



**Замещающие облигации: новый инструмент в ответ инфраструктурным
вызовам**

Кулаков А.А., CFA, FRM, начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью, Газпромбанк (АО); аспирант

Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, Москва, Россия,

Аннотация. Замещающие облигации (ЗО) появились на российском долговом рынке в сентябре прошлого года в результате принятия Указа № 430 Президента РФ и довольно быстро заняли на нем важное место. Сегодня их совокупный объем составляет 1,5 трлн руб., а среднедневной оборот превышает 2,5 млрд руб. Принимая во внимание недавно принятые поправки в Указ об обязательном замещении, объем рынка ЗО до конца года может достичь 3,3–3,7 трлн руб., а если их станет выпускать Минфин, то 5,1–5,5 трлн руб. В данной статье рассматриваются основные характеристики таких бумаг, а также перспективы развития рынка ЗО.

Ключевые слова: замещающие облигации, еврооблигации, указ № 430.

Substitute bonds: a new tool in response to infrastructure challenges

Kulakov A.A., CFA, FRM, head of Fixed Income Research, Gazprombank JSC;

Post-Graduate Student

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow Russia

Annotation. Substitute bonds appeared in September last year as a result of Presidential Decree № 430 and quickly gained an important place on the Russian debt market. The SB segment now totals RUB 1.5 trln, with average daily turnover of more than RUB 2.5 bln. Given recent amendments to the decree requiring mandatory substitution, the size of the SB market may reach RUB 3.3-3.7 trln by year end or even RUB 5.1-5.5 trln should the Minfin begin the substitution of sovereign bonds.

Key words: substitute bonds, eurobonds, Presidential Decree № 430

Введение. После реализации геополитических рисков в начале 2022 г. и возникших существенных инфраструктурных ограничений, в том числе со стороны западной платежной инфраструктуры, российские заемщики на рынке еврооблигаций столкнулись со сложностями в доведении платежей как до международных, так и до российских инвесторов.

Для устранения проблемы платежей в пользу локальных инвесторов в июле 2022 г. президентом РФ был подписан Указ № 430, согласно которому обслуживание долга перед держателями, чьи интересы учитываются в локальной инфраструктуре, является приоритетным [1].

Данный указ предоставил эмитентам две опции для исполнения обязательств перед локальными держателями: проведение отдельных платежей внутренним и внешним инвесторам или выпуск замещающих облигаций (ЗО) в обмен на еврооблигации.

Первым эмитентом на рынке замещающих облигаций стал Газпром, который в сентябре провел замещение своего долларового выпуска с погашением в марте 2027 г. в объеме 304,4 млн долл. (40,6% объема еврооблигаций в обращении).

С тех пор на рынке было размещено еще 33 выпуска замещающих облигаций: по всем находящимся в обращении еврооблигациям Газпрома, ЛУКОЙЛа, Металлоинвеста, Совкомфлота, ФосАгро, ММК и компании «Борец». К сентябрю 2023 г. объем рынка достиг 1,5 трлн руб. (эквивалент 15,7 млрд долл.).

Валютная структура рынка замещающих облигаций не отличается широкой диверсификацией. Больше половины всего рынка занимают долларовые выпуски Газпрома, а около 71% рынка составляют долларовые выпуски семи эмитентов. На выпуски в евро и других валютах приходится 24% и 5% соответственно, и единственным эмитентом в данных сегментах рынка является Газпром [2].

Новый класс бумаг. Замещающие облигации представляют собой локальные ценные бумаги, выпущенные взамен «застрявших» в западной инфраструктуре еврооблигаций.

Первичный рынок замещающих облигаций как таковой отсутствует, их «приобретение» происходит путем обмена еврооблигаций, после чего их прежние держатели получают возможность их продать, а инвесторы, ранее не владевшие ими, – купить. Это обуславливает существование вторичного рынка. Торги на вторичном рынке проходят полностью в инфраструктуре Московской биржи, с расчетами в рублях по курсу соответствующей валюты, установленному ЦБ РФ на дату расчетов. Выплата купонов и погашение также проводятся в рублях по курсу ЦБ. Отметим, что для удобства инвесторов по ряду выпусков доступны долларové «стаканы», которые позволяют проводить покупку и продажу инструментов через биржу в долларах США.

Ключевые параметры замещающих облигаций, такие как валюта, ставка купона, даты выплаты купонов, а также дата погашения, совпадают с условиями соответствующих выпусков еврооблигаций.

Несмотря на видимые сходства, по ряду параметров замещающие облигации заметно отличаются от своих прародителей. Ниже мы приводим основные различия:

1. Замещающие облигации выпущены по российскому праву, еврооблигации – по международному (английскому). Как следствие, к данным инструментам применимо разное законодательство, а споры решаются в судах различной юрисдикции.

2. Замещающие облигации выпущены полностью в рамках российской инфраструктуры, в то время как еврооблигации представляют собой внешние займы, обращающиеся на базе западной платежной инфраструктуры (не считая тех выпусков, что имели обращение на Мосбирже).

3. Несмотря на то, что номинал замещающей облигации, как и еврооблигаций, выражен в иностранной валюте, расчеты по замещающей

облигации (покупка/продажа, выплата купонов и номинала) осуществляются в рублях по курсу ЦБ.

4. Разные структуры обеспечения, отношения поручителя, эмитента и инвесторов. Структура сделки замещающих облигаций может быть немного слабее, чем у еврооблигаций. Важно отметить, что при этом она в целом сопоставима со структурой, используемой теми же эмитентами на локальном рынке.

5. Отсутствие в структуре замещающих облигаций ковенант из документации евробондов. Как и в случае структуры сделки, отсутствие ковенант снижает защищенность инвесторов в сравнении с держателями евробондов. С другой стороны, для локального рынка это является обычной практикой.

6. Отличия в сроках признания невыполнения обязательств по облигациям дефолтом. В замещающих облигациях существенным нарушением является просрочка исполнения обязательств более десяти дней (ФЗ «О рынке ценных бумаг»). А в еврооблигациях для каждой программы или выпуска индивидуально определяется количество дней по выплатам купонов и номинала до наступления дефолта. Так как большинство эмитентов за последний год получили согласие инвесторов на изменения ряда условий выпусков, наиболее частым из которых было расширение grace-периода для возможности осуществления платежей, по данному пункту инвесторы в замещающие облигации защищены сильнее.

Сильные и слабые стороны замещающих облигаций.

Мы выделяем следующие сильные стороны замещающих облигаций:

1. Вложения в замещающие облигации позволяют инвестору хеджировать валютный риск, при этом не беря на себя инфраструктурные риски, так как инструмент торгуется полностью в локальной инфраструктуре.

2. Вложения в замещающие облигации позволяют инвестору получить высокую доходность (7–10%) в иностранной валюте. Отметим, что ставки по

депозитам в долларах и евро в большинстве банков близки к нулю. Более того, ряд банков ввел комиссию за хранение на счетах долларов и евро.

3. Ликвидность замещающих облигаций существенно выше большинства рублевых и юаневых выпусков. Соотношение среднедневного оборота торгов к размеру рынка по замещающим облигациям составляет 15,6% против 9,2% по рублевым выпускам и 2,1% – по юаневым [3].

4. Замещающие облигации доступны для покупки сравнительно малыми лотами (от 1 000 долл. по номиналу). Иными словами, порог входа для розничных инвесторов на рынок замещающих облигаций существенно ниже, чем на рынок еврооблигаций (обычно от 200 тыс. долл.). Ранее инвесторы имели возможность покупать малыми лотами лишь ряд выпусков еврооблигаций, торги которыми проходили на Мосбирже. Однако ликвидность по ним была низкой, а bid-ask спреда – широкими.

Имеются и слабые стороны:

1. Навес нового предложения давит на цены размещенных бумаг. Долгие месяцы ценообразование на рынке замещающих облигаций во многом определялось спекулятивными действиями участников в ожидании предстоящих размещений и дозамещений. Учитывая существенный предстоящий навес предложения (см. «Перспективы роста рынка»), давление на цены будет сохраняться по крайней мере в течение 2023 г., а значит, инвестиции в такие инструменты привлекательны при долгосрочном горизонте.

2. Долгосрочные риски нерыночного определения курсов иностранных валют к рублю Центральным банком. Доход для рублевого инвестора в замещающие облигации складывается из двух компонент – непосредственного дохода от облигации и валютной компоненты. В условиях ожидаемого нами долгосрочного плавного ослабления рубля вторая компонента принесет дополнительный доход. Однако существуют риски, что при усилении геополитической конфронтации определение курса рубля может носить нерыночный характер.

3. Низкая диверсификация эмитентов. На текущий момент на рынке представлены лишь 7 эмитентов, свыше 81% рынка составляют выпуски Газпрома. Сегмент «высокодоходных» облигаций представлен лишь одним выпуском – Борец 26. Тем не менее до конца года число эмитентов заметно расширится.

Перспективы роста рынка. 22 мая 2023 г. президентом РФ были подписаны изменения в Указ №430, согласно которым все эмитенты, имеющие еврооблигации в обращении, должны до конца 2023 г. обеспечить исполнение обязательств перед инвесторами, чьи права учитываются в локальной инфраструктуре, путем выпуска замещающих облигаций.

Эмитенты, уже разместившие замещающие облигации, вправе проводить размещение дополнительных выпусков неограниченное количество раз, но общий объем бумаг не может превышать объем еврооблигаций в обращении.

Единственной возможностью не проводить замещение является разрешение правительственной комиссии, иные исключения в указе не предусмотрены [4]. Для вынесения решения на рассмотрение правкомиссией у эмитента должна отсутствовать просроченная задолженность по еврооблигациям, а также он должен удовлетворять как минимум одному из двух критериев:

1. Иметь согласие не менее 75% держателей в локальных депозитариях на отдельные платежи, а еврооблигации такого эмитента должны быть допущены к торгам на Мосбирже.

2. Еврооблигации имеют срок погашения до конца 2024 г.

Учитывая сложности большинства компаний с проведением платежей во внешнем периметре, количество эмитентов, претендующих на возможность не проводить замещение, минимально.

Таким образом, в связи с принятием новых поправок в Указ №430 рынок замещающих облигаций может вырасти по меньшей мере на 1,8–2,2 трлн руб. за счет:

1. Корпоративных выпусков (1,2–1,4 трлн руб.). По нашим оценкам, оставшийся объем рынка корпоративных еврооблигаций в обращении с погашением после 1 января 2024 г., по которым еще не проводился обмен на замещающие выпуски, составляет 1,9 трлн руб. (19,8 млрд долл.). Учитывая средний коэффициент замещения ~52% от объема выпуска еврооблигаций, рынок замещающих облигаций, по нашей оценке, может увеличиться по меньшей мере на половину от указанной величины. Еще около 1,4 трлн руб. (эквивалент 14,4 млрд долл.) составляют оставшиеся в обращении выпуски еврооблигаций, по которым компании уже провели обмен. Не исключено, что по части выпусков компании проведут доразмещения. Учитывая средний объем доразмещения по выпускам Газпрома, который составляет 20–30% (за исключением последнего выпуска, где доля замещения составила 12,4%), рост объема рынка за счет доразмещений может составить 0,3–0,4 трлн руб.

2. Выпусков финансовых институтов (0,6–0,8 трлн руб.). На текущий момент фин. институты (подавляющее большинство которых попали под блокирующие ограничения и вынужденно перешли на выплаты в рублях в пользу локальных инвесторов) в сегменте замещающих облигаций не представлены. Общий объем рынка еврооблигаций фин. институтов, подлежащих замещению, мы оцениваем в 1,5 трлн руб. (14,8 млрд долл.). Замещение может добавить рынку ЗО 0,7 трлн руб.

В настоящее время суверенные еврооблигации не попадают под действие 430-го указа. Однако ранее глава Минфина заявлял, что ведомство обсуждает выпуск суверенных замещающих облигаций и может начать их «размещение» до конца 2023 года.

Объем суверенных евробондов России в обращении с погашением после 1 января 2024 г. составляет около 3,3 трлн руб. (33,0 млрд долл.). Учитывая, что, по данным ЦБ РФ, доля резидентов в суверенных выпусках составляет 55,3%, замещение суверенных выпусков может добавить на рынок 1,8 трлн руб. (18 млрд долл.).

Учитывая вышеперечисленные факторы, мы ожидаем, что объем рынка замещающих облигаций может вырасти на 3,6–4,0 трлн руб. до 5,1–5,5 трлн руб.

Заключение. Подводя итог, можно сказать, что замещающие облигации стали еще одним инструментом, появившимся на локальном рынке вследствие потрясений 2022 г. Рынок имеет существенный, хоть и ограниченный сутью инструмента, потенциал для роста. При этом, спрос на замещающие облигации достаточно высок так как они предлагают локальному инвестору совокупность высокой доходности и возможности инфраструктурно безопасно инвестировать в валютные инструменты тем самым защищаясь от девальвации рубля.

Библиографический список:

1. Официальный интернет-портал правовой информации. – [Электронный ресурс]. – URL: <http://pravo.gov.ru/>
2. Официальный сайт ГК Cbonds (информационное агентство в сфере финансовых рынков). – [Электронный ресурс]. – URL: <http://cbonds.ru/>
3. Официальный сайт Московской Биржи. – [Электронный ресурс]. – URL: <http://moex.com>
4. Официальный сайт Министерства Финансов Российской Федерации. – [Электронный ресурс]. – URL: <https://minfin.gov.ru>

References:

1. Official website of legal information. – [Electronic resource]. – URL: <http://pravo.gov.ru/>
2. Official website of Cbonds Group (an information agency in the field of financial markets). - [Electronic resource]. – Access mode: <http://cbonds.ru/>
3. Official website of the Moscow Exchange. - [Electronic resource]. – Access mode: <http://moex.com>
4. Official website of the Ministry of Finance of the Russian Federation. – [Electronic resource]. – URL: <https://minfin.gov.ru>