



Юрий Туктаров
партнер юридической фирмы «ЛЕКАП»



Татьяна Роганина
старший юрист юридической фирмы «ЛЕКАП»

КОНЦЕССИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СПН: НЕКОТОРЫЕ ВОПРОСЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Пенсионные деньги — самые «длинные» и требуют качественного управления. В этой связи облигации, выпускаемые в целях реализации концессионных соглашений (КС) – инфраструктурных проектов с длительным инвестиционным горизонтом, являются весьма перспективным инструментом для инвестирования средств пенсионных накоплений (СПН). Однако при этом необходимо учитывать некоторые вопросы правового регулирования.

Управляющие компании при осуществлении деятельности по инвестированию СПН должны руководствоваться законодательством, текущий подход которого можно охарактеризовать как разрешительный (можно только то, что разрешено).

В соответствии с Положением № 451-П¹ установлены три группы требований, под-

лежащих применению к облигациям в целях инвестирования СПН (табл. 1).

Таким образом, для целей инвестирования СПН в концессионные облигации без ограничений на объем такого инвестирования необходимо обеспечить соответствие указанных бумаг всем трем приведенным в табл. 1 группам требо-

ваний, некоторые из которых являются спорными.

ТРЕБОВАНИЕ К ЧИСЛЕННОСТИ КОНЦЕДЕНТА

Согласно п. 1.4.7 — в отсутствие соответствующего рейтинга — эмитентом дол-

¹ «Положение об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих, а также дополнительных требований, которые управляющие компании обязаны соблюдать в период действия договора доверительного управления средствами пенсионных накоплений», утвержденное Банком России 25.12.2014 г. № 451-П (далее — Положение № 451-П).

Таблица 1. ГРУППЫ ТРЕБОВАНИЙ К ОБЛИГАЦИЯМ

Первая группа (п. 1.4.1)	Вторая группа (п. 1.4.7)	Третья группа (п. 1.5.6)
Соответствие хотя бы одному из следующих критериев: 1) включение облигаций в котировальный список высшего уровня; 2) наличие у выпуска или эмитента облигаций рейтинга не ниже уровня, установленного советом директоров ЦБ РФ; 3) исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией Внешэкономбанка; 4) исполнение всех обязательств по облигациям обеспечено поручительством юридического лица, которому присвоен рейтинг не ниже уровня, установленного советом директоров ЦБ РФ	Соответствие облигаций, выпущенных после 9 февраля 2015 г., хотя бы одному из следующих требований: 1) абз. 2: наличие у выпуска или эмитента облигаций или поручителя по таким облигациям рейтинга не ниже уровня, установленного советом директоров ЦБ РФ; 2) абз. 4: эмитент является концессионером по КС, концедентом по которому является публичное образование с численностью более 1 млн человек, и сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении облигаций этого эмитента на каждый день не превышает 110% объема инвестиций, предусмотренных всеми заключенными этим эмитентом КС	Не допускаются вложения в акции и облигации в объеме, превышающем 10% стоимости портфеля, в случае их соответствия следующим признакам в части облигаций: 1) облигации, выпуску или эмитенту которых присвоен рейтинг ниже уровня, определенного советом директоров ЦБ РФ и которые соответствуют требованию, установленному п. 1.4.7; 2) облигации, указанные в абз. 4 п. 1.4.7 и не соответствующие требованиям абз. 2 п. 1.4.7; 3) облигации, порядок определения размера купона по которым устанавливается в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции)

Таблица 2. СРАВНЕНИЕ ОБЛИГАЦИЙ ПУНКТОВ 1 И 2 ТРЕТЬЕЙ ГРУППЫ

Облигации п. 1 третьей группы		Облигации п. 2 третьей группы	
А) рейтинг суверенный минус 4,5 ст. и далее		А) рейтинг суверенный минус 6,7 ст. и далее	
+		+	
Б. Субординированные облигации: рейтинг суверенный минус 2-0 ст. + нет Эксперт РА (не соответствует А выше)	Б. Иные облигации: рейтинг суверенный минус 5-0 ст. (соответствует А в 4 и 5 ступенях)	Б. Концедент с численностью 1 млн человек и оборот всех облигаций не более 110% объема инвестиций по всем КС	
=		=	
Облигации с рейтингом суверенный минус 4,5 ст. Облигации концессионера по КС, концедентом по которому выступает концедент с численностью 1 млн человек и оборот всех облигаций не более 110% объема инвестиций по всем КС с рейтингом на уровне суверенный минус 4,5 ст. и далее		Облигации концессионера по КС, по которому концедент с численностью 1 млн человек и оборот всех облигаций не более 110% объема инвестиций по всем КС с рейтингом на уровне суверенный минус 6,7 ст. и далее	
или		или	
Не входят в группу активов, в отношении которых применяется ограничение на объем инвестирования СПН:			
Облигации (в том числе концессионера по КС, по которому концедент с численностью 1 млн. чел. и оборот всех облигаций не более 110% объема инвестиций по всем КС) с рейтингом на уровне суверенный минус 3, 2, 1, 0 ступеней		Облигации концессионера по КС, по которому концедент с численностью 1 млн. чел. и оборот всех облигаций не более 110% объема инвестиций по всем КС с рейтингом на уровне суверенный минус 5, 4, 3, 2, 1, 0 ступеней	

жен быть концессионер по КС, концедентом по которому является публично-правовое образование с численностью населения более 1 млн человек.

Учитывая это, а также сложность получения требуемого уровня рейтинга, автоматически отбрасывается возможность привлечения СПН в проекты, реализуемые с участием муниципальных образований (муниципальные КС), лишь 13 из которых соответствуют требованию о численности населения².

Кроме того не соответствуют требованию о численности населения более 30 субъектов РФ³, некоторым из которых присвоен кредитный рейтинг на уровне суверенного (ЯНАО).

Следовательно, показатель численности населения не всегда свидетельствует о качестве концедента. Наиболее целесоо-

образным представляется подход, при котором качество концедента оценивается через размер задолженности и с помощью иных критериев, способных оказывать реальное влияние на процесс реализации КС.

ОГРАНИЧЕНИЕ НА ОБЪЕМ ВЛОЖЕНИЙ В КОНЦЕССИОННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Еще одним спорным моментом являются положения п. 1.5.6 об ограничении на объем инвестирования СПН, в котором последовательно выделены три категории облигаций, при этом требования по первой и второй категории (см. табл. 1) накладываются друг на друга, что приводит к непониманию содержания указанных ограничений.

Как результат, на рынке отсутствует единое мнение о том, распространяется ли ограничение на объем инвестирования СПН на облигации, указанные в абз. 4 п. 1.4.7, но соответствующие требованиям абз. 2 п. 1.4.7, в связи с тем, что требования к уровню рейтинга и носителю рейтинга для целей п. 1.4.7 и 1.5.6, установленные советом директоров Банка России, разные:

- для целей абз. 2 п. 1.4.7:
 - (i) уровень рейтинга выпуска (эмитента) облигаций по классификации хотя бы одного из рейтинговых агентств — *Fitch, S&P, Moody's* — должен быть не ниже суверенного рейтинга РФ, сниженного на 5 ступеней, или не менее А по классификации «Эксперт РА»;
 - (ii) уровень рейтинга поручителя (гаранта) — не ниже суверенного

² Москва, Санкт-Петербург, Новосибирск, Екатеринбург, Нижний Новгород, Самара, Омск, Казань, Челябинск, Ростов-на-Дону, Уфа, Волгоград и Пермь.

³ 15 республик (Адыгея, Алтай, Бурятия, Ингушетия, Кабардино-Балкария, Калмыкия, Карачаево-Черкесия, Карелия, Коми, Марий Эл, Мордовия, Саха (Якутия), Северная Осетия — Алания, Тыва, Хакасия); 11 областей (Амурская, Калининградская, Костромская, Курганская, Магаданская, Мурманская, Новгородская, Орловская, Псковская, Сахалинская, Смоленская); 3 автономных округа (Ненецкий, Чукотский, Ямало-Ненецкий); Севастополь; Камчатский край; Еврейская АО.

Таблица 3. СОПОСТАВЛЕНИЕ ШКАЛ

Уровень кредитного рейтинга	Moody's		S&P		Fitch		Эксперт РА
	международная шкала	национальная шкала	международная шкала	национальная шкала	международная шкала	национальная шкала	
	<i>Baa1</i>	<i>Aaa.ru</i>	<i>BBB+</i>	<i>ruAAA</i>	<i>BBB+</i>	<i>AAA(rus)</i>	
	<i>Baa2</i>	<i>Aaa.ru</i>	<i>BBB</i>	<i>ruAAA</i>	<i>BBB</i>	<i>AA+(rus)</i>	
Мин. инвестиционный	<i>Baa3</i>	<i>Aaa.ru</i>	<i>BBB-</i>	<i>ruAA+</i>	<i>BBB-</i>	<i>AA+(rus)</i>	
1	<i>Ba1</i>	<i>Aa1.ru</i>	<i>BB+</i>	<i>ruAA+</i>	<i>BB+</i>	<i>AA(rus)</i>	
2	<i>Ba2</i>	<i>Aa2.ru</i>	<i>BB</i>	<i>ruAA</i>	<i>BB</i>	<i>AA-(rus)</i>	A++
3	<i>B1</i>	<i>A2.ru</i>	<i>B+</i>	<i>ruA</i>	<i>B+</i>	<i>A-(rus)</i>	A+
4	<i>B3</i>	<i>Baa3.ru</i>	<i>B-</i>	<i>ruBBB-</i>	<i>B-</i>	<i>BB-(rus)</i>	A
5	<i>Caa2</i>	<i>B3.ru</i>	<i>CCC</i>	<i>ruB-</i>	<i>CCC</i>	<i>B-(rus)</i>	B+
6	<i>Caa3</i>	<i>Caa3.ru</i>	<i>CCC-</i>	<i>ruCCC-</i>	<i>CCC</i>	<i>B-(rus)</i>	B

Источник: <http://raexpert.ru/ratings/scales/>.

рейтинга РФ, сниженного на 3 ступени, или не менее A++ по классификации «Эксперт РА»;

- для целей п. 1.5.6: уровень рейтинга выпуска (эмитента) по классификации хотя бы одного из рейтинговых агентств — *Fitch*, *S&P*, *Moody's* — соответствует суверенному рейтингу РФ, сниженному на 3 ступени, или составляет A++ по национальной шкале по классификации «Эксперт РА».

В этой связи сформировалось два подхода к пониманию ограничения на объем инвестирования СПН.

Согласно первому подходу концессионные облигации с рейтингом не ниже уровня, установленного для целей п. 1.4.7 (суверенный минус 5 ступеней), не входят в группу активов, в отношении которых применяется ограничение на объем инвестирования СПН.

Согласно второму подходу для исключения концессионных облигаций из группы активов, в отношении которых применяется ограничение на объем инвестирования СПН, требуется наличие рейтинга не ниже уровня, установленного для целей п. 1.5.6 (суверенный минус 3 ступени).

При этом на практике превалирует второй подход, так как управляющие компании при всех прочих равных более склонны к консервативным вариантам толкования регулирования.

Мы в свою очередь полагаем, что облигации, указанные в п. 1 третьей группы требований (см. табл. 1), фактически дублируют концессионные облигации, так как к ним не может быть отнесен второй и последний тип облигаций п. 1.4.7 — су-

бордированные облигации, требования к рейтингу которых жестче требований к рейтингу для целей п. 1.5.6⁴. То есть невозможна ситуация, при которой субординированные облигации с рейтингом ниже уровня, установленного для целей п. 1.5.6, соответствовали бы требованию, установленному п. 1.4.7 (табл. 2). Кроме того, для целей рейтингования субординированных облигаций не используется оценка «Эксперт РА».

Таким образом, фактически произошло наложение противоречащих друг другу требований к рейтинговой оценке облигаций концессионера, что создает необходимость внесения соответствующих изменений в Положение № 451-П.

СОПОСТАВЛЕНИЕ ШКАЛ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ

Как было отмечено выше, во исполнение Положения № 451-П совет директоров Банка России в соответствующем информационном сообщении Банка России устанавливает уровни рейтинга долгосрочной кредитоспособности для целей инвестирования СПН.

В отношении международных рейтинговых агентств (*Fitch*, *S&P* и *Moody's*) требуемый уровень рейтинга определяется через формирование «рейтингового коридора» — суверенный рейтинг РФ в соответствующей валюте, сниженный на установленное количество ступеней (от 2 до 5).

В отношении рейтингового агентства «Эксперт РА» устанавливается фиксированный уровень рейтинга в виде единого значения, например A или A++.

При этом необходимо отметить, что соотношение рейтинговых шкал указанных рейтинговых агентств не является равнозначным. В частности, уровень рейтинга по классификации «Эксперт РА» A++ не может быть сопоставлен с уровнем суверенного рейтинга РФ по классификации *S&P* (*BB+*), а уровень *BB-* по классификации *S&P* не соответствует A++ по классификации «Эксперт РА» (табл. 3). Тем не менее для целей инвестирования СПН указанные значения считаются равными.

РАСШИРЕНИЕ ПЕРЕЧНЯ ИНСТРУМЕНТОВ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ СПН В ГЧП ПРОЕКТЫ

Хотелось бы дополнительно обратить особое внимание на отсутствие в Положении № 451-П специальных условий для инвестирования СПН в облигации, выпускаемые частными партнерами в целях реализации соглашений о государственно-частном партнерстве, заключаемых в соответствии с Федеральным законом от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ, вступившем в силу 1 января 2016 г.

Также в Положении № 451-П не определены специальные условия для инвестирования СПН в облигации специализированных обществ проектного финансирования. При этом роль таких обществ в процессе привлечения финансирования на реализацию ГЧП проектов может возрасти в силу ряда регулятивных преимуществ (например, возможность замены эмитента и др.). ■

⁴ Согласно информационному сообщению Банка России от 14.06.2016 г., уровень рейтинга долгосрочной кредитоспособности выпуска (эмитента, поручителя (гаранта)) субординированных облигаций кредитных организаций по классификации хотя бы одного из рейтинговых агентств — *Fitch*, *S&P*, *Moody's* — должен быть не ниже суверенного рейтинга РФ, сниженного на 2 ступени.