

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ МИНФИНА РФ В EUROCLEAR

Инвестиционные возможности:

До:

Замещение ОФЗ, вероятно, было одной из лучших торговых идей 2022 года, однако, окно возможностей для ее реализации в рамках 319-ФЗ закрылось 10 ноября 2022 года, когда ЦБ ввел карантин на перевод бумаг из внешнего контура. В марте 2022 средний дисконт не превышал 80%, а уже в следующем квартале составлял 50-55% от номинала, обеспечивая доход более 150% годовых.

Осенью 2022 года Euroclear приостановил расчёты по всем бумагам с маркировкой RU ISIN (по ОФЗ, корпоративным выпускам, «новым» суверенным евробондам и акциям компаний; с 1 января 2023 года был введен окончательный запрет на расчеты по ОФЗ). Это произошло после того, как НРД приступил к реализации плана по «принудительному переводу» этих бумаг в российский учетный периметр (т. е. уже после принятия закона 519-ФЗ).

В прошлом году общий объем принудительно переведенных из иностранных в локальные депозитарии российских ценных бумаг Банк России оценил в 1,36 трлн руб., из них 1,28 трлн руб. замещено. В результате доля нерезидентов среди держателей этих ценных бумаг сократилась до рекордно низких 9,3% (1 740 млрд руб., или \$22 млрд). Для сравнения, рынок рублевых ОФЗ в целом оценивается в 19 трлн руб. (\$237 млрд).

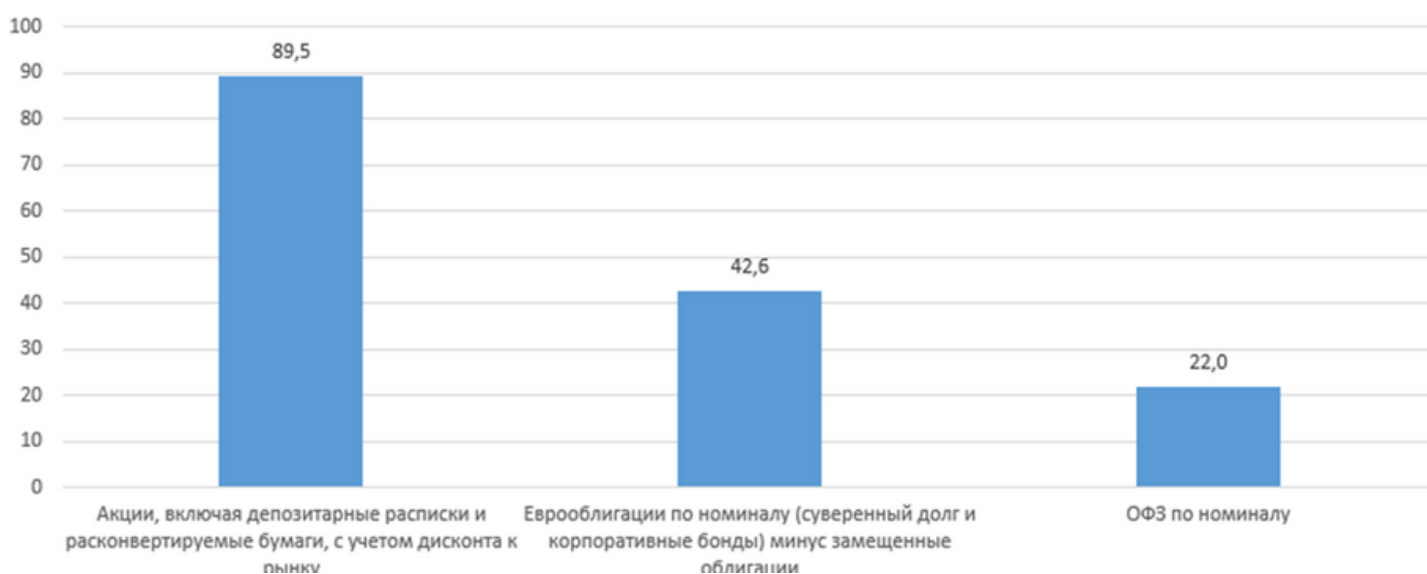
После:

Однако, с 12 июня 2023 Euroclear объявил, что начнет проводить расчеты для отдельных выпусков, включая два флоутера (с погашением 29 января 2025 года и 24 апреля 2024 года) и два инфляционных линкера (52001 и 52004), а также один выпуск государственных еврооблигаций (Россия, 2.875% 4dec2025 EUR).

| <u>Выпуски под расчеты</u> | <u>Цена внутри НРД</u> | <u>Дисконт к НРД</u> |
|---|------------------------|----------------------|
| RFLB F 01/29/2025 (RU000A0JV4L2) | 101,0% | -58,4% |
| RFLBI 2 ½ 03/17/2032 (RU000A103MX5) | 96,4% | -56,4% |
| RFLB F 04/24/2024 (RU000A101CK7) | 100,0% | -54,0% |
| RFLBI 2 ½ 08/16/2023 (RU000A0JVMH1) | 100,0% | -54,0% |
| RUSSIA 2 ⅞ 12/04/2025 144A (RU000A0ZZVD8) | 95,0% | -38,9% |

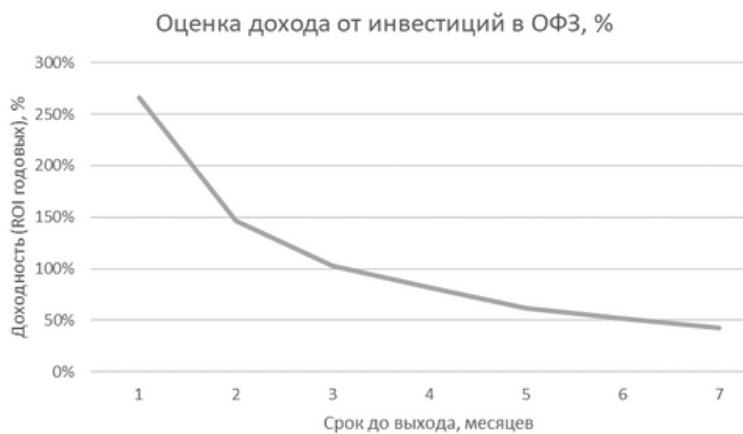
Мы считаем, что с конца июня Euroclear возобновит расчеты для оставшихся в этой системе бумаг. Соответственно для совершения таких операций никаких специальных разрешений (индивидуальных лицензий) от Euroclear больше не потребуется. **По нашим оценкам, в Euroclear для продажи доступны рублевые ОФЗ на сумму не более \$10-12 млрд – это бумаги, которые в основном принадлежат нерезидентам из недружественных юрисдикций.** Для сравнения, всего нерезидентам принадлежат ОФЗ на общую сумму \$22 млрд.

Оценка доступных российских ценных бумаг у нерезидентов (\$ млрд)



После запрета на перевод, введенного ЦБ 10 ноября 2022 года, цены на оставшиеся в системе Euroclear ОФЗ резко упали – дисконт к котировкам в Москве достигал приблизительно 65-70% от номинала, а уровень ликвидности таких инструментов остается низким ввиду ограниченных объемов на продажу. Все купонные выплаты, связанные с погашением этих обязательств, сейчас зачисляются на открытый для Euroclear счет типа С в НРД.

С учетом возобновления расчетов в Euroclear и послаблений от ЦБ РФ, мы ожидаем существенного сокращения дисконта и восстановления цен на горизонте от 6 до 12 месяцев.



В случае снятия карантина от ЦБ и принудительного перевода бумаг в НРД, эта торговая идея может обеспечить доход более 100%, однако сроки весьма неопределенны. Мы полагаем, что потенциал для такой стратегии появится, как только мы увидим признаки того, что выход из этих инструментов возможен.

Согласно последним заявлениям главы ЦБ РФ и Минфина РФ, в целом, регулятор и правительство призывают локализовать оставшийся на внешнем контуре долг и вернуть российские активы в НРД.

Важные юридические и технические особенности:

1) В случае покупки ОФЗ в Euroclear, согласно указу 138-ФЗ купонные выплаты и погашение основного долга по ОФЗ должны зачисляться на счет типа С для нерезидентов (в рамках указа № 95) или на сегрегированный брокерский счет резидента. Получение и перевод выплат по купонам и погашение основного долга в дальнейшем потребует разрешения от правительственной комиссии РФ, но по факту необходимо снятие ограничений от ЦБ.

2) В случае покупки ОФЗ резидентами у нерезидента из недружественной юрисдикции, при соблюдении "двойной дружественности", бумаги отражаются на обособленном/ сегрегированном брокерском счете и хранятся в Центральном депозитарии Казахстана (ЦДК) или Центральном депозитарии Армении (ЦДА).

3) Без снятия моратория/карантина ЦБ перевод ОФЗ из внешнего во внутренний контур невозможен даже при наличии одобрения от правительственной комиссии РФ.

4) С обособленного брокерского счета, открытый резиденту под ОФЗ, могут списываться денежные средства только уплаты налогов, пошлин, сборов и других обязательных платежей, подлежащих уплате в соответствии с бюджетным законодательством Российской Федерации.

5) С банковского или брокерского счета типа С, открытого нерезиденту, могут списываться денежные средства также для на покупку ОФЗ, размещаемых Минфином России на аукционах, а также при обращении таких облигаций.

6) Владелец ОФЗ - резидент или дружественный нерезидент - может переводить ОФЗ с одного обособленного счета брокера на другой или двигать внутри С счета.

Описание структуры сделки:

1) Покупатель ХХ и Продавец YY на внешнем контуре договариваются о цене приобретения/дисконте ОФЗ (средняя по рынку цена составляет от 40+%) и количестве приобретаемых ценных бумаг.

2) Покупатель ХХ и Продавец YY подписывают договор купли-продажи (ДКП), согласованный с юристами продавца YY.

3) После проведения расчетов в Euroclear (с конца июня для всех, а сейчас – в рамках индивидуальной лицензии по тем бумагам, для которых требуется одобрение) и платежа со стороны покупателя, продавец переводит ОФЗ на счет депо в Центральном депозитарии Казахстана (ЦДК) или Центральном депозитарии Армении (ЦДА).

4) Ввиду отсутствия «моста» между НРД и Euroclear, перевод ценных бумаг на счет типа С в НРД через Райффайзен Банк невозможен, в тоже время купонные выплаты и погашение будут перечислены и накапливаться на счете типа С.

5) В случае разрешения на получение купонных и прочих выплат по ОФЗ после идентификации Покупателя ХХ и Продавца YY делается запрос в правительственную комиссию РФ. Процесс согласования может потребовать от несколько недель до нескольких месяцев.

6) «Налог на выход» для сделок с ОФЗ, в соответствии с Указом № 81, может ограничиваться размером приблизительно 5-10% от стоимости актива, причем размер налога определяется с учетом дисконта относительно стоимости актива (при дисконте более 90%, налог составит 10% от суммы сделки). Любые сделки по ОФЗ внутри НРД неактуальны, пока ЦБ не снимет ограничений на перевод бумаг из внешнего контура — только в этом случае можно получить одобрение от правительственной комиссии для перепродажи.

**Российская Федерация, 123112, г. Москва
наб. Пресненская д.12, оф. 9.5 (башня Федерация)**

тел.: +7495 21-21-101

Общество с ограниченной ответственностью «Инвестиционная компания «Айгенис» (далее — Компания) не несет ответственности и не дает каких-либо гарантий в связи с передачей маркетинговых материалов, которые могут представлять для Вас интерес. Материалы, предоставляемые Компанией, предназначены исключительно для использования в образовательных и ознакомительных целях, не являются офертой, не являются предложением заключить сделку, не являются инвестиционной рекомендацией. Предоставляемая Компанией информация подлежит тщательному анализу и оценке перед принятием Вами какого-либо решения на основе переданной Компанией информации. Подтверждая свое желание познакомиться с предоставленной Вам информацией, Вы тем самым выражаете свое полное согласие в том, что Компания не несет ответственности за правильность или ошибочность любых Ваших решений, принятых на основе какой-либо информации, предоставленной Вам Компанией. Ни при каких обстоятельствах Компания не будет нести ответственности ни перед Вами, ни перед другой Стороной за какой-либо ущерб, возникший в результате использования Вами предоставленной информации, за любую упущенную выгоду. Вся ответственность за использование предоставленной информации возлагается на Вас, и Вы целиком и полностью принимаете эту ответственность. При возникновении у Вас каких-либо вопросов, связанных с предоставленной Вам информацией, рекомендуем обратиться к специалистам Компании за разъяснениями. Передаваемая информация носит конфиденциальный характер, в силу чего не подлежит разглашению и передаче ни в какой форме. Вы принимаете на себя обязательства обращаться с предоставленной информацией как с конфиденциальной, чтобы не допустить несанкционированного разглашения и передачи данной информации

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг:

брокерская деятельность – № 045-14147-100000 от 02.08.2022

дилерская деятельность – № 045-14147-010000 от 02.08.2022

депозитарная деятельность – № 045-14147-000100 от 02.08.2022

управление ценными бумагами – № 045-14147-001000 от 02.08.2022