Структурное финансирование через ЗПИФ и СФО: двухуровневая модель привлечения капитала

Юлия БЫКОВА,
генеральный директор,
АО «СОЛИД Менеджмент»

Юрий НОВИКОВ,
к. э. н., директор,
ООО «Инновационная компания «НЗ»

Современные проекты с высокой капиталоемкостью (инфраструктура, промышленность, технологии) требуют гибких механизмов финансирования. И вопрос распределения рисков является ключевым при выборе формы привлечения инвестиций в проект.

СФО и ЗПИФ играют важную роль на современном финансовом рынке, предоставляя разнообразные услуги по финансированию и управлению активами

Особого внимания требует тот факт, что на рынке уже сложился определенный двухуровневый механизм привлечения, особенно в среде девелоперов. Существуют инициаторы проектов, доказавшие свою реальную эффективность на деле. Вокруг них собираются инвестиционные группы (владельцы капиталов), которые на доверии могут вкладываться в проект с наличием рисков в надежде на приличный доход в случае его успешной реализации. Как правило, финансирования хватает только на первоначальное преодоление «рисковых зон», а именно: на разрешительную документацию, получение лицензий на разработку, одобрение сценария (синапса) и т. д. и т. п. Для того чтобы профинансировать оставшуюся часть затрат на проект, оригинаторы при поддержке своих инвестиционных групп привлекают деньги из менее погруженных в проект источников: банковские кредиты (возможно, синдицированные), долевое участие (многоквартирное строительство), выпуск ценных бумаг на фондовом рынке. Каждая из перечисленных форм требует согласования соотношения риск/доход между первыми инвесторами (инвестиционная группа) и инвесторами второго круга. Стоит отметить, что это непростая задача, т. к. справедливо считается, что после преодоления «рисковых зон» инвесторы первого круга имеют право на большее вознаграждение, чем инвесторы второго круга. Кроме того, проект становится более интересным и понятным, что позволяет привлечь больше инвесторов, и цена денег теоретически снижается.

В статье мы предлагаем форму, которая наилучшим образом отражает сложившуюся практику, систематизирует отношения оригинаторов проекта, инвесторов первого круга и инвесторов с широкого рынка, а именно двухуровневую схему привлечения финансирования с использованием закрытых паевых инвестиционных фондов (далее — ЗПИФ) и специализированных финансовых обществ (далее — СФО).

ДВУХУРОВНЕВАЯ МОДЕЛЬ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Первый уровень: ЗПИФ для стратегических инвесторов

Ключевым для первого уровня является формирование ядра проекта, т. е. привлечение ключевых участников (инициаторов, отраслевых инвесторов) и активов. С точки зрения преодоления «рисковых» зон:

а) для промышленных проектов — это научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы и получение различных требуемых патентов;

б) для инфраструктурных проектов — это экспертиза и получение разрешения на строительство;

в) для медиапроектов — это утверждение синапса, сценария, получение офера на продвижение на медиаплатформах.

Рассмотрим механику данного этапа.

Создается **ЗПИФ комбинированных инвестиций** (ст. 14 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 № 156-ФЗ, далее — 156-ФЗ):

- Взносами являются деньги, имущественные права (патенты, лицензии), инфраструктура.
- Доля инициаторов фиксируется через внесение нематериальных активов (гудвил, синапсы, технологии — а именно всё, что соглашаются оценить участники (будущие пайщики) фонда).

Среди **преимуществ** такого ЗПИФ можно выделить следующие:

- Убытки покрываются в первую очередь за счет финансовых инвесторов (п. 4 ст. 11 156-ФЗ).
- Гибкое управление через инвестиционный комитет (например, veto-права инициаторов).
- В ЗПИФ можно собрать более одного проекта. Если есть убыточные и прибыльные проекты, то общий результат сальдируется, отсюда очевидная выгода в налогообложении.

Например, ЗПИФ «ТехноФонд» (УК «СОЛИД Менеджмент») привлек 1.5 млрд руб. на разработку промышленного образца и опытной партии литографического оборудования для печати микросхем, где:

- 40 % капитала — денежные взносы (частные инвесторы);
- 60 % — технологии и ноу-хау от инициаторов проекта;
- доходность: КС ЦБ +50 % годовых после выхода на серийное производство.

Второй уровень: СФО для институционального капитала

Ключевым для второго этапа является привлечение крупного финансирования для серийного производства под будущие денежные потоки проекта.

Рассмотрим механику данного этапа.

СФО выпускает **структурные облигации в три транша** (ст. 15.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ, далее — 39-ФЗ):

- **Старший транш** (70 % объема): доходность — ключевая ставка ЦБ +4 % годовых, обеспечение первичными доходами проекта (например, выручка от продаж + гарантии государства на 10-процентный доход).
- **Мезонинный транш** (20 %): 5–18 %, субординарные требования.
- **Младший транш** (10 %): участие в прибыли после окупаемости.

Обеспечением к выпуску являются:

- договоры с контрагентами (офтэйк-соглашения, предоплаты);
- гарантии от активов ЗПИФ (перекрестное обеспечение).

СМЕШАННАЯ СХЕМА: ЭТАПЫ РЕАЛИЗАЦИИ

Предлагаем вашему вниманию также смешанную схему в графическом виде, которая одновременно включает в себя составные части из предыдущих глав (Рисунок 1).

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ДВУХУРОВНЕВОЙ СХЕМЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА В КИНОИНДУСТРИИ

Известно, что развитие киноиндустрии в России обеспечивается по южнокорейскому варианту, т. е. на 99 % профинансировано государственными институтами поддержки этого процесса. К таким институтам относятся Институт развития интернета (ИРИ), проект «Пушкинская карта», Фонд кино, Министерство культуры и некоторые другие. Общие затраты государственного бюджета на текущий год определены в размере 78 млрд руб. В течение года может быть финансово поддержано более трехсот проектов — документальных, анимационных и художественных фильмов и сериалов. Поддержка подразумевает финансирование от 30 до 70 % заявленного бюджета на реализацию проекта, при этом соискатель должен соответствовать критериям, которые различны в перечисленных выше институтах поддержки, но являются довольно жесткими.

С точки зрения финансового обеспечения проекта оригинаторам надо где-то найти недостающие 50 % бюджета (привлечь инвесторов и вложиться самим) либо провести секвенирование расходных статей, что неминуемо скажется на качестве контента.

В этой ситуации двухуровневая схема, рассмотренная в статье, на наш взгляд, наиболее подходит в качестве формы. Рассмотрим гипотетический пример, как это может быть реализовано пошагово.

Шаг 1. Собирается творческая группа оригинаторов проектов — продюсеры, режиссеры, сценаристы и инвесторы первого круга. Формируется портфель проектов, уже получивших господдержку в том или ином институте или имеющих высокий шанс ее получить в ближайшем будущем. Допустим, это 20 проектов с общим объемом поддержки в 1 млрд руб. (50 % от заявки) и бюджетом на реализацию в 2 млрд.

Рисунок 1
Смешанная схема двухуровневой модели финансирования

Источник: составлено автором

Параметр	ЗПИФ («ближний круг»)
Доходность	?
Срок	3–7 лет
Уровень риска	Высокий

Параметр	СФО («дальний круг»)
Доходность	?
Срок	2–5 лет
Уровень риска	Умеренный

Шаг 2. Формируется ЗПИФ комбинированный, в который входят собранные проекты в качестве активов фонда (в той или иной форме) и денежные средства инвесторов для осуществления старта проектов и преодоления «рисковых зон». Объем фонда, соответственно, — 1 млрд руб.

Шаг 3. Создается СОПФ (или СФО), и ЗПИФ передает права на монетизацию проектов (выручка от проката, продажи мерча, рекламы и т. п.) в СФО в качестве обеспечения будущего выпуска облигаций.

Шаг 4. Производится выпуск структурных облигаций (два транша), гарантированный ЗПИФ (госгарантии, практически). Младший транш — 200 млн руб. и старший транш — 800 млн руб. Старший транш имеет купонный доход в размере ключевой ставки ЦБ +2 % годовых, который начинает выплачиваться ежеквартально с момента начала поступления выручки по пулу проектов. Младший транш получает доход в момент погашения выпуска, и этот доход равен половине превышения выручки от проектов над 1 млрд руб. Вторая половина превышения возвращается в ЗПИФ в качестве дохода по договору уступки прав.

Шаг 5. Размещение. Младший транш предлагается к выкупу Коммерческим фондом кино и анимации. Эксперты фонда входят в состав инвестиционного комитета ЗПИФ и являются представителями владельцев облигаций. Это обеспечит качественную экспертизу коммерческой составляющей проектов и контроль качества процессов производства контента. Параллельно осуществляется и финансовый контроль.

Шаг 6. Размещение старшего транша в среде квалифицированных инвесторов. Поскольку транш гарантирован ЗПИФ, он может получить высокий рейтинг от, например, Эксперт РА, что, в свою очередь, даст возможность привлекать в данные ценные бумаги капитал институциональных инвесторов. Данное обстоятельство важно иметь в виду законодателям — внесение соответствующих поправок в нормативные акты, регулирующие инвестирование пенсионных накоплений и страховых резервов, позволяет расширить взаимодействие частного капитала и государства на важных, с точки зрения государства, направлениях и придать леверидж государственным усилиям.

Шаг 7. Сценарии выхода.

Сценарий «Провал». Пул проектов принес доходов от 1 до 2 млрд руб. (себестоимость не покрыта). Держатели старшего транша получают свою доходность, младший транш и пайщики — нет.

Сценарий «Безубыток». Доходы от пула проектов слегка превысили 2 млрд руб. Старший транш получает свой оговоренный доход, равно как и младший транш и пайщики (делят между собой 500 млн руб. в соответствующих пропорциях: Коммерческий фонд возвращает свои 200 млн руб. и получает 50 млн руб. в качестве прибыли, ЗПИФ, в свою очередь, получает 250 млн руб. — это доход пайщиков).

Сценарий «Успех». Владельцы облигаций старшего транша получают свой оговоренный доход, владельцы младшего транша и пайщики получают сверхприбыли.

Предлагаем вашему вниманию схему описанного выше финансирования в сфере киноиндустрии в графическом виде (Рисунок 2).

ПЕРСПЕКТИВЫ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Что касается перспективных проектных направлений, то в текущем 2025 г. можно выделить следующие вариации/новеллы:

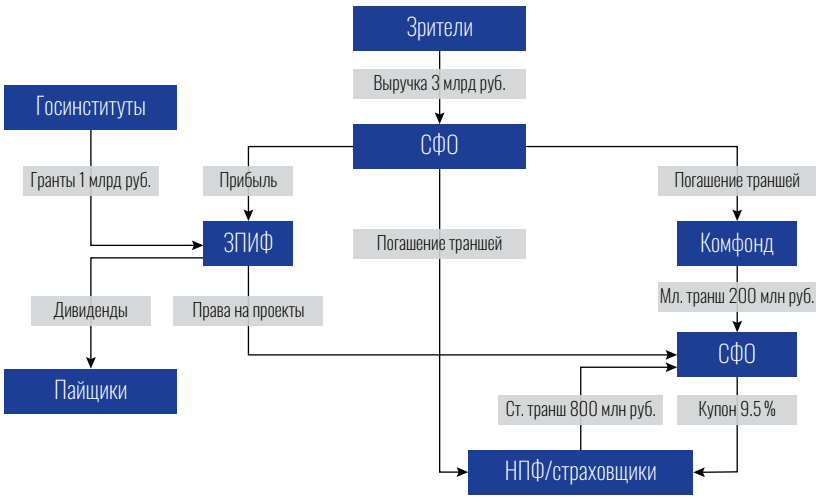
А) Использование в сделках специализированных обществ проектного финансирования (далее — СОПФ). Специальный правовой статус данной конструкции определен в статье 15.1 39-ФЗ и отлично подходит для инфраструктурных проектов с государственными гарантиями.

Б) Активное использование СФО для сделок с дружественными юрисдикциями, в том числе, к примеру, с использованием FPI-лицензии для индийского фондового рынка.

В) Выпуск структурных продуктов на базе криптовалютных ETF.

Всё вышеперечисленное является эффективным плацдармом для развития новых ветвей бизнеса. Вероятно, стоит ожидать активных законодательных инициатив к формированию полноценного правового регулирования криптовалют, что даст возможность использовать их, в том числе, в качестве базовых активов для выпусков ценных бумаг. В то же время СОПФ уже имеет полноценное регулирование и используется на практике, а выход на рынок ценных бумаг Индии позволяет в полной мере разрабатывать новые инвестиционные продукты.

В заключение следует отметить, что сегодня такие инструменты, как СФО и ЗПИФ, играют важную роль на современном финансовом рынке, предоставляя разнообразные услуги по финансированию и управлению активами. Их гибкость и возможность быстро реагировать на изменения в экономической среде делают их ключевыми игроками в реализации сделок различного уровня сложности, а центральными преимуществами рассмотренных в данной статье вариантов проектных структур для инициаторов являются сохранение контроля при масштабировании, а для инвесторов — дифференциация рисков и доходности.

Рисунок 2
Двухуровневая схема привлечения капитала в киноиндустрии

Источник: составлено автором с использованием ИИ