



Банк России

СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ: РЫНОЧНАЯ ДИНАМИКА, РИСКИ И ДОХОДНОСТЬ

Информационно-аналитическая записка

Москва
2025

ОГЛАВЛЕНИЕ

Аннотация.....	2
Резюме	2
Динамика рынка структурных облигаций	3
Эмитенты, сроки и каналы продаж	4
Финансовый результат инвестиций в структурные облигации.....	6
Раскрытие информации и количественная оценка структурных облигаций.....	7

Материал подготовлен Департаментом корпоративных отношений.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12, к. В

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2025

АННОТАЦИЯ

В последние 3 года наблюдается бум выпуска структурных облигаций. Хотя продажи структурных облигаций ограничены кругом квалифицированных инвесторов, тем не менее альтернативные финансовые продукты позволяют получить к ним доступ и неквалифицированным инвесторам после прохождения тестирования. Бум не мог не привлечь внимания Банка России, которого интересовали ключевые характеристики структурных облигаций, прежде всего их доходность и риски. Банк России проанализировал погашенные в 2022–2024 годах выпуски структурных облигаций. Типовая структурная облигация представляет собой необеспеченное обязательство в рублях на срок до 1 года с символическим купоном в 0,1%. Предполагается, что доход инвестору приносит разовый дополнительный платеж при погашении облигации. Величина дополнительного платежа зависит от изменения цены базового актива: индекса, валютной пары, акции одного или нескольких эмитентов. У типовой структурной облигации отсутствует так называемая защита капитала, то есть размер выплат может быть меньше номинала в зависимости от наступления или ненаступления заранее оговоренных обстоятельств. В своем большинстве структурные облигации характеризуются нерыночной процентной ставкой. Несмотря на кастомизацию финансового продукта, на практике структурные облигации приносят доходность ниже консервативных стратегий вне зависимости от того, являются ли инвесторы квалифицированными или нет. Настоящая записка освещает характеристики рынка структурных облигаций и источники низкой доходности.

РЕЗЮМЕ

- С 2022 по 2024 год наблюдался бум выпуска структурных продуктов. В течение 3 лет объем их рынка вырос в 5,2 раза, с 357 млрд до 1869 млрд рублей. Рост обусловлен выпуском структурных облигаций, эмиссия которых увеличилась с 82 млрд рублей в 2022 году до 1663 млрд рублей в 2024 году.
- Главными эмитентами структурных облигаций, ориентированных на розничный сегмент, выступают АО «Сбербанк КИБ», Банк ВТБ (ПАО) и АО «Альфа-Банк». Они продают структурные облигации населению через брокеров, а также собственным и сторонним страховым организациям. Страховщики, в свою очередь, предлагали гражданам полисы инвестиционного страхования жизни, чьи характеристики повторяли структурные облигации.
- Погашенные в 2022–2024 годах структурные облигации принесли инвесторам доходы ниже рынка. Средневзвешенная по объему выпуска реализованная (фактическая) доходность составила 3,2% годовых¹. Усредненная доходность структурных облигаций меньше, чем у консервативных стратегий, таких как покупка корпоративных облигаций, ОФЗ или паев фондов денежного рынка.
- Структурные облигации позиционируются эмитентами и их агентами как облигации, хотя по экономической природе они представляют собой внебиржевые производные финансовые инструменты. Изучение проспектов эмиссий и иной документации по структурным облигациям показало, что для оценки ожидаемой доходности и потенциальных рисков инвестор должен обладать профессиональной квалификацией. Финансовые организации для анализа структурных облигаций прибегают к математическим методам Монте-Карло и модели Блэка – Шоулза.

¹ Из расчета исключен ряд выпусков, на которые приходится 4% совокупного объема погашений, из-за отсутствия полных данных по платежам.

ДИНАМИКА РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Одна из задач инвестиционного анализа – поиск возможностей для создания новых финансовых продуктов. Как правило, она решается путем сочетания уже существующих финансовых инструментов. Комбинируя исходные инструменты, можно удовлетворить потребности отдельных групп потребителей финансовых услуг. Поиск оптимальных комбинаций получил название «финансовая инженерия», поскольку разработка сложных продуктов схожа с работой инженеров. Одним из результатов финансового инжиниринга стали структурные продукты. Они представляют собой комбинации производных финансовых инструментов и классических финансовых активов. Их сочетание позволяет создать особый профиль риск/доход, который обычным инвесторам недоступен из-за значительных транзакционных издержек, по крайней мере для частных инвесторов. Кроме того, сочетание повышенного риска с повышенным доходом делает для инвесторов структурные продукты привлекательными.

Российский рынок структурных продуктов² возник в 2018 году благодаря изменениям в Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». После приостановки рынка во время пандемии COVID-19 он перешел в новую фазу развития. Для нее характерны смена группы ведущих эмитентов, характеристики продуктов и состава инвесторов.

Основной рост продаж структурных продуктов пришелся на период с 2022 по 2024 год. За 3 года объем рынка вырос в 5,2 раза, с 357 млрд до 1869 млрд рублей. Одновременно число выпусков структурных продуктов за год увеличилось с 455 до 1613 штук. Бум структурных продуктов подпитывает эмиссия структурных облигаций (рост с 82 млрд рублей в 2022 году до 1663 млрд рублей в 2024 году). На них пришелся основной объем выпуска такого типа бумаг.

На июль 2025 года объем рынка структурных продуктов составляет 1920 млрд рублей, из них 91% приходится на структурные облигации – 1738 млрд рублей (табл. 1). Большая часть рынка ориентирована на массовый сегмент. В настоящей записке будет уделено внимание именно структурным облигациям, предназначенным для граждан.

ДИНАМИКА ВЫПУСКОВ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ С 2020 ПО 2025 ГОД*

Табл. 1

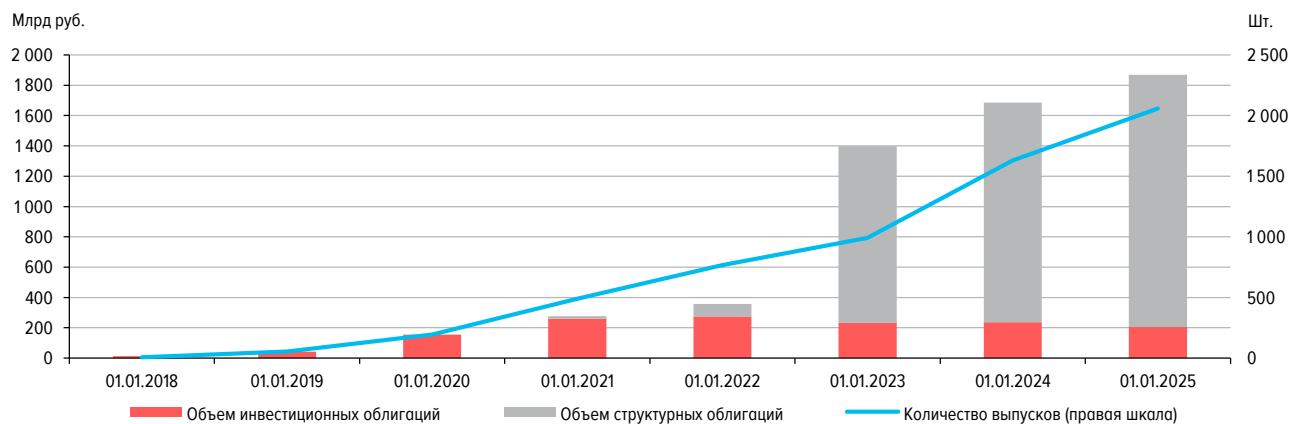
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Общее число выпусков, шт.	193	490	768	992	1 631	2 058
в том числе структурные облигации	2	16	173	455	1 143	1 613
в том числе облигации со структурным доходом	191	474	595	537	488	445
Объем выпусков, млрд руб.	155	277	357	1 398	1 685	1 869
в том числе структурные облигации	1	17	82	1 166	1 450	1 663
в том числе облигации со структурным доходом	154	260	274	232	236	206

* На начало каждого года.
Источник: Банк России.

² К структурным продуктам в настоящей записке отнесены структурные облигации и облигации со структурным доходом. Последние в маркетинговых целях нередко именуют инвестиционными облигациями.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ

Рис. 1



Источник: Банк России.

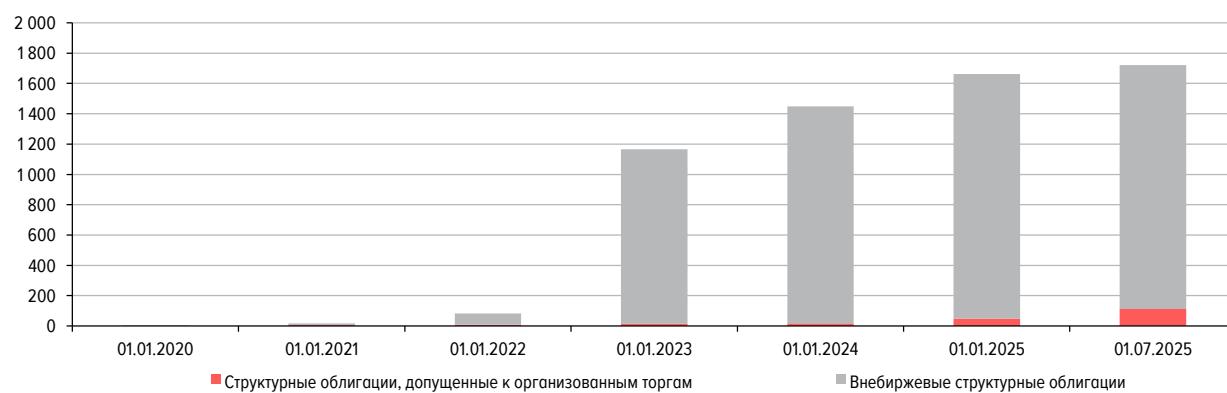
ЭМИТЕНТЫ, СРОКИ И КАНАЛЫ ПРОДАЖ

Эмитентами структурных облигаций могут быть кредитные организации, брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества, которые в соответствии с целями и предметом их деятельности вправе осуществлять эмиссию структурных облигаций. Брокеры, дилеры и специализированные финансовые общества (СФО) вправе размещать структурные облигации, обеспеченные залогом денежных требований и (или) иного имущества.

Подавляющий объем и количество выпусков структурных облигаций размещаются на внебиржевом рынке. Доля объема выпусков, допущенных к организованным торгу, на июль 2025 года составляет 6,5%, или 112 млрд рублей, при этом рост данного сегмента наблюдается в течение всего 2025 года (на 3,5 п.п.).

ДИНАМИКА ОБЪЕМА РЫНКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ВИДАМ РАЗМЕЩЕНИЯ (МЛРД РУБ.)

Рис. 2



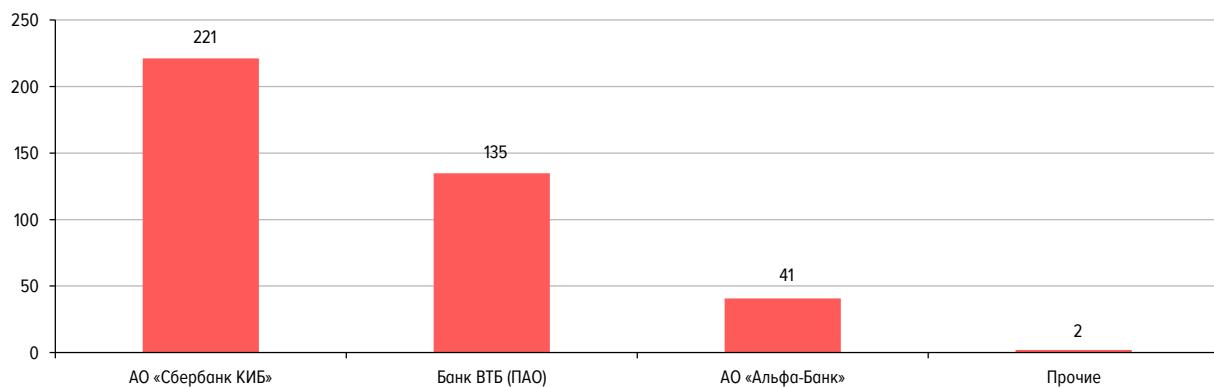
Источник: Банк России.

Объем структурных облигаций, находящихся в обращении на июль 2025 года, выпущенных банками, а также брокерами и дилерами, составляет 399 млрд рублей, а структурных облигаций, выпущенных СФО, – 1339 млрд рублей. Следует отметить, что облигации, выпущенные СФО, имеют штучный и целевой характер: медианное количество выпусков у 63 эмитентов – 1 штука,

а 97% объема выпусков сосредоточено у финансовых организаций и юридических лиц. В то же время структурные облигации, выпущенные банками, а также брокерами и дилерами, преимущественно ориентированы на розничный сегмент: на продажи населению приходится 52% от совокупного объема, а медианное количество выпусков у 5 эмитентов – 329 штук.

На рынке структурных облигаций по объему и числу выпусков доминируют три эмитента, ориентированных на розничный сегмент: АО «Сбербанк КИБ», Банк ВТБ (ПАО) и АО «Альфа-Банк». Совокупный объем структурных облигаций в обращении трех лидеров на июль 2025 года составляет 397 млрд рублей.

ЭМИТЕНТЫ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ, ОРИЕНТИРОВАННЫЕ НА РОЗНИЧНЫЙ СЕГМЕНТ (МЛРД РУБ.)

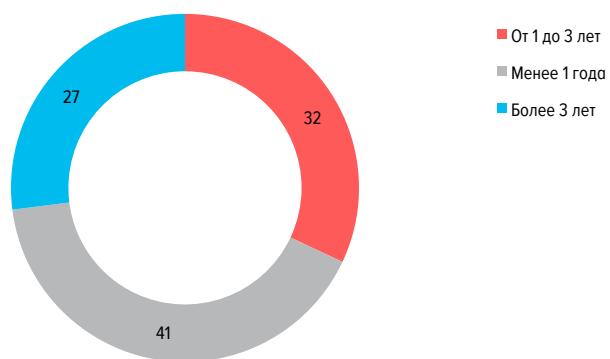


Источник: Банк России.

Распределение объема размещенных структурных облигаций по срочности³ близко к равномерному. До 2024 года типовая структурная облигация представляла собой облигацию со сроком более 3 лет. По мере увеличения объема рынка доля краткосрочных облигаций со сроком погашения до 1 года стала преобладающей. По ряду облигаций сработали барьерные условия и произошло досрочное погашение.

СТРУКТУРА ОБЪЕМА РАЗМЕЩЕНИЙ ПО СРОЧНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ (МЛРД РУБ.)

Рис. 4



Источник: Банк России.

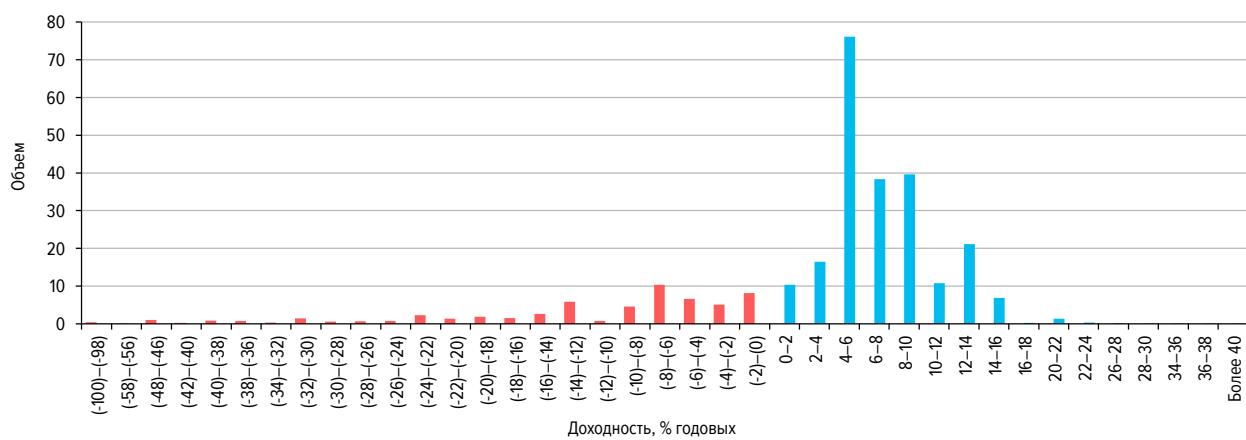
³ Данные по 2388 выпускам структурных облигаций, выпущенных банками, а также брокерами и дилерами, за период с 2020 по 2024 год. Совокупный объем привлеченных средств по ним составил 621 млрд рублей.

ФИНАНСОВЫЙ РЕЗУЛЬТАТ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРУКТУРНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Банк России провел анализ финансовых результатов инвесторов от вложений в структурные облигации с даты размещения до даты погашения, включая досрочное погашение. Типовая структурная облигация не имеет вторичного обращения. Инвестор должен дожидаться истечения ее срока или досрочного погашения. Учитывая отсутствие рыночной ликвидности, единственная инвестиционная стратегия на рынке структурных облигаций представлена стратегией «купи и держи».

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМОВ ПОГАШЕННЫХ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ДОХОДНОСТИ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 5



Источник: Банк России.

Структурные облигации как класс финансовых инструментов приносят преимущественно нерыночную доходность. В своем большинстве они характеризуются недополученными доходами в сравнении с инвестициями с меньшим уровнем риска. Средневзвешенная по объему выпуска реализованная (фактическая) доходность облигаций, выпущенных АО «Сбербанк КИБ», Банк ВТБ (ПАО) и АО «Альфа-Банк», – 3,2% годовых. Медиана доходности составила +5,1%; мода (наиболее часто встречающееся значение): +6,0%. В межквартильном⁴ диапазоне от 0 до +7,8% сосредоточен 51% всех значений доходности.

Статистические характеристики доходности структурных облигаций находятся ниже рынка. В частности, структурные облигации проигрывают индексу корпоративных облигаций RUCBTRNS, фондам денежного рынка или средней доходности ОФЗ на сопоставимых сроках. Наибольшую отрицательную доходность показали структурные облигации, базовым активом которых были валютные пары.

СТАТИСТИЧЕСКИЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ДОХОДНОСТИ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЛИДЕРОВ РЫНКА

Табл. 2

	2021	2022	2023	2024
Медиана доходности структурных облигаций по году размещения, %	3,8	6,0	5,5	4,8
Медиана Индекса Мосбиржи корпоративных облигаций RUCBTRNS, %	7,4	9,9	9,9	18,2
Среднегодовая ключевая ставка Банка России, %	5,8	10,5	10,0	17,5
Среднегодовая доходность ОФЗ по сопоставимым срокам, %	6,6	9,1	9,7	16,4

Источник: Банк России.

⁴ Заключен между 25-м и 75-м перцентилями.

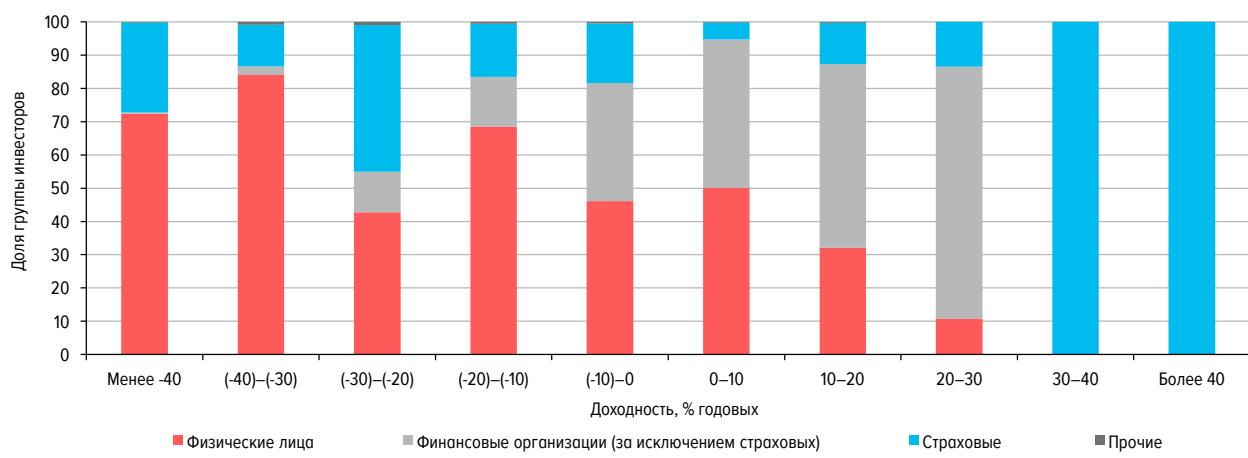
Между эмитентами наблюдается дифференциация по средневзвешенной доходности в несколько процентных пунктов. Выпуски всех эмитентов демонстрируют в среднем нерыночную доходность. Для структурных облигаций характерно смещение в сторону доходности ниже инфляции. Другими словами, в реальном выражении структурные облигации приносят отрицательную доходность.

Анализ погашенных выпусков структурных облигаций по типам базовых активов показал, что подавляющий объем выпусков приходится на выпуски, привязанные к ценовой динамике акций (62%).

Оценка предельных значений доходности выявила, что наибольшие убытки в абсолютном выражении понесли граждане. Анализ выпусков с наихудшим финансовым результатом (с доходностью ниже чем -50% годовых) показал, что наибольшей их долей владели физические лица. Граждане инвестировали преимущественно в выпуски, привязанные к ценовой динамике акций. В выпуски с наиболее высокой доходностью (более 30% годовых) инвестировали преимущественно страховщики и профессиональные участники финансового рынка. Однако объем их вложений оставался незначительным и не превышал 173 млн рублей.

СТРУКТУРА ДЕРЖАТЕЛЕЙ ПОГАШЕННЫХ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ИХ ДОХОДНОСТИ (%)

Рис. 6



Источник: Банк России.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Конструирование структурных облигаций предполагает кастомизацию (настройку) финансового продукта под инвестора. Эмитент или его агент продают инвестору некоторую комбинацию активов и платежей. Ему предлагается альтернативная стратегия, которую он в силу разных причин не может реализовать самостоятельно. В основе стратегии лежит подборка активов: фондовый индекс, акции (или портфель акций), классические облигации, сырьевые товары, валютные пары, процентные ставки или их сочетание. Комбинация активов и условия платежей призвана обеспечить инвестору доходность не ниже сопоставимой при том же уровне риска или по меньшей мере больший рост доходности в сравнении с ростом риска. Минимальное значение так называемой требуемой доходности соответствует уровню безрисковой процентной ставки. Если структурная облигация с повышенным риском не может в среднем приносить дополнительный доход по отношению к безрисковой процентной ставке (ключевой ставке Банка России или доходности ОФЗ), она имеет нулевую или отрицательную инвестиционную ценность для приобретателя продукта.

Типовая структурная облигация представляет собой необеспеченное обязательство в рублях на срок до 1 года с купоном в 0,1%. Предполагается, что доход принесет разовый дополнительный платеж при погашении облигации. Дополнительный платеж обусловлен изменением цены базового актива: индекса, валютной пары, акции одного или нескольких российских эмитентов. У типовой структурной облигации отсутствует так называемая защита капитала, то есть размер выплаты может оказаться меньше номинала в зависимости от наступления или ненаступления обстоятельств, предусмотренных эмиссионной документацией.

В российской практике за подавляющим числом структурных облигаций кроются внебиржевые производные финансовые инструменты. Инвестору, покупающему структурные облигации в упаковке альтернативного финансового продукта, необходимо пройти тестирование. После приобретения структурной облигации главными проблемами инвестора являются отсутствие справедливого ценообразования и ликвидности, а также возможности управления рыночным риском в период удержания структурной облигации. Финансовый результат отсрочен во времени, проверка комбинации активов и условий платежей затруднена. Из-за большого разнообразия сочетаний базовых активов не существует единого определения или формулы для расчета риска и ожидаемой доходности структурных облигаций.

Ключевые информационные документы, предназначенные для инвесторов, содержат упоминание потенциальной доходности в 20–50% годовых в умеренном и позитивном сценариях.

Одновременно ожидаемый результат является слабо предсказуемым. Оценку затрудняет сложная спецификация финансового продукта, в который встроено множество опционов. Информация ключевого информационного документа может носить непроверяемый характер.

Инвесторы могут оценить возможный результат инвестиций, рассчитав математическое ожидание доходности. Однако для моделирования инвестору необходимо располагать соответствующими профессиональными компетенциями. Финансовые организации для анализа структурных облигаций прибегают к таким сложным алгоритмам, как метод Монте-Карло и модель Блэка – Шоулза.