

УДК 336.763

А. А. Барлыбаев

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Уфимский филиал, Уфа, e-mail: azabarlybaev@fa.ru

А. Т. Ульмаскулова

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации,
Уфимский филиал, Уфа, e-mail: ulmaskulova.adelya@yandex.ru

ЗАМЕЩАЮЩИЕ ОБЛИГАЦИИ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Ключевые слова: замещающие облигации, еврооблигации, ценные бумаги, Московская биржа, валютные облигации.

В статье представлены результаты исследования современных тенденций на российском фондовом рынке, а именно – процесса запуска торгов замещающими облигациями на Московской бирже. Актуальность темы статьи обусловлена необходимостью разработки и развития нового финансового инструментария, позволяющего отечественным инвесторам диверсифицировать риски в условиях ограничения доступа к ведущим мировым финансовым рынкам. В ходе исследования были проведены анализ структуры, объемов и динамики торгов, а также сопоставительная оценка доходности замещающих облигаций. Рассмотрены преимущества и риски инвестирования в данный вид облигаций. На основе полученных данных сделан вывод о перспективах развития данного финансового инструмента в условиях продолжающегося санкционного давления. Авторы указывают на то, что успешный запуск нового типа облигаций свидетельствует об благополучной адаптации российского рынка ценных бумаг, эмитентов и инвесторов к новым политическим и экономическим реалиям биржевой торговли.

А. А. Barlybaev

Financial University under the Government of the Russian Federation, Ufa branch, Ufa,
e-mail: azabarlybaev@fa.ru

А. Т. Ulmaskulova

Financial University under the Government of the Russian Federation, Ufa branch, Ufa,
e-mail: ulmaskulova.adelya@yandex.ru

SUBSTITUTE BONDS ON THE RUSSIAN SECURITIES MARKET

Keywords: substitute bonds, Eurobonds, securities, Moscow Exchange, currency bonds.

The article presents the results of a study of current trends in the Russian stock market, namely the process of launching trading in replacement bonds on the Moscow Exchange. The relevance of the topic of the article is due to the need to develop and develop new financial instruments that allow domestic investors to diversify risks in the face of limited access to the world's leading financial markets. During the study, an analysis of the structure, volumes and dynamics of trading was carried out, as well as a comparative assessment of the profitability of replacement bonds. The advantages and risks of investing in this type of bonds are considered. Based on the data obtained, a conclusion was made about the prospects for the development of this financial instrument in the context of ongoing sanctions pressure. The authors point out that the successful launch of a new type of bonds indicates the successful adaptation of the Russian securities market, issuers and investors to the new political and economic realities of exchange trading.

Введение

Долгие годы еврооблигации являлись удобным и безопасным финансовым инструментом для российских инвесторов, желающих получать доходность в иностранной валюте.

Но реализованные в 2022 году геополитические и инфраструктурные риски привели к фактической изоляции отечественного

фондового рынка от глобальной финансовой инфраструктуры, образовался разрыв взаимоотношений между центральным депозитарием России и зарубежными учетными системами (Euroclear и Clearstream).

Вследствие того, что некоторые платежные агенты опасались введения санкций за работу с российскими эмитентами, перестав выполнять свои функции и проводить

платеж в пользу депозитария, многие российские эмитенты столкнулись с проблемой обслуживания своего долга и оказались в состоянии технического дефолта [3].

Отечественные эмитенты «еврооблигаций» столкнулись с парадоксальной ситуацией в условиях наличия финансовых возможностей для обслуживания долга, номинированного в иностранной валюте – отсутствовала техническая возможность осуществлять выплаты инвесторам – резидентам.

Целью исследования является анализ причин разработки, динамики торгов, количества эмитентов, доходности и перспектив развития замещающих облигаций на российском фондовом рынке.

Материалы и методы исследования

Исследование базируется на анализе данных статистики Центрального банка Российской Федерации и Московской биржи по российскому долговому рынку.

Результаты исследования и их обсуждение

Для нивелирования последствий введенных санкций и снижения возникших рисков были подготовлены Указы Президента РФ (№ 95 от 05.03.2022 г. и № 430 от 05.07.2022), согласно которым для российских эмитентов была предусмотрена возможность обслуживания своих обязательств перед инвесторами в рублях, либо путем выпуска «замещающих еврооблигаций» [1, 2].

Замещающими облигациями являются долговые ценные бумаги, выпущенные в российской юрисдикции и обращающиеся внутри российской инфраструктуры взамен евробондов, которые были заблокированы зарубежными депозитариями.

Замещающие облигации обладают идентичными параметрами с первоначальными еврооблигациями: срок погашения, дата выплаты купонного дохода, номинал, размер

дохода. Так, приобретение долговой бумаги и расчет купона производится в иностранной валюте, а выплата и продажа происходит исключительно в рублях по курсу Центрального Банка России на дату выплаты. Такая схема позволяет избежать взаимодействия иностранных депозитариев в проведении операций с бумагами.

В результате введения замещающих облигаций все российские держатели отечественных еврооблигаций получили их автоматически взамен соответствующих ценных бумаг. Также данный инструмент можно приобрести на Московской бирже [4].

На Московской бирже на текущий момент находятся в обращении уже более 30 выпусков замещающих облигаций. Этот инструмент позволяет инвестировать денежные средства в четырех валютах: доллар США, евро, британский фунт, швейцарский франк.

На 1 ноября 2023 года в обращении находилось 33 выпуска «замещающих облигаций» семи компаний, из которых 22 выпуска номинированы в долларах США, 9 выпусков – в евро, и по одному – в фунтах и швейцарских франках (таблица).

Общий объем находящихся в обращении «замещающих облигаций» в рублевом эквиваленте на 01.11.23 составил 1 000,041 млрд рублей или 6.0% от общего объема рынка корпоративных облигаций в обращении.

На сегодняшний день эмитентами замещающих облигаций выступают следующие компании: ООО «Газпром Капитал», ООО «Борец Капитал», АО «ХК Металлоинвест», ПАО «ММК», ПАО «Совкомфлот», ПАО «Лукойл», ПАО «ФосАгро». На 01.10.2023 у ООО «Газпром Капитал» в обращении находилось 21 выпуск во всех четырех валютах; 4 выпуска ПАО «Лукойл», 2 выпуска ПАО «ФосАгро», 1 выпуск ПАО «Совкомфлот», 1 выпуск АО «ХК Металлоинвест», 1 выпуск ООО «Борец Капитал», 1 выпуск ПАО «ММК» в долларах США [8].

Объем в обращении «замещающих облигаций» в рублевом эквиваленте (по официальным курсам на 1 ноября 2023 г.)

Эмитенты	Выпуски	Заявленный объем, млн	Размещенный объем, млн	Валюта	Доля размещения, %
7	22	22 478	12 613.115	\$	56.1%
1	9	7 500	3 563.966	EUR	47.5%
1	1	850	411.244	GBP	48.4%
1	1	500	173.185	CHF	34.6%

Примечание: составлено авторами на основе данных Московской биржи.

Несмотря на то, что данный инструмент появился на фондовом рынке относительно недавно, можно выделить ряд причин, по которым инвесторы отдают предпочтение замещающим облигациям [5]:

1. Валютная переоценка. Конечно, инвесторы покупают замещающие облигации в рублях, но на самом деле они приобретают валютные активы. Их стоимость напрямую меняется в зависимости от волатильности курса доллара или других валют. Таким образом, «альтернативные» еврооблигации защищают от возможного обесценивания рубля;

2. Высокие показатели валютной доходности. Согласно плану ФРС, долгосрочный целевой уровень инфляции в США должен составлять 2%. В то время как многие из уже обращающихся замещающих облигаций, деноминированных в долларах, предлагают доходность к погашению более 7%. Это преимущество позволяет инвесторам обеспечить валютную диверсификацию портфеля и получить значительный доход.

3. Отсутствие санкционных рисков. Поскольку эмиссия осуществляется российскими компаниями в рамках российской инфраструктуры, иностранные депозитарии или другие органы власти не могут наложить никаких ограничений. Отсутствуют проблемы блокировки.

4. Отсутствие сложностей в покупке. В настоящее время замещающие облигации можно приобрести на Московской бирже, как квалифицированным, так и неквалифицированным инвесторам.

5. Ожидаемый рост количества выпусков.

6. Ликвидность. Многие выпуски «альтернативных» облигаций высоколиквидны и могут быть куплены и проданы в достаточном количестве большинством инвесторов. Также купонный доход рассчитывается ежедневно, что позволяет инвестору не терять накопленный за период владения купонный доход, если они продают облигацию до наступления срока погашения.

7. Наличие налоговых преимуществ долгосрочного владения. После трех лет удержания с покупки инвесторы могут быть освобождены от уплаты налога на прирост курса облигации.

Тем не менее, необходимо отметить, что замещающие облигации обладают рядом существенных недостатков.

Во-первых, им свойственны те же риски, что и присущи рублевым корпоративным облигациям. Среди них кредитный и процентные риски.

Во-вторых, «альтернативные» еврооблигациям свойственен специфических риск. Им будет являться то, что выплаты по ним производятся по курсу Центрального Банка в рублевом эквиваленте [4]. А это значит, что полученные купоны необходимо будет оперативно конвертировать в валюту на бирже, чтобы обезопасить себя от валютного риска. Отсюда возникает риск валютной переоценки. Если на момент погашения облигации курс рубля был крепче, чем на момент покупки, то рублевая доходность таких облигаций будет существенно ниже ожидаемой. Поэтому такие ценные бумаги будут привлекательны для тех, кто ищет возможность защититься от ослабления курса рубля.

Ограниченный выбор, также, является недостатком замещающих облигаций. Однако, в долгосрочной перспективе большинство российских эмитентов планирует эмиссию «альтернативных» еврообондов.

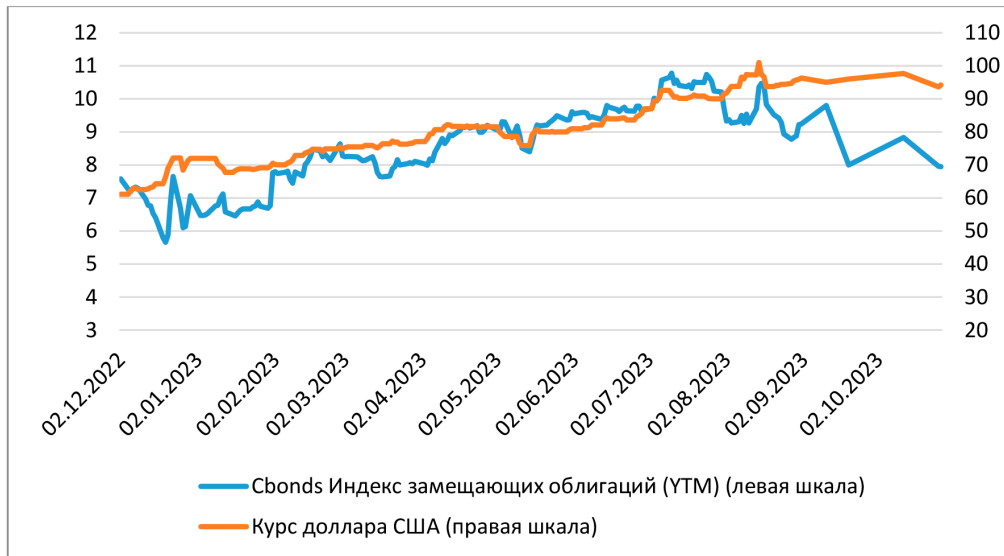
Крупнейшими владельцами замещающих облигаций являются кредитные организации, их удельный вес во всех учитываемых в российских депозитариях замещающих облигациях составляет около 35% или 6,1 млрд долларов США. При этом необходимо отметить, что существенно нарастили объемы владения замещающими облигациями население и некоммерческие организации (НКО), за последний год их объем вырос практически в два раза и составил 4,7 млрд долларов США.

Динамика доходности замещающих облигаций и значения курса доллара в период с 02.12.2022 по 27.10.2023 (рисунок) демонстрирует, что до начала августа 2023 года на рынке «альтернативных» еврообондов существовала тенденция роста доходностей.

Пик доходности по облигациям пришелся на 11 июля 2023 г., значение доходности индекса замещающих облигаций УТМ составило 10,78%. Такой высокий уровень доходности 11.07.2023 свидетельствует о том, что доходность по замещающим облигациям стала превышать уровень доходностей рублевых облигаций [6].

Наибольшую доходность показывают облигации ООО «Газпром Капитал», она варьируются в диапазоне от 6% до 10%, при этом на долю этих ценных бумаг приходится порядка 84% рынка.

Следует отметить, что данный эмитент одним из первых воспользовался возможностью заместить свои еврооблигации локальными аналогами.



Динамика доходности индекса замещающих облигаций и курс доллара США (составлено авторами на основе данных Cbonds и Банка России)

При этом высокие показатели доходности можно объяснить тем, что в ближайшем будущем ООО «Газпром Капитал» планирует заместить все свои выпуски еврооблигаций рублевыми аналогами.

Также стоит отметить тот факт, что уровень доходности по замещающим облигациям ООО «Газпром Капитал» остается примерно на одном и том же уровне, вне зависимости от даты погашения.

При выборе замещающих облигаций необходимо в первую очередь обратить вни-

мание на срочность и доходность ценной бумаги. В настоящее время годовая доходность коротких выпусков соответствует доходности длинных ценных бумаг [7].

Заключение

В целом, факт успешного запуска и позитивной динамики торгов замещающими облигациями на Московской бирже, свидетельствует об успешной адаптации и устойчивости российского фондового рынка.

Библиографический список

1. Указ Президента Российской Федерации от 05.03.2022 № 95 (с изм. от 15.10.2022) «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами».
2. Указ Президента Российской Федерации от 05.07.2022 № 430 «О репатриации резидентами – участниками внешнеэкономической деятельности иностранной валюты и валюты Российской Федерации».
3. Антюхов А.Ю., Гусева И.А. Роль и перспективы развития замещающих облигаций на фондовом рынке России // Финансовые рынки и банки. 2023. № 5. С. 97-102.
4. Замещающие облигации как эффективный способ защиты от девальвации рубля. ТКБ Инвестментс Партнерс [Электронный ресурс]. URL: <https://journal.tkbip.ru/2023/08/18/zameshajushii-obligacii/> (дата обращения: 20.10.2023).
5. Замещающие облигации в долларах. БКС [Электронный ресурс]. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/zameshchajushchie-obligatsii-v-dollarakh-vybor-bks-vypusk-15> (дата обращения: 20.10.2023).
6. Информационно-аналитический комментарий о денежно-кредитных условиях и трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики в январе 2023 года. Банк России, 2023 [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43767/DKU_2301-07.pdf (дата обращения: 20.10.2023).
7. Информационно-аналитический материал: обзор рисков финансовых рисков в июле 2023. Банк России, 2023 [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/45205/ORFR_2023-07.pdf (дата обращения: 20.10.2023).
8. Замещающие облигации. Финам [Электронный ресурс] URL: <https://www.finam.ru/landings/replacement-bonds/> (дата обращения: 20.10.2023).