

УДК 336.763.35

*Д. С. Разумов*

Омский филиал ФГОБУ ВО Финансовый университет при Правительстве РФ, Омск,  
e-mail: den.razumow2014@yandex.ru

*С. Н. Марков*

Омский филиал ФГОБУ ВО Финансовый университет при Правительстве РФ, Омск,  
e-mail: markovsn79@mail.ru

## ЗАМЕЩАЮЩИЕ ОБЛИГАЦИИ КАК АКТУАЛЬНЫЙ ИНСТРУМЕНТ ДЛЯ СОВРЕМЕННОГО РОССИЙСКОГО ИНВЕСТОРА

**Ключевые слова:** замещающие облигации, инвестиции, еврооблигации, долговой рынок, фондовый рынок.

В условиях санкций в Российской Федерации появились определенные трудности с выполнением обязательств по еврооблигациям, которые выплачивались инвесторам в иностранной валюте. В таких условиях был создан такой инструмент, как замещающие облигации, которые позволили инвесторам выплачивать валютные номиналы и купоны по облигациям в рублях по курсу Центрального Банка РФ. В рамках данной статьи рассмотрено, в чем заключается суть данного инструмента для инвестиций, его основные преимущества и недостатки, а также изучены основные выпуски замещающих облигаций различных российских эмитентов и их доходность в процентах. На основании этой информации определено, для каких категорий инвесторов и в каком объеме замещающие облигации являются актуальным инструментом для инвестиционных портфелей.

*D. S. Razumov*

Omsk branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation,  
Omsk, e-mail: den.razumow2014@yandex.ru

*S. N. Markov*

Omsk branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation,  
Omsk, e-mail: markovsn79@mail.ru

## REPLACEMENT BONDS AS AN ACTUAL TOOL FOR A MODERN RUSSIAN INVESTOR

**Keywords:** replacement bonds, investments, Eurobonds, debt market, stock market.

Because of the sanctions in the Russian Federation, there were difficulties appeared with the fulfillment of obligations on Eurobonds, which were paid to investors in foreign currency. In such circumstances, replacement bonds were created, which allowed investors to pay currency denominations and coupons on bonds in rubles at the exchange rate of the Central Bank of the Russian Federation. This article examines the essence of this investment instrument, its main advantages and disadvantages, as well as examines the main issues of replacement bonds of various Russian companies and their percentage yield. Based on this information, it is determined for which categories of investors and to what extent replacement bonds are an actual tool for investment portfolios.

### Введение

На данный момент приобретение российских облигаций актуально для современных инвесторов. В условиях санкций инвестирование в зарубежные активы является довольно рискованным из-за наличия инфраструктурных рисков. По этой причине сейчас инвесторы в России стремятся к вложению в российские активы.

С учетом роста ключевой ставки Центрального Банка РФ в 2023 году, стоимость акций зачастую растет невысокими темпами из-за увеличения затрат на обслужива-

ние долга компаний и на привлечение новых кредитов. В результате более привлекательными для инвесторов с точки зрения соотношения «доходность-риск» становятся облигации. Кроме того, международная ситуация приводит к тому, что рубль относительно зарубежных валют слабеет.

По этой причине замещающие облигации для современного российского инвестора являются весьма актуальным инструментом, поскольку они позволяют заработать на снижении курса рубля без риска блокировки по данному виду активов: все операции

с замещающими облигациями происходят в российской инфраструктуре.

**Цель исследования.** Рассмотреть основные преимущества и недостатки замещающих облигаций и выпуски по данному виду ценных бумаг, что позволит определить актуальность инвестирования в замещающие облигации в России для разных типов инвесторов.

### Материал и методы исследования

В рамках данного исследования будут изучены нормативно-правовые акты, связанные с выпуском замещающих облигаций; изучены научные статьи различных авторов, посвященные изучению стратегии приобретения, а также роли и перспективы замещающих облигаций. Кроме того, в рамках данной статьи рассмотрены основные выпуски замещающих облигаций и их общая доходность со сроками до погашения.

Основные методы, примененные в рамках данного исследования: анализ, классификация, сравнение, обобщение, индукция.

### Результаты исследования

Такой инструмент, как замещающие облигации, появился в России в 2022 году вследствие осложнения международной обстановки. Согласно статье 4 Указа Президента РФ № 430, «российские юридические лица, имеющие обязательства, связанные с еврооблигациями, обязаны обеспечить исполнение обязательств перед держателями еврооблигаций, права которых учитываются российскими депозитариями, путем размещения до 1 января 2024 г. облигаций, оплата которых при их размещении осуществляется еврооблигациями или денежными средствами с целевым использованием привлеченных денежных средств для приобретения еврооблигаций» [1].

В рамках данного указа эмитенты получили два варианта, с помощью которых компании могут выполнить обязательства перед держателями облигаций: либо через проведение платежей владельцам ценных бумаг в соответствии с условиями по еврооблигациям, либо посредством выпуска замещающих облигаций в обмен на еврооблигации. Российские компании воспользовались вторым вариантом [2].

Далее рассмотрим, что представляют собой замещающие облигации.

Замещающие облигации – это облигации российских компаний, выпущенные ими взамен своих же еврооблигаций. Особенность данного вида ценных бумаг состоит в том, что номинал и купоны для замещающих облигаций рассчитываются в валюте (к примеру, в американских долларах и евро), однако выплачиваются они в рублях согласно официальному курсу Банка России на дату выплаты по облигациям. Это позволяет выплачивать инвесторам номинал и купоны по облигациям без участия зарубежных компаний.

Соответственно, с помощью замещающих облигаций инвесторы могут получать гарантированный доход даже в условиях ослабления национальной валюты, при этом риск того, что бумаги будут заблокированы, отсутствует: эмиссия замещающих облигаций находится в российской юрисдикции. С учетом того, что такие валюты, как американский доллар и евро, зачастую по отношению к рублю дорожают, то инвесторы могут снизить риск, связанный с ослаблением российской валюты.

Согласно Указу Президента № 364, все юридические лица, зарегистрированные на территории Российской Федерации и имеющие непогашенные обязательства перед инвесторами по еврооблигациям, до 1 января 2024 года выпустить замещающие облигации. На данный момент компании, имевшие такие обязательства, их выполнили. Нужно отметить, что эмитенты, выпустившие замещающие облигации, могут делать дополнительные выпуски данного вида облигаций при условии, что объем нового выпуска не превышает объем замещаемых еврооблигаций [2].

Изучим далее данные из информационно-аналитического материала от Центрального Банка Российской Федерации за III квартал 2023 года, в котором представлена структура вложений физических лиц в облигации по их типам. Рассмотрим ее на рис. 1.

Рисунок показывает стремительный рост популярности замещающих облигаций для физических лиц: в 2022 году на них приходилось лишь 4% вложенных в облигации денежных средств, а в 2023 году – 10–12%. С учетом появления новых выпусков и времени нахождения на рынке, замещающие облигации могут занять еще большую долю среди вложений в облигации в России.



Рис. 1. Структура вложений физических лиц в облигации резидентов по типам (в процентах) [7]

Что же касается конкретных эмитентов и размещенных облигаций, то на Московской бирже есть ценные бумаги данного типа у следующих российских компаний: «Совкомбанк», «Газпром», «Борец Капитал», «ПИК», «ЛУКОЙЛ», «Магнитогорский металлургический комбинат», «Совкомфлот», «Металлоинвест», «ФосАгро», «Альфа-Банк», «Государственная транспортная лизинговая компания (ГТЛК)», «НорНикель», «Мэйл.Ру Финанс» [3].

Проиллюстрируем на рис. 2 карту доходности замещающих облигаций по общей доходности от срока до погашения.

Как показывает данный график, общая доходность замещающих облигаций коле-

блется в районе 2– 6%, однако есть и выпуск от «Газпрома» «ГазКЗ-34Д», который предлагает доходность на уровне 8,6%, но и дата погашения по данной облигации – 28.04.2034. Один из наиболее выгодных выпусков на данный момент – «Альфа-Банк ЗО-02»: общая доходность к погашению – 21,71%, дата погашения – 04.08.2025.

С учетом того, что инвесторы заинтересованы в защите капитала от девальвации, то при сохранении тенденции к ослаблению рубля на валютном рынке выбор данной облигации может быть весьма целесообразным. Однако, разумеется, далеко не все инвесторы готовы идти на то, чтобы свой капитал вложить на настолько долгий период.

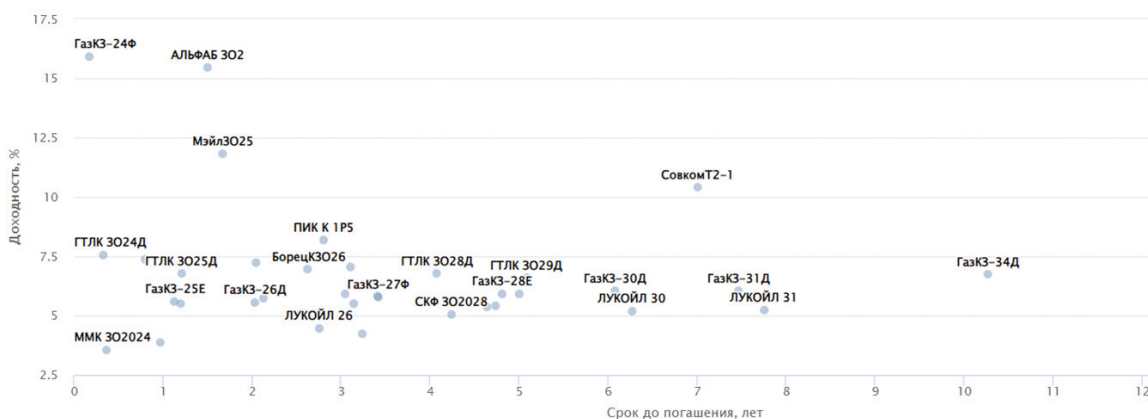


Рис. 2. Карта доходности замещающих облигаций в зависимости от общей доходности от срока до погашения [6]

На данный момент замещающие облигации выпускаются тринадцатью эмитентами, при этом 17 из 41 выпусков облигаций принадлежат «Газпрому». Выпуски замещающих облигаций на данный момент номинированы в следующих валютах: американский доллар (30 выпусков), евро (9 выпусков), фунт (1 выпуск), франк (1 выпуск). При этом у «Газпрома» есть выпуски во всех четырех валютах, а у остальных эмитентов замещающие облигации номинированы только в американских долларах [4].

Что же касается отраслей, то в основном замещающие облигации предложены нефтегазовыми компаниями, а также есть выпуски металлургических компаний, банка, компании из отрасли производства химических удобрений.

Определим основные преимущества приобретения инвесторами замещающих облигаций:

1. Главное преимущество – возможность защитить свои средства в рублях от обесценения за счет привязки к иностранной валюте. При этом инвесторы могут выбрать выпуски замещающих облигаций в разных валютах: американских долларах, евро, швейцарских франках и британских фунтах. Возможность выбора валюты для инвесторов, разумеется, также является важным моментом [5].

2. Есть возможность зафиксировать доходность к погашению по замещающим облигациям в размере 6-9% на долгосрочный период.

3. Замещающие облигации находятся в российской юрисдикции, что нивелирует риск блокировки по данному виду ценных бумаг, т.к. иностранные депозитарии не смогут наложить ограничения на выплаты по замещающим облигациям, поэтому инфраструктурные риски при покупке таких активов отсутствуют. Акцент при покупке замещающих облигаций необходимо делать на финансовом состоянии конкретной компании, чтобы оценивать вероятность того, что компания сможет в срок и в полном объеме выплачивать купоны и номинал по облигациям [9].

4. Простота приобретения замещающих облигаций: они обращаются на Московской бирже и могут быть приобретены по сумме от одной тысячи единиц иностранной валюты в рублях в пересчете на официальный курс Центрального Бан-

ка РФ. При этом раньше для приобретения еврооблигаций розничным инвесторам необходимо было вкладывать от 200 тысяч долларов, поэтому их в основном покупали небольшими лотами, что приводило к невысокой ликвидности по данному виду ценных бумаг [8].

5. Наличие налоговых льгот от долгосрочного владения. К примеру, если инвестор в течение как минимум трех лет владел замещающей облигацией на индивидуальном инвестиционном счете, то он имеет право не платить налог по переоценке облигации в валюте, что позволит снизить налоговую нагрузку на инвесторов и стимулировать спрос на данный вид ценных бумаг.

6. Постепенный рост количества выпусков и эмитентов, выпускающих замещающие облигации. С учетом того, что замещающие облигации являются относительно новым инструментом на российском рынке постепенно будут появляться выпуски замещающих облигаций и от других эмитентов. Важно также и то, что эмиссию замещающих облигаций осуществляют в основном крупные российские компании, что повышает доверие к данному инструменту [8].

7. Замещающие облигации, у которых срок до погашения короткий или средний, по своей сути представляют собой альтернативную длинную позицию по доллару. И за удержание данной позиции инвестор получает купонный доход.

8. Замещающие облигации могут быть приобретены всеми категориями инвесторов в России: физическим лицам, институциональными инвесторами, банками, ритейлом.

К недостаткам замещающих облигаций можно отнести следующие моменты:

1. Первый недостаток, по сути, обратен главному преимуществу замещающих облигаций: при ослаблении иностранной валюты владельцы замещающих облигаций получают меньшую доходность в рублях, что может стать негативным моментом. Но, с другой стороны, для диверсифицированного портфеля, где есть как замещающие, так и рублевые облигации российских компаний или ОФЗ, риск снижения стоимости будет нивелирован. Стоит учитывать и тот момент, что Центральный Банк РФ может завышать или занижать курс валют при определенных условиях,

что, конечно, влияет на реальную доходность от замещающих облигаций [5].

2. Невысокий уровень ликвидности. С учетом того, что замещающие облигации являются относительно новым инструментом на российском рынке, не у всех инвесторов данный вид ценных бумаг на данный момент пользуется спросом. Надо помнить, что при инвестировании в замещающие облигации необходимо как минимум вкладывать 1000 денежных единиц по валюте облигации в рублях в пересчете на курс Центрального Банка РФ, на что готовы идти не все инвесторы. Кроме того, при увеличении количества эмитентов и сохранения объема торгов на текущих уровнях ликвидность замещающих облигаций может уменьшиться. И низкая ликвидность приводит к тому, что частные инвесторы, у которых есть возможность приобретать ценные бумаги только в «биржевом стакане» у брокера, могут совершить сделку по не самой оптимальной цене [3].

3. Низкая диверсификация эмитентов и отраслей. Как показал рис. 2, сейчас присутствует на рынке замещающих облигаций лишь 13 эмитентов, при этом 41 % выпусков на данный момент представлены «Газпромом». Это вызвано тем, что, к примеру, нефтегазовые компании ориентированы на экспорт, поэтому для них важно привлекать замещающие облигации с целью увеличения капитала компании. Но стоит учитывать то, что на данный момент замещающие облигации являются относительно новым инструментом, особенности которого в полной мере осознали не все категории эмитентов [5].

Как нам кажется, замещающие облигации могут приобретаться как консервативными, так и умеренными инвесторами. Это обусловлено тем, что консервативным инвесторам необходимо в большей степени сохранить свои сбережения и уберечь свой капитал от обесценения, поэтому для них приобретение замещающих облигаций с возможностью зафиксировать валютную доходность в рублях является эффективным инструментом. Кроме того, консервативные инвесторы зачастую заинтересованы только в наиболее стабильных компаниях, которые практически со 100 %-ной вероятностью смогут погасить свои обязательства. А эмитентами замещающих облигаций в основном и являются такие компании, которые уже давно находятся

на рынке и обладают определенным уровнем репутации среди инвесторов.

Умеренные инвесторы также могут быть заинтересованы в приобретении замещающих облигаций. Такие инвесторы, как правило, стремятся к долгосрочным вложениям своего капитала и его постепенному росту. Для этого умеренные инвесторы активно используют диверсификацию своих активов. В этом контексте замещающие облигации могут быть полезны тем, что они позволяют за счет валютной переоценки в случае ослабления рубля получить прибыль, поскольку выплаты производятся в рублях по курсу ЦБ. Таким образом, если у инвесторов есть и государственные, и замещающие облигации, то есть возможность защитить свой капитал от обесценения за счет диверсификации по валютному риску.

В принципе, мы видим, что замещающие облигации являются актуальным инструментом для инвестиций в России из-за наличия возможности зафиксировать рублевую доходность по иностранным валютам и отсутствия инфраструктурных рисков. Если инвестор уверен в том, что курс рубля будет иметь отрицательную динамику, то приобретение замещающих облигаций – правильное решение.

### Выводы

Подводя итог, можно сказать о том, что замещающие облигации представляют собой весьма перспективный инструмент на российском фондовом рынке, который полностью находится в российской юрисдикции и является доступным способом защитить свой капитал от обесценения за счет выплат иностранных валют в рублях по курсу Центрального Банка РФ.

Разумеется, у замещающих облигаций есть как преимущества, так и недостатки. Основные преимущества связаны с возможностью заработать на облигациях надежных эмитентов за счет ослабления рубля относительно иностранных валют, отсутствием рисков блокировки и простотой покупки. Но есть и недостатки: владельцы замещающих облигаций получают меньшую доходность при укреплении рубля; невысокая ликвидность и небольшой выбор эмитентов и отраслей.

В рамках данной статьи также были рассмотрены выпуски замещающих облигаций. 41 % ценных бумаг этого типа

выпущены «Газпромом» в долларах, евро, франках и фунтах, а также существуют долларовые облигации «Совкомбанка», «Альфа-Банка», «ММК», «ПИК», «ЛУ-КОЙЛ» и других российских эмитентов.

На основании исследования можно утверждать, что замещающие облигации актуальны для современных инвесторов, поскольку они позволяют зафиксировать валютную доходность на уровне 6–9% го-

довых, что выгодно как консервативным, так и умеренным инвесторам.

С учетом того, что на данный момент еще не все эмитенты заместили свои еврооблигации, то на фондовом рынке в ближайшее время могут появиться выпуски других компаний, что увеличит оборот на рынке замещающих облигаций и позволит инвесторам выбрать наиболее доходные бумаги среди них.

*Библиографический список*

1. О репатриации резидентами – участниками внешнеэкономической деятельности иностранной валюты и валюты Российской Федерации: Указ Президента РФ от 05.07.2022 № 430 (ред. от 22.05.2023) (принят Президентом Российской Федерации 5 июля 2022 года) // СПС Консультант Плюс. Москва. [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_421212/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_421212/) (дата обращения: 01.02.2024).
2. О размещении замещающих облигаций: Информационное письмо Банка России от 30 декабря 2022 г. № ИН-018-34/154 (зарегистрировано Банком России 9 января 2023 года) // СПС Гарант. Москва. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405965031/#review> (дата обращения: 01.02.2024).
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. Корнилов Д.А., Бардаков А.А. Стратегии, риски и эффективность покупки облигаций: монография // Управление и экономика: исследования и разработки. Пенза: Пензенский государственный аграрный университет. 2023. С. 99-119.
5. Кулаков А.А. Замещающие облигации: новый инструмент в ответ инфраструктурным вызовам / А.А. Кулаков // Российский экономический интернет-журнал. 2023. № 3.
6. Замещающие облигации: котировки и доходности // Блоги трейдеров и инвестров sMart-lab.ru. [Электронный ресурс]. [Электронный ресурс]. URL: [https://smart-lab.ru/q/ZO-Bonds/order\\_by\\_yield/desc/](https://smart-lab.ru/q/ZO-Bonds/order_by_yield/desc/) (дата обращения: 04.02.2024).
7. Обзор ключевых показателей брокеров // Центральный банк Российской Федерации: официальный сайт. [Электронный ресурс]. URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/46639/review\\_broker\\_q3\\_2023.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/46639/review_broker_q3_2023.pdf) (дата обращения: 04.02.2024).
8. Особенности выпуска замещающих облигаций // Московская Биржа: официальный сайт. [Электронный ресурс]. URL: <https://bondguide.moex.com/articles/overview-bond-market/49#head-0> (дата обращения: 02.02.2024).
9. Что такое замещающие облигации // АО «Тинькофф Банк»: официальный сайт. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.tinkoff.ru/invest/help/replacement-bonds/> (дата обращения: 31.01.2024).