Александр РАЗУМНЫЙ,
директор департамента клиентских отношений, АО «СОЛИД Менеджмент»

Структурные облигации СФО и СОПФ — мощный инструмент финансовой инженерии

В 2022–2025 гг. российский финансовый рынок совершил качественный рывок в развитии индустрии специализированных финансовых обществ, а также специализированных обществ проектного финансирования (СФО, СОПФ). По данным Банка России, на июль 2025 г. объем выпущенных структурных облигаций 1738 млрд руб., из которых 1339 млрд руб. выпущены СФО. Тогда как на 1 января 2022 г. объем таких облигаций в обращении составлял лишь 357 млрд руб. Более чем в 5 раз выросло и количество таких выпусков. Существенную долю выпущенных СФО облигаций занимают сделки, имеющие целевой характер с очень ограниченным кругом инвесторов, выступающих инициаторами таких сделок.

Этот тренд стал ответом на беспрецедентное санкционное давление Запада, которое ограничило доступ компаний к традиционному финансированию и создало риски вторичных санкций для контрагентов.

Структурные облигации СФО и (или) СОПФ оказались идеальным решением: они позволяют отделить заемщиков от санкционных кредиторов через механизм обезличенного пула активов и сохранить приток капитала даже в условиях ограничений. Однако санкции — лишь катализатор. Истинная ценность этих инструментов — в их уникальных возможностях:

- гибкости выплат (привязке к любому активу, индексу или макропоказателю);
- секьюритизации «небанковских» активов (от роялти до будущего урожая);
- конструировании профиля «риск — доходность»: создании бумаг с характеристиками, недоступными для классических облигаций.

СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ И ПРАВОВОЙ ФУНДАМЕНТ

Структурные облигации СФО и СОПФ — это долговые ценные бумаги, условия выплат по которым отличаются от классических и зависят от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, предусмотренных решением о выпуске. Правовую основу их обращения в России закладывают положения Федерального закона №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»:

1) определяют структурные облигации как ценные бумаги, предусматривающие право на получение дохода (либо его части) и (или) номинальной стоимости в зависимости от изменения стоимости базисного актива, наступления кредитного события, изменения макроэкономических показателей или иных обстоятельств;

2) устанавливают особенности эмиссии и обращения структурных облигаций, включая обязательное наличие обеспечения и требования к раскрытию информации.

Ключевое отличие от классических облигаций — сочетание долговой природы и элементов производного финансового инструмента (деривативa), что и открывает простор для финансовой инженерии.

«ПЯТЬ СТЕПЕНЕЙ СВОБОДЫ» СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

С точки зрения структурирования российские СФО и СОПФ предоставляют эмитенту и организаторам выпуска 5 независимых параметров настройки или «степеней свободы» (Рисунок 1).

Степень 1. Условия выплаты дохода

Эмитент может привязать купонный доход к любому верифицируемому параметру.

Пример из практики: облигации СФО, обеспеченные займами пивоваренной компании. Дополнительный доход рассчитывается по формуле:

Базовый купон + (Среднемесячная температура воздуха за летний период × Коэффициент).

Зачем это нужно:

- для компании-заемщика — **гибкость** (платежи коррелируют с выручкой);
- для инвестора — **доходность выше рыночной** при благоприятных условиях.

Степень 2. Время выплат

График платежей может быть синхронизирован с операционным циклом базового актива, а не с календарными датами.

Пример: финансирование сельхозпроизводителя через СФО. Основные выплаты номинала и купонов приходятся на период после сбора и реализации урожая.

Зачем это нужно:

- снижает риск дефолта заемщика (нет давления на ликвидность в «неурожайные» месяцы);
- инвестор участвует в успехе бизнеса.

Степень 3. Размер выплат (нелинейность)

Доход может зависеть от базового актива нелинейно, включая пороговые значения («барьеры»).

Пример: облигации с защитой капитала, обеспеченные золотом. Эмитент гарантирует возврат 100% номинала и выплату дополнительного дохода, если средняя цена золота за период превысит уровень $2000 за унцию. В этом случае инструмент имитирует структуру опциона азиатского типа (Asian option) для инвестора.

Зачем это нужно:

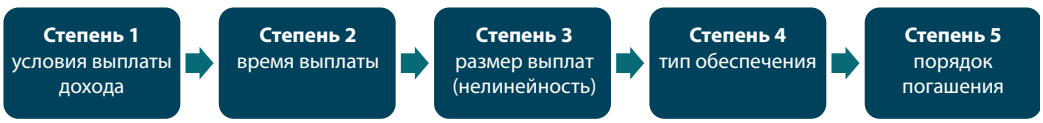
- инвестор получает защиту от падения цен (базовый купон сохраняется);
- при росте золота — сверхдоходность.

Степень 4. Тип обеспечения

Пул обеспечения может включать не только стандартные кредитные требования, но и любые ликвидные активы, способные генерировать денежный поток.

Рисунок 1. «5 степеней свободы» структурных облигаций

Источник: АО «СОЛИД Менеджмент»



Примеры:

• займы под будущие поступления от продажи футбольных трансферов;

• требования по лицензионным договорам (роялти) на объекты интеллектуальной собственности;

• будущая выручка от эксплуатации инфраструктурных объектов (в рамках СОПФ).

Степень 5. Порядок погашения номинала

Возможны отсрочка, поэтапное или частичное погашение, а также конвертация в иные активы.

Пример: облигации СФО, созданного для финансирования стартапа. Погашение номинала привязано к событию «выход на IPO» (или осуществляется через 5 лет с дисконтом при его ненаступлении). Инвестор получает купонный доход и потенциал роста капитала при конвертации в акции.

Пять степеней свободы превращают структурные облигации в **конструктор** для финансовых инженеров. От привязки к температуре воздуха до конвертации в акции стартапа — единственными ограничениями являются фантазия разработчиков и рамки закона.

СФО И СОПФ В ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ПРОЕКТАХ: ЭФФЕКТ ГЧП

Симбиоз механизмов СФО и (или) СОПФ и государственно-частного партнерства (ГЧП) открывает путь для привлечения «длинных» денег (пенсионных фондов, страховщиков) в инфраструктуру, хотя Федеральный закон от 13.07.2015 № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — 224-ФЗ) напрямую не регулирует секьюритизацию, его нормы создают правовую канву для таких конструкций.

Действующая модель финансирования ГЧП через СОПФ:

1) **концедент (государство)** и **частный партнер** заключают соглашение о ГЧП (например, на строительство платной дороги) (ст. 13 224-ФЗ);

2) частный партнер создает **СОПФ**, которому уступаются права требования будущей выручки (концессионные платежи, плата за проезд);

3) **СОПФ** выпускает структурные облигации, обеспеченные этим денежным потоком. Государство может предоставить минимальную гарантию доходности (например, обеспечить минимальный трафик) (ст. 15 224-ФЗ), что повышает кредитное качество бумаг;

4) **инвесторы (в том числе негосударственные пенсионные фонды (НПФ)** приобретают облигации, получая долгосрочный защищенный доход.

Успешный кейс: медицинский кластер в Подмосковье:

• СФО выпустило облигации на 10 млрд руб., обеспеченные арендными платежами будущих резидентов;

• правительство области гарантировало 80 % загрузки помещений (по ст. 15 224-ФЗ);

• доходность для инвесторов составила 9 % годовых, срок реализации проекта сокращен на два года.

БАРЬЕРЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Главный тормоз для масштабирования рынка — текущие ограничения для системных инвесторов (НПФ, страховых компаний).

Рекомендуемые изменения:

— ввести новый класс активов «Структурные облигации СФО с господдержкой»;

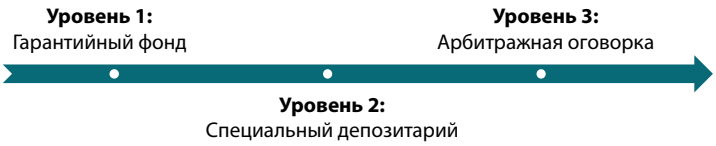
— создать «зеленый коридор» для инфраструктурных СОПФ с избыточным обеспечением (>150 %) или гарантией базового купона от ВЭБ.РФ.

Предлагаемый механизм защиты инвесторов (трехуровневая система)

1. Гарантийный фонд (на базе ВЭБ.РФ): компенсирует до 30 % убытков НПФ/страховщиков. Формируется за счет отчислений 1 % от объема размещаемых выпусков и бюджетных ассигнований.

2. Специальный депозитарий: контролирует соблюдение LTV (Loan-to-Value — отношение долга к стоимости обеспечения) по пулу активов, проводит ежеквартальные стресс-тесты обеспечения.

Рисунок 2
Трехуровневая система защиты инвесторов
Источник:
АО «СОЛИД Менеджмент»



3. Арбитражная оговорка: споры рассматриваются в Международном коммерческом арбитражном суде при Торгово-промышленной палате Российской Федерации в срок не более 30 дней.

Структурные облигации СФО и СОПФ прошли путь от нишевого инструмента до драйвера роста долгового рынка. Предложенная парадигма «5 степеней свободы» позволяет рассматривать их как универсальный конструктор для решения сложных финансовых задач — от хеджирования натуральных рисков до финансирования капиталоемких ГЧП-проектов. Следующий этап развития неразрывно связан с адаптацией регуляторной среды под нужды институциональных инвесторов, что способно привнести в экономику сотни миллиардов «длинных» денег.

Совместное применение 224-ФЗ и Федерального закона № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» позволит добиться также следующих результатов:

1) роста рынка (по оценкам рейтингового агентства АКРА, потенциал рынка составляет до 1.5 % ВВП к 2030 году);

2) создания нового класса «инфраструктурных СОПФ» с господдержкой;

3) привлечения пенсионных фондов и страховщиков (за счет сниженных рисков).