предлагаются розничным инвесторам, на него распространяются пруденциальные и процедурные требования в соответствии с Securities and Futures Act 2001 (SFA)⁶. Пруденциальные и процедурные требования в данном контексте означают, что фонд подпадает под режим **collective investment schemes (CIS)** и, в частности:

- подлежит авторизации MAS;
- обязан зарегистрировать и раскрывать проспект с существенной информацией для инвесторов;
- подчиняется инвестиционным ограничениям (например, вложения в одного эмитента, как правило, не более 10% чистой стоимости активов);
- ограничен в использовании заемного финансирования и предоставлении обеспечений с целью контроля уровня леввериджа.

По общему правилу активы под управлением должны храниться у независимых кастодианов, однако для фондов прямых инвестиций и недвижимости, доступных только квалифицированным инвесторам, допускаются альтернативные механизмы (например, самостоятельное хранение активов управляющим) при надлежащем раскрытии информации и ежегодной внешней аудиторской проверке⁷.

Независимо от категории инвесторов, которым доступны инвестиции в фонды, фондам необходимо раскрывать инвестиционные цели и фокусы, риски, комиссии и условия входа/выхода⁷.

Управляющие фондами подлежат лицензированию MAS и Capital Markets Services (CMS). Для получения лицензии CMS необходимо предоставить в MAS бизнес-план, схему владения акциями и организационную структуру⁷.

Управляющие венчурных фондов могут получить лицензию в упрощенном режиме,

¹ AFG.

² EUR-lex, EUR-lex, EUR-lex.

³ Deloitte.

⁴ PWC.

⁵ Ashurst.

⁶ ICLG

⁷ Ashurst, ICLG

если фонды ориентированы исключительно на аккредитованных и институциональных инвесторов и если 80% своего капитала инвестируют в молодые непубличные компании. Отдельные исключения также предусмотрены для фондов недвижимости, фондов, инвестирующих вне рынков капитала, и некоторых финансовых учреждений. На независимых управляющих такие исключения не распространяются¹.

Сингапур активно развивает рынок альтернативных инвестиций, поддерживая рост семейных офисов и сегментов частного кредита через налоговые и инвестиционные инициативы (например, сокращено время ожидания для получения налоговых льгот при создании семейных офисов с 12 до 3 месяцев)¹.

Китай

Китай регулирует альтернативные инвестиции в основном через Комиссию по регулированию рынка ценных бумаг (Китай China Securities Regulatory Commission, CSRC) и Ассоциацию управляющих Китая (Asset Management Association of China, AMAC). С 2023 года дополняется и усиливается надзор в сфере частных фондов в целях защиты инвесторов, стандартизации и развития частных инвестиций для участия отрасли в развитии реального сектора экономики и инноваций².

Альтернативные инвестиции в Китае доступны **только квалифицированным инвесторам**. Критерии квалификации зависят от активов/доходов и определяются регуляторами (таблица 5 [Приложения 3](#)).

Частные фонды в Китае представлены в 8 категориях, но альтернативные инвестиции в основном относятся к категории венчурных и прямых инвестиций. Они должны быть закрытыми и работать в форме партнерства с ограниченной ответственностью³.

Все типы частных фондов, созданных в Китае, не лицензируются CSRC, но **должны быть зарегистрированы в АМАС** и регулярно раскрывать информацию об инвестиционной стратегии, фокусе, структуре инвестиций, комиссиях, механизмах входа/выхода, рисках и др³.

Частными фондами управляют зарегистрированные в АМАС управляющие. Они подпадают под строгие требования по внутреннему контролю, раскрытию информации, предотвращению конфликта интересов и соблюдению правил³. Прежде чем приступить к сбору средств, управляющий должен пройти процедуру регистрации в CSRC, а после закрытия фонда — подать в нее заявление.

АМАС, в свою очередь, осуществляет строгий надзор за фондами, штрафует и совершая регулярные административные проверки и расследования на предмет неправомерной деятельности, незаконного сбора и присвоения средств, растраты, аффилированности и т. п.⁴

Япония

В Японии альтернативные инвестиции обычно структурируются через частные размещения и коллективные схемы под регулированием Закона о финансовых инструментах и биржах (FIEA)⁵.

К частным инвестициям допускаются только квалифицированные институциональные инвесторы (QII)⁶. К ним автоматически относятся банки, страховые компании и инвестиционные партнерства (IBLP), однако существуют исключения, когда инвестор не является квалифицированным, но соответствует ряду требований, которые позволяют ему участвовать в альтернативных инвестициях (см. таблицу 6 [Приложения 3](#)).

Традиционно основными инвесторами в альтернативные фонды в Японии были банки и крупные страховые компании, но в последнее время активно участвуют пенсионные фонды и иностранные инвесторы⁶.

До недавнего времени розничные инвесторы не имели доступа к альтернативным инвестициям, однако сейчас участие допустимо через публичные коллективные инструменты, подлежащие строгому раскрытию.

В Японии можно создавать различные альтернативные фонды, в том числе фонды прямых инвестиций, венчурного капитала, частного кредитования, хедж-фонды, фонды недвижимости, в том числе J-REIT, а также инфраструктурные фонды. При этом фонды прямых инвестиций могут быть представлены в виде 6 структур (таблица 7 [Приложения 3](#)). При публичном размещении требуется регистрация проспекта и регулярная отчетность, при частном размещении действуют исключения:

- **Article 63 exemption.** Самый популярный режим. Требует наличия хотя бы одного QII и не более 49 японских инвесторов, не являющихся QII. Позволяет быстро и с минимальными затратами выйти на японский рынок^{7,8};
- **De minimis exemption.** Позволяет избежать регистрации в качестве управляющего, если в иностранном фонде менее 10 японских инвесторов (все они должны быть QII) и их капитал составляет не более трети общего объема фонда⁶;

¹ Ashurst, ICLG. ² State council. ³ Chambers and partners. ⁴ Shanghai stock exchange. ⁵ ICLG. ⁶ Chambers and partners. ⁷ FSA. ⁸ Law Asia.

- **Foreign Investor Exemption.** Для иностранных управляющих с офисом в Японии. Более 50% капитала должно поступать от нерезидентов.

На этапе сбора средств управляющие часто используют режим Article 63, а после закрытия фонда аннулируют его и переходят на De Minimis для снижения расходов на отчетность.

В то время как фонды не регистрируются (за исключением публичных), управляющий фондом должен быть зарегистрирован как Type II FIBO (для маркетинга) и Type II IMBO (для управления инвестициями)^{1,2}, но есть и исключения в рамках особых режимов². Управляющие должны обладать соответствующими компетенциями, и их чистый капитал и чистые активы должны превышать 50 млн иен (конкретный размер зависит от типа лицензии и бизнеса)². Управляющие, работающие по исключениям, обязаны подавать форму Form 20, бизнес-отчеты и публиковать финансовую информацию.

Россия

Регулирование альтернативных инвестиций в России носит комплексный характер и распределено между государственными органами, специализированным законодательством и институтами развития. Банк России регулирует деятельность управляющих компаний и инвестиционных платформ для краудфандинга. Правительство РФ и Минэкономразвития формируют нормативно-правовую базу и стратегии развития рынка. ФАС участвует в регулировании сделок по слиянию и поглощению крупными компаниями.

В России альтернативные инвестиции в основном доступны квалифицированным инвесторам. Ими могут стать юридические лица (финансовые институты и профессиональные участники рынка, международные финансовые организации и коммерческие организации с достаточным капиталом) и физические лица, которые или имеют соответствующий опыт работы, или обладают квалификацией и образованием в области экономики и финансов, или имеют достаточное благосостояние^{3,4} (таблица 8 [Приложения 3](#)).

Альтернативные инвестиции (в фокусе настоящего исследования) в России представлены в виде прямых и венчурных инвестиций, инвестиций в недвижимость и частного кредитования. Как правило, они упакованы в ЗПИФы, отдельные ценные бумаги (производные финансовые инструменты,

структурные облигации), цифровые финансовые активы и инвестиционные платформы.

Альтернативные фонды и платформы подлежат строгому лицензированию. Управление ПИФами и инвестиционными фондами может осуществлять только юридическое лицо с лицензией УК инвестиционных фондов, ПИФов и НПФ, выдаваемой Банком России. Закон 156-ФЗ и нормативные акты ЦБ⁵ предъявляют к управляющим ряд высоких требований:

- **Собственные средства:** минимальный размер собственных средств — 20 млн руб. Также устанавливается порядок расчета собственных средств, соискателей лицензии и состав активов, принимаемых к расчету.
- **Деловая репутация и финансовое положение владельцев и руководства:** в случае нарушений ЦБ может потребовать уменьшить участие в капитале УК или устранить нарушения.
- **Квалификация и опыт руководителей и ключевых сотрудников** уточнены в инструкциях ЦБ о требованиях к руководителям, внутреннему контролю и комплаенсу.
- **Организационные требования:** наличие системы риск-менеджмента, внутреннего контроля, взаимодействие с оценщиком и спецдепозитарием, соблюдение требований к раскрытию информации по фондам.

Аналогично **операторы инвестиционных платформ** должны быть включены в реестр Банка России и соответствовать специальным требованиям. Оператор — это также юридическое лицо, которое не может совмещать платформу с иными финансовыми видами деятельности (кроме перечисленных законом). Он должен иметь *не менее 5 млн руб. собственных средств* и отвечать повышенным требованиям к благонадежности (запрещено наличие судимостей или дисквалификаций у владельцев и руководителей). Платформы обязаны иметь внутренние процедуры раскрытия конфликтов интересов и другие регуляторные стандарты⁶.

¹ FSA. ² ICLG. ³ ФЗ № 39 «О рынке ценных бумаг». ⁴ Указание ЦБ. ⁵ ФЗ № 156 «Об инвестиционных фондах», Указание Банка России, инструкция Банка России № 190-И, указание Банка России № 6750-У, указание Банка России № 5609. ⁶ ФЗ № 259 «О привлечении инвестиций...»

Выводы

- **Рынок проходит фазу локализации.** Произошло замещение иностранного капитала внутренними источниками, что снижает санкционные риски, но усиливает зависимость от внутреннего спроса и ограничивает доступ к «длинному» зарубежному капиталу.
- **ЗПИФ становится одной из базовых инвестиционных оболочек.** Коллективные структуры фактически выполняют роль универсального инструмента для инвестиций в частные рынки, но сопровождаются компромиссом в прозрачности и ликвидности.
- **Смещение интереса к более зрелым активам.** Инвесторы фокусируются на проектах с подтвержденной бизнес-моделью и денежным потоком (особенно в венчуре), что отражает общее стремление к снижению риска.
- **Недвижимость — ключевой «якорный» сегмент.** Сохраняет доминирующую роль благодаря понятности, снижению инфляционных рисков и спросу со стороны частного капитала, что закрепляет структурный перевес в пользу менее ликвидных вложений (~29% сбережений в квартирах) и ограничивает развитие фондового рынка.
- **Частный кредит — формирующийся сегмент.** Занимает нишу между банковским кредитом и облигациями: быстрее и гибче, но с повышенным кредитным риском, особенно в МСП.
- **Регуляторная среда — одновременно драйвер и ограничение.** С одной стороны, формирует доверие и инфраструктуру, с другой — ограничивает доступ розничных инвесторов и сдерживает масштабирование рынка. Структура ELTIF показывает, что упрощение доступа при жестких лимитах диверсификации и леввериджа позволяет расширить базу розницы без значительного роста рисков.
- **Рынок остается узким и концентрированным.** Высокая доля крупных игроков, территориальная концентрация в Москве и ограниченная база инвесторов сдерживают его развитие.

Рекомендации

1. **Повышать прозрачность и стандарты раскрытия**
Ключевой фактор роста доверия и привлечения капитала. Необходимо движение к единым стандартам открытой отчетности и раскрытия структуры сделок в коллективных инструментах и ЗПИФах в частности.
2. **Развивать массовые инвестиционные продукты с низким порогом входа**
Расширение базы инвесторов — главный драйвер роста рынка. Фокус на розничных форматах (фонды фондов, фонды на портфели кредитов и ЦФА, платформы), позволяющих инвестировать с меньшими чеками при сохранении диверсификации.
3. **Усиливать качество управления и due diligence**
Создание стоимости смещается от финансовых структур к операционной экспертизе. Критически важны: механизмы отбора сделок, контроль рисков, управление активами и выстроенные exit-стратегии. Для этого важно оценивать трек управляющего, отчитываться об исполнении инвестиционной и риск-политики, прозрачно раскрывать комиссии.
4. **Балансировать регулирование и доступность**
Рынку необходим компромисс между защитой инвесторов и масштабированием. Снижение избыточных барьеров через продуктовый подход (упаковка альтернатив в прозрачные, стандартизированные продукты, лимиты на концентрацию и др.), а не только высокие пороги капитала.

Приложение 1

Крупные международные фонды недвижимости

представляют собой инвестиционные платформы, объединяющие капитал частных и институциональных инвесторов для вложений в масштабные портфели коммерческой недвижимости.

Портфели крупнейших фондов могут включать в себя тысячи объектов различного типа:

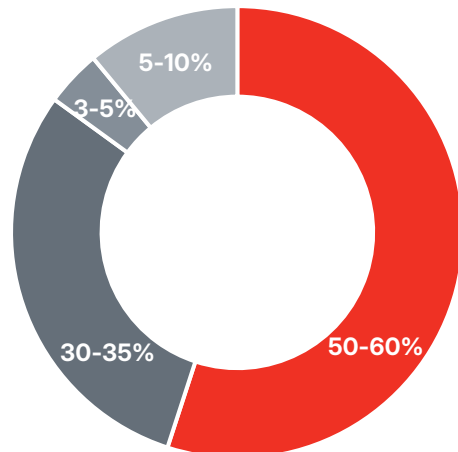
- логистические и индустриальные комплексы;
- многоквартирные жилые комплексы;
- объекты net lease (коммерческая недвижимость, где арендатор покрывает операционные расходы: налоги, страховку и техобслуживание);
- инфраструктурные и специализированные активы.

Благодаря масштабу капитала такие фонды получают доступ к **уникальным активам**, которые недоступны для индивидуальных инвесторов. Например, в европейских портфелях могут находиться крупные инфраструктурные объекты, такие как **портфели железнодорожных арок в Лондоне**, используемые под коммерческие и складские помещения.

Крупные фонды обычно организованы через многоуровневую структуру (например, модель **UPREIT**), где фонд владеет активами через операционное партнерство — отдельную юридическую структуру, через которую консолидируются и управляются все объекты недвижимости, а инвесторы владеют долями именно в этом партнерстве, а не в отдельных активах¹.

Основную долю в крупнейшем фонде недвижимости формируют пенсионные фонды, эндаументы и страховые компании, тогда как значительная часть частных инвесторов входит через брокерские счета (рисунок 15). В этом выражается публичность подобных фондов.

Крупные институциональные инвесторы могут владеть значительными долями фонда; например, отдельные университетские эндаументы способны контролировать **несколько процентов всего капитала фонда**.



- Институциональные инвесторы
- Частные инвесторы через брокеров
- Инвесторы через консультантов
- Прочие инвесторы и партнерские структуры

Рисунок 15. Структура инвесторов крупнейшего фонда недвижимости, имеющего правовой режим REIT — Real Estate Income Trust¹

Доходность формируется за счет сочетания **арендного денежного потока**, роста стоимости недвижимости и активного управления портфелем. Многие фонды также используют долговое финансирование, что позволяет повышать доходность, но увеличивает инвестиционные риски.

Исторически крупнейшие фонды недвижимости демонстрируют **долгосрочную доходность порядка 8–10% годовых**. Например, один из крупнейших мировых фондов такого типа показывает **около 9,3% среднегодовой доходности с момента запуска**, при активах более чем на **50 млрд \$**¹.

¹Источник: [Blackstone](#).

Приложение 2

Социально ответственные инвестиционные фонды недвижимости

Крупные международные фонды недвижимости все чаще интегрируют экологические и социальные параметры (ESG) в стратегию. В Европе многие из них классифицируются по статье **8 Регламента ЕС о раскрытии информации в сфере устойчивого финансирования (SFDR)** — так называемые light green funds, продвигающие экологические и социальные характеристики активов¹.

В США аналогично действуют **правила раскрытия климатической и ESG-информации**, продвигаемые SEC. Они предусматривают дополнительные требования к инвестиционным фондам, которые позиционируют себя как ESG- или климатически ориентированные².

Такие фонды **обязаны раскрывать**, каким образом факторы ESG интегрируются в инвестиционный процесс, какие метрики используются для оценки устойчивости, а также описывать применяемую методологию ESG-скрининга и другую информацию.

Регулятор предлагает **типологию ESG-фондов**:

- **Integration funds** — фокус на интеграции ESG в обычную стратегию; ESG-focused funds — инвестиции целенаправленно отбираются с учетом экологических, социальных и управленческих критериев.
- **Impact funds** — цель инвестиций — создавать измеримый социальный или экологический эффект наряду с финансовой отдачей.

Типичные экологические программы таких фондов включают в себя:

- **модернизацию зданий и снижение энергопотребления** — например, массовую замену освещения на **LED-системы** для сокращения энергопотребления и эксплуатационных расходов объекта;
- **развитие собственной генерации возобновляемой энергии** — установку **солнечных панелей** на крышах складских и промышленных объектов;

- **экологическую сертификацию зданий** (например, по стандартам **LEED** — системы оценки и подтверждения их энергоэффективности и экологичности).

В рамках таких стратегий значительная часть портфеля фонда (часто не менее 90% активов) инвестируется в здания, соответствующие экологическим критериям.

Для оценки эффективности используются количественные индикаторы, например:

- доля площади портфеля, оснащенной LED-освещением;
- установленная мощность солнечной генерации;
- энергоэффективность объектов после модернизации.

Например, метаанализ 42 научных исследований показывает, что **инвестиции в «зеленую» недвижимость, как правило, демонстрируют более высокие показатели доходности по сравнению с традиционными объектами**. Экологическая сертификация обеспечивает так называемую зеленую премию к арендным ставкам (около 6,0%) и цене продажи (около 7,6%), а также способствует снижению операционных расходов (в среднем на 5,4%)³.

Капитал таких фондов формируется преимущественно институциональными инвесторами — пенсионными фондами, страховыми компаниями, суверенными фондами и эндаументам. Часто наличие ESG-классификации является обязательным условием инвестиционного мандата таких инвесторов.

Крупные ESG-ориентированные фонды логистической недвижимости управляют портфелями стоимостью **в десятки миллиардов \$ (~20—25 млрд \$ активов)**, формируя капитал за счет **более 100 институциональных инвесторов из ~15 стран**⁴.

Стандартизированные раскрытия снижают информационную асимметрию между компаниями и инвесторами, улучшают оценку рисков на рынках и уменьшают вероятность **greenwashing*** со стороны инвестиционных фондов.

¹Источник: SFDR. ²Источник: SEC. ³Источник: University of Cambridge. ⁴Источник: Prologis.

* Введение в заблуждение об экологичности деятельности с целью извлечь экономические выгоды из растущего спроса на ESG-инвестиции.

Приложение 3

Критерий	Содержание
Физическое лицо	
Финансовый критерий	<p>Необходимо соответствовать одному из критериев:</p> <ul style="list-style-type: none"> • годовой доход инвестора более 200 тыс. \$ (или 300 тыс. \$ в совокупности с супругом) за каждый из последних двух лет, при обоснованном ожидании аналогичного дохода в текущем году • чистый капитал (net worth) более 1 млн \$ без учета основного места жительства (индивидуально или с супругом)
Профессиональный критерий	<p>Необходимо соответствовать одному из критериев:</p> <ul style="list-style-type: none"> • действующие профессиональные аттестаты или лицензии, такие как лицензия представителя по операциям с ценными бумагами, лицензия инвестиционного советника или лицензия представителя по частным размещениям ценных бумаг • статус директора, исполнительного директора или генерального партнера компании, продающей ценные бумаги • любой «семейный клиент» квалифицированного «семейного офиса» • для инвестиций в частный фонд — «опытные сотрудники» (knowledgeable employees) фонда
Юридическое лицо	
По объему активов и инвестиций	<ul style="list-style-type: none"> • Организации с активами свыше 5 миллионов долларов: корпорации, партнерства, LLC (компании с ограниченной ответственностью), трасты, благотворительные организации и планы выплат сотрудникам, если они не были созданы специально для покупки предлагаемых ценных бумаг • Любые структуры, владеющие инвестициями на сумму более 5 млн \$ (не созданные специально для конкретной сделки) • Семейные офисы с активами под управлением более 5 млн \$
По статусу владельцев	<ul style="list-style-type: none"> • Субъекты, полностью принадлежащие аккредитованным инвесторам: любая организация, в которой все владельцы акций (equity owners) сами являются аккредитованными инвесторами
Институциональные инвесторы	<ul style="list-style-type: none"> • Банки, страховые компании, зарегистрированные инвестиционные компании и бизнес-девелоперские компании (BDC) • Инвестиционные советники и брокеры, зарегистрированные в SEC • Инвестиционные компании малого бизнеса (SBIC) и сельские инвестиционные компании (RBIC)

Для того чтобы считаться аккредитованным инвестором, лица должны соответствовать любому из перечисленных критериев для своей группы.

Таблица 2. Критерии аккредитованных инвесторов в США¹.

¹ SEC, SEC, CoFR.

Критерий	Содержание
Профессиональные инвесторы	
По определению (per se)	<ul style="list-style-type: none"> • Организации, подлежащие обязательному регулированию: банки, инвестиционные фирмы, страховые компании, пенсионные фонды, компании по управлению схемами коллективного инвестирования и другие финансовые институты • Крупные предприятия, соответствующие как минимум двум из трех критериев: 1) баланс — 20 млн евро, 2) чистый оборот — 40 млн евро, 3) собственные средства — 2 млн евро • Правительственные структуры: национальные и региональные правительства, центробанки, международные и наднациональные институты (МВФ, ЕЦБ, Всемирный банк)
Инвесторы, признанные профессиональными по запросу (opt-up)	<ul style="list-style-type: none"> • Инвесторы, не входящие в вышеуказанные списки (включая частных лиц), могут быть признаны профессиональными, если они удовлетворяют как минимум двум из критериев: <ol style="list-style-type: none"> 1) частота сделок: осуществление значительных сделок на соответствующем рынке в среднем 10 раз в квартал в течение последних четырех кварталов 2) размер портфеля: объем портфеля финансовых инструментов (включая денежные депозиты) превышает 500 000 евро 3) профессиональный опыт: работа в финансовом секторе не менее одного года на должности, требующей знаний о предполагаемых сделках или услугах
Розничные инвесторы	
Любые инвесторы, которые не являются профессиональными инвесторами.	

Таблица 3. Категории инвесторов в ЕС¹

Критерий	Содержание
Аккредитованные инвесторы	
Физические лица	<p>Необходимо соответствовать хотя бы одному из критериев:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Стоимость чистых личных активов должна превышать 2 млн \$ (или эквивалент в другой валюте). Стоимость основного места жительства может составлять не более 1 млн \$ этой суммы (после вычета непогашенных кредитов под этот объект) • Стоимость финансовых активов (депозиты, инвестиционные продукты и др. активы) превышает 1 млн \$ за вычетом обязательств • Доход за последние 12 месяцев должен составлять не менее 300 тыс \$ • Доверительный управляющий такого траста, который может быть назначен компетентным органом, когда он действует в качестве аккредитованного инвестора • Любое другое лицо, которое может быть назначено компетентным органом
Юридические лица	<ul style="list-style-type: none"> • Чистые активы должны превышать 10 млн \$ согласно последнему аудированному балансу (или заверенному балансу для компаний, не обязанных проходить аудит)
Институциональные инвесторы	
Государственные органы	правительство, центральные банки других стран, уставные советы
Финансовые институты	банки, лицензированные в Сингапуре, торговые (merchant) банки, финансовые компании, страховые организации
Рыночные операторы	лицензированные биржи, клиринговые палаты, торговые депозитарии, холдинговые компании
Фонды	пенсионные фонды и схемы коллективного инвестирования
Иностранные организации	лица или трасты, регулируемые иностранными государственными органами для осуществления финансовой деятельности
Специализированные компании	юридические лица, находящиеся в полной собственности правительств и управляющие государственными фондами или резервами
Розничные инвесторы	
Любые инвесторы, которые не являются аккредитованными или институциональными инвесторами.	

Таблица 4. Категории инвесторов в Сингапуре²¹EUR-Lex, ESMA, Deloitte. ²SSO.

Квалифицированные инвесторы	
Критерии	<p>Инвестор должен:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Быть способным выявлять и принимать риски, связанные с инвестициями • Инвестировать не менее 1 млн ¥ в один частный фонд • Соответствовать одному из критериев ниже: <ol style="list-style-type: none"> 1. если организация, то ее чистые активы должны составлять не менее 10 млн ¥ 2. если физическое лицо, то его финансовые активы должны составлять не менее 3 млн ¥, а среднегодовой доход за последние три года — не менее 500 тыс ¥
Типы	<ul style="list-style-type: none"> • Фонды социального страхования, пенсионные фонды, благотворительные фонды и другие некоммерческие фонды • Инвестиционные схемы • Управляющие фондами и их сотрудники, инвестирующие в фонд под своим управлением • Квалифицированные иностранные институциональные инвесторы (QFII) или квалифицированные иностранные институциональные инвесторы в юанях (RQFII) • Другие инвесторы

Таблица 5. Критерии и типы инвесторов, которым доступны альтернативные инвестиции в Китае¹

Критерий	Содержание
Квалифицированные инвесторы (QII)	
Автоматически	Банки, страховые компании, инвестиционные партнерства с ограниченной ответственностью (IBLP)
По уведомлению	Компании и физлица с инвестиционными активами (ценными бумагами) на сумму ≥ 1 млрд иен, которые подали уведомление в Агентство по финансовым услугам (FSA). Статус, полученный через уведомление, не является бессрочным — его необходимо обновлять каждые два года
Профессиональные инвесторы	
Включают в себя QII, публичные компании (листинговые), японские корпорации с капиталом ≥ 500 млн иен и иностранные юридические лица	
Соответствующие требованиям не-QII (Eligible Non-QII)	
Могут участвовать в фонде, управляемом операторами, освобожденными от ответственности по Article 63 exemption. Делает доступными альтернативные инвестиции для 49 розничных инвесторов в фонде при наличии одного квалифицированного инвестора	

Таблица 6. Категории инвесторов, которые имеют прямой доступ к альтернативным инвестициям в Японии¹¹ Chambers and partners.

Структура	Правовая основа	ЮЛ	Ответственность	Налогообложение	Ключевые требования	Типичное использование
Nin'i Kumiai (NKs)	Гражданский кодекс Японии (с 1898 г.)	Не является ЮЛ	Все партнеры несут солидарную и неограниченную ответственность; управляющий может нести полную ответственность по соглашению, но третьи стороны могут претендовать на инвесторов	Сквозная структура (прозрачная для налогообложения)	Письменное партнерское соглашение; снижение рисков через распределение убытков в соглашении	Небольшые совместные предприятия, традиционные фонды, синдикаты
Investment Business Limited Partnerships (IBLP или LPS)	Закон об инвестиционном командитном товариществе (IBLP Act, 1998 г.);	Не является ЮЛ	Генеральный партнер (управляющий) — неограниченная; инвесторы — ограниченная в пределах вклада	Сквозная структура (прозрачная для налогообложения)	Регистрация в торговом реестре в течение 2 недель; не более 50% активов в иностранных корпорации	Фонды прямых инвестиций (наиболее распространенная форма в Японии)
Товарищества с ограниченной ответственностью (yūgen sekinin jigyo kumiai)	Закон о товариществах с ограниченной ответственностью (2005 г.)	Не является ЮЛ	Ограниченная в пределах вклада каждого партнера	Сквозная структура (прозрачная для налогообложения)	Все партнеры должны активно участвовать в деятельности; регистрация в торговом реестре в течение 2 недель	Корпоративные венчурные фонды с активным участием нескольких инвесторов
Tokumei Kumiai (молчаливые партнерства)	Коммерческий кодекс Японии (с 1899 г.)	Не партнерство; двусторонние договорные отношения	Ограниченная суммой вклада инвестора	Сквозная, но инвесторы облагаются налогом на прибыль как на обычный доход (не как прирост капитала); налоговые льготы	Не требуется регистрация; инвестор не вмешивается в управление; средства становятся собственностью оператора	Альтернативные инвестиционные фонды; сделки с недвижимостью
Инвестиционные трасты (Toshi Shintaku или Tosin)	Закон об инвестиционных трастах и инвестиционных корпорациях (AITC)	Не является ЮЛ	-	-	Подача документов и раскрытие информации; инвестиции только в определенные активы (ценные бумаги, недвижимость)	Японские розничные ПИФы и БПИФы
Инвестиционные корпорации (Toshi Hojin)	Закон об инвестиционных трастах в сфере недвижимости (AITC)	Является ЮЛ	-	Сквозной режим при распределении большей части дохода	Распределение большей части дохода в том же году; инвесторы владеют паями	Японские инвестиционные трасты недвижимости (J-REIT); публичные и непубличные фонды недвижимости

Таблица 7. Структуры фондов прямых инвестиций в Японии¹

¹ Chambers and partners.

Квалифицированные инвесторы	
Юридические лица	<ul style="list-style-type: none"> • Профессиональные участники рынка ценных бумаг: клиринговые организации, финансовые общества, выпускающие структурные облигации, операторы финансовых платформ, операторы инвестиционных платформ и т. д. • Кредитные организации • Акционерные инвестиционные фонды • Управляющие компании различных инвестиционных фондов • Отечественные и иностранные страховые организации • Негосударственные пенсионные фонды • Банк России • ВЭБ.РФ • Агентство по страхованию вкладов • Российская корпорация нанотехнологий • Международные финансовые организации (Мировой банк, МВФ, Европейский центральный банк, Европейский инвестиционный банк, Европейский банк реконструкции) • Министерство финансов • Международные фонды, зарегистрированные по ФЗ-290 • Коммерческая организация, отвечающая одному из следующих требований: <ul style="list-style-type: none"> • Выручка не менее 30 млрд руб. за последний отчетный период • Чистые активы не менее 700 млн руб. за последний отчетный год • Личные фонды, стоимость имущества которых не менее 100 млн руб.
Физические лица	<p>Физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если отвечает одному из требований:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Имеет опыт работы, непосредственно связанный с совершением сделок с финансовыми инструментами, подготовкой индивидуальных инвестиционных рекомендаций, управления рисками, связанными с совершением указанных сделок, в российской и (или) иностранной организациях в течение 5 лет и/или не менее двух лет, если эта организация является квалифицированным инвестором 2. Имеет опыт работы в должности, при назначении (избрании) на которую в соответствии с федеральными законами требовалось согласование Банка России 3. Совершало сделки с определенными ценными бумагами за последние четыре полных квартала не реже десяти раз в квартал, но не реже одного раза в месяц. Объем сделок не менее 6 млн руб.; при наличии у ФЛ образования или ученой степени — не менее 4 млн руб. 4. Размер имущества — не менее 24 млн руб. 5. Размер дохода за два года — не менее 12 млн руб. в год, не менее 6 млн руб. в год при наличии соответствующего образования и/или ученой степени 6. Имеет квалификацию в сфере финансовых рынков, подтвержденную свидетельством о квалификации 7. Имеет образование в области финансов или ученую степень

Таблица 8. Критерии отнесения инвесторов к квалифицированным в России¹¹ ФЗ №39 «О рынке ценных бумаг», Указание ЦБ

Приложение 4

Раунд сделки	Стадия развития стартапа
Pre-seed	Идея (есть идея, проект бизнес-плана, прототип продукта), инвестиции до 100 тыс. \$
Seed	Посевная (есть минимально жизнеспособный продукт — MVP, продажи отсутствуют или единичны), инвестиции 0,1–1 млн \$
Раунд А	Ранний рост (есть готовый продукт, постоянная коммерческая деятельность — продажи), инвестиции 1–3 млн \$
Раунд В	Расширение (масштабирование и расширение географии продаж, продуктовой линейки, увеличение объема производства), инвестиции 2–5 млн \$

Таблица 9. Раунды венчурных сделок и стадии стартапов. Раунд сделки определяется по количеству предыдущих инвестиций в компанию, по стадии развития стартапа и объему инвестиций¹

¹ Источник: МИК.

Команда исследования

Лаборатория исследований рынка инвестиций (ЛИРИ)



Владислав Кожевин

Руководитель ЛИРИ



Елизавета Киргизова

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Сарюна Мыдыкова

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Елизавета Подгорная

Аналитик по стратегическим
исследованиям



Даниил Асяев

Аналитик по стратегическим
исследованиям

Обязательная информация

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия ФСФР № 21-000-1-00028 от 22.09.1998. Лицензия ФСФР № 077-08158-001000 от 30.11.2004. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных и образовательных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на дату подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783 4 783, 8 (800) 200 28 28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.

Инвестирование в иностранные ценные бумаги и производные финансовые инструменты, базовые активы которых имеют иностранное происхождение, связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Возможности судебной защиты прав на иностранные активы могут быть существенно ограничены, существуют риски изменения регулятивных подходов к владению и операциям, а также к учету прав на иностранные финансовые инструменты, в том числе иностранными финансовыми институтами, в результате чего может возникнуть необходимость по их отчуждению вопреки планам или ограничение возможности распоряжения ими.