



Олег Ушаков
старший юрист Адвокатского бюро
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»



Гиляна Хараева
юрист Адвокатского бюро
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»



Дмитрий Кабанов
младший юрист Адвокатского бюро
«Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

НОВЫЕ ПРАВИЛА ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ В ОБЛИГАЦИИ

14 июля 2017 г. вступили в силу новые правила инвестирования пенсионных накоплений НПФов. Речь идет о Положении ЦБ РФ от 1 марта 2017 г. № 580-П (далее — Положение № 580-П) и о принятом в соответствии с ним Решении Совета директоров ЦБ РФ, опубликованном 3 июля 2017 г. (далее — Решение СД ЦБ).

14 июля 2017 г. является датой окончания переходного периода, в рамках которого органы государственной власти и местного самоуправления, а также Банк России могли использовать рейтинги, присвоенные по национальной или международной рейтинговым шкалам (т. е. присвоенные не по новой национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации), для российских объектов рейтинга (ч. 4 ст. 3, ч. 1 ст. 17 Федерального

закона «О деятельности кредитных рейтинговых агентств...» от 13 июля 2015 г. № 222-ФЗ (далее — Закон о КРА). Новеллы Положения № 580-П и Решения СД ЦБ отражают подходы реформы рейтинговой отрасли.

В настоящей статье мы постараемся изложить наиболее важные, на наш взгляд, последствия от введения данных новелл для инвестирования пенсионных накоплений НПФов в облигации.

КАКИМ ОБРАЗОМ ПОЛОЖЕНИЕ № 580-П ПОВЛИЯЕТ НА НОВЫЕ ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ?

На основании ч. 1 ст. 17 Закона о КРА Банк России в своем Информационном письме от 12 мая 2017 г. № ИН-06-51/21 выразил намерение в отношении российских кредитных организаций, а также выпусков (эмитентов, в отдельных случаях

эмитентов и поручителей (гарантов)) облигаций субъектов РФ, муниципальных образований, юридических лиц — резидентов РФ использовать после 14 июля 2017 г. только кредитные рейтинги, присвоенные по национальной рейтинговой шкале для РФ кредитными рейтинговыми агентствами, сведения о которых внесены Банком России в реестр кредитных рейтинговых агентств. В настоящий момент в указанный реестр внесены только «Эксперт РА» и АКРА.

Данный подход был реализован Банком России применительно к пенсионным накоплениям, что отражено в Положении № 580-П и принято в соответствии с ним Решением СД ЦБ. Так, для облигаций, приобретаемых начиная с 14 июля 2017 г. (включительно), устанавливаются новые требования к рейтингам выпуска / эмитента / поручителя / гаранта облигаций, привязанные к российской рейтинговой шкале, о переходе на которую было сообщено в Информационном письме ЦБ РФ от 30 мая 2017 г. № ИН-06-51/24 (см. таблицу).

При этом в Положении № 580-П восстановлен такой альтернативный критерий для инвестирования пенсионных накоплений в облигации, как **включение облигаций котировальный список первого (высшего) уровня**.

В этой связи следует отметить, что с 24 июля 2017 г. Московская Биржа установила требования к минимальному уровню рейтинга (выпуска облигаций) и/или поручителя (гаранта) для включения/поддержания в первом уровне листинга облигаций российских эмитентов:

- по международной шкале: *Fitch Ratings (BB-), Moody's (B1), Standard and Poor's (BB-);*
- по национальной шкале: АКРА (*BBB+(RU)*) и «Эксперт РА» (*ruBBB+*).

Как следствие, актуален вопрос о том, можно ли, для того чтобы избежать понижения рейтинга по национальной шкале для РФ, включить облигации, имеющие

только рейтинг международного рейтингового агентства, в первый котировальный список.

14 апреля 2017 г. филиалы «Большой тройки» (*S&P, Moody's, Fitch*) были внесены в специальный реестр филиалов и представительств иностранных кредитных рейтинговых агентств. Это позволило филиалам осуществлять «отдельные элементы рейтинговой деятельности» на территории Российской Федерации. При этом присвоение, подтверждение, пересмотр, отзыв кредитных рейтингов и прогнозов по кредитным рейтингам осуществляются от лица иностранного кредитного рейтингового агентства (ч. 11 ст. 3 Закона о КРА).

В Информационном письме от 12 мая 2017 г. № ИН-06-51/21 ЦБ РФ разъяснил, что «от лица иностранного кредитного рейтингового агентства может быть, в частности, присвоен, подтвержден, пересмотрен кредитный рейтинг по международной рейтинговой шкале российским юридическим лицам (их финансовым обязательствам), например, в целях привлечения такими лицами внешних заимствований».

Перечень целей для присвоения рейтинга российским юридическим лицам (их финансовым обязательствам) в Информационном письме остался открытым. Также следует отметить, что на основании упомянутой выше ч. 1 ст. 17 Закона о КРА только органы государственной власти и местного самоуправления, а также Банк России не вправе использовать рейтинги, присвоенные по национальной или международной рейтинговой шкале (т. е. не по новой национальной рейтинговой шкале для Российской Федерации), для российских объектов рейтинга. В свою очередь, Московская Биржа не указана в числе этих организаций. Следовательно, можно предположить, что в настоящий момент международные рейтинги все еще могут использоваться Московской Биржей для целей включения новых выпусков облигаций в первый котировальный список.

Исходя из этой логики, для инвестирования пенсионных накоплений НПФов в новые выпуски облигаций необходимо: либо получать рейтинги по национальной рейтинговой шкале от «Эксперт РА» или АКРА; либо включать облигации в первый котировальный список, что можно сделать и с международным рейтингом (если правила листинга не будут изменены).

Однако если будет избран второй вариант, то могут возникнуть определенные сложности с толкованием п. 1.4.4 Положения № 580-П. Дело в том, что в котировальный список первого (высшего) уровня Биржи могут быть включены облигации российских эмитентов, имеющие международный рейтинг, но не имеющие рейтинга российского агентства. В то же время Положение № 580-П и Решение СД ЦБ устанавливают, что облигации не относятся к активам, имеющим повышенную степень риска, если им присвоен рейтинг российского агентства установленного уровня (см. выше).

Означает ли это, что облигации, имеющие международный рейтинг и включенные в котировальный список первого (высшего) уровня, будут считаться более рискованными, чем облигации с российским рейтингом, и на них будет распространяться указанное 10%-ное ограничение? Прочтение абз. 6 п. 1.4.4 Положения № 580-П может привести как к положительному, так и к отрицательному ответу на данный вопрос.

КАКИМ ОБРАЗОМ ПОЛОЖЕНИЕ № 580-П ПОВЛИЯЕТ НА «СТАРЫЕ» ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИЙ?

В абз. 3 п. 4.2 Положения № 580-П определено, что облигации, приобретенные до 13 июля 2017 г., не соответствующие приведенным требованиям, должны быть исключены из портфеля не позднее 30 июня 2018 г. По всей видимости, одной из основных целей данного пункта

ТРЕБОВАНИЯ ПО РЕЙТИНГУ

Тип актива	От портфеля НПФА	«Эксперт РА»*	АКРА
Облигации, за исключением субординированных и иных облигаций кредитных организаций**	До 10% (с учетом других активов)	ruBB+	BB+(RU)
	Более 10% (с учетом других ограничений)	ruBBB+	BBB+(RU)

* В настоящее время для целей Решения СД ЦБ применяются рейтинги кредитоспособности банков и рейтинги кредитоспособности региональных и муниципальных органов власти РФ (далее — РМОВ), присваиваемые АО «Эксперт РА». Таким образом, рейтинги АО «Эксперт РА», указанные в таблице, пока применимы только к выпускам и эмитентам, которые являются РМОВ, и к поручителям (гарантам) по облигациям, которые являются банками (п. 13 Решения СД ЦБ).

** Для возможности инвестирования пенсионных накоплений фонда в облигации кредитных организаций рейтинг выпуска должен быть не ниже «A-(RU)» по шкале АКРА или рейтинг эмитента либо поручителя (гаранта) по таким облигациям должен быть не ниже «ruA-» по шкале АО «Эксперт РА», либо «A-(RU)» по шкале АКРА (АО). Однако, для того чтобы облигации кредитных организаций (за исключением субординированных) не попадали в перечень активов, совокупный объем которых не может превышать 10% от портфеля НПФ (см. п. 1.4.4 Положения № 580-П) (далее — активы, имеющие повышенную степень риска), рейтинг выпуска (при отсутствии рейтинга выпуска — рейтинг эмитента или поручителя (гаранта)) должен быть не ниже ruBBB+ по шкале АО «Эксперт РА» либо BBB+(RU) по шкале АКРА. В отличие от Положения ЦБ РФ от 25 декабря 2014 г. № 451-П (далее — Положение № 451-П), Положение № 580-П устанавливает, что субординированные облигации не попадают в перечень активов, имеющих повышенную степень риска (абз. 6 п. 1.4.4). Цель введения данного исключения не совсем ясна, поскольку субординированные облигации в силу особенностей исполнения обязательств по ним являются более рискованным активом, чем классические облигации (ст. 25.1 ФЗ «О банках и банковской деятельности»).

являлось исключение из портфеля НПФов облигаций, имеющих только рейтинги иностранных агентств. О предоставлении НПФам переходного периода сроком в один год для возможности избавиться от инвестиций, имеющих рейтинги иностранных агентств, ранее заявляло руководство Банка России¹.

Однако Решение СД ЦБ (п. 4) говорит о том, что облигации, приобретенные до 13 июля 2017 г. включительно, **соответствуют п. 1.1.2 Положения № 580-П (т. е. требованиям для включения в инвестиционный портфель)**, если соблюдаются требования по рейтингу, приведенные в таблице выше, **или требования по рейтингу из прежнего решения СД ЦБ от 23 декабря 2016 г.**, принятого во исполнение Положения № 451-П, согласно которому допускается приобретение облигаций, выпуску (эмитенту, гаранту или поручителю) которых присвоен рейтинг иностранных рейтинговых агентств.

В связи с этим не совсем ясно, в каком порядке будет осуществляться исключение из портфеля облигаций с рейтингами иностранных агентств, не вошедших в первый котировальный список. Нельзя исключить, что через некоторое

время может быть опубликовано другое решение СД ЦБ, в котором ссылка на возможность приобретения облигаций с рейтингами иностранных агентств будет удалена.

Во избежание исключения «старых» облигаций с международным рейтингом из инвестиционного портфеля эмитент может включить облигации в первый котировальный список. Однако в этом случае может возникнуть описанная выше проблема касательно применения 10%-ого ограничения к облигациям, включенным в первый котировальный список и имеющим международный рейтинг, но не имеющим рейтинга российского агентства.

КАКИМ ОБРАЗОМ СОДЕРЖАНИЕ ПОЛОЖЕНИЯ № 580-П ОТРАЗИТСЯ НА ОБЛИГАЦИЯХ С ПЕРЕМЕННЫМ КУПОНОМ?

Согласно п. 1.5.6 Положения № 451-П облигации, порядок определения размера процента (купона) по которым устанавливается в виде формулы с переменными (за исключением процентных ставок и уровня инфляции), включались

в перечень активов, имеющих повышенную степень риска.

В Положении № 580-П к указанным активам с повышенной степенью риска добавлены облигации, выплаты (часть выплат) по которым зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами (п. 1.4.4).

В Информационном письме ЦБ РФ от 18 августа 2016 г. № ИН-015-54/61 содержалось разъяснение, что при решении вопроса об отнесении облигаций, выплаты (часть выплат) по которым зависят от изменения стоимости активов или исполнения обязательств третьими лицами, к активам, имеющим повышенную степень риска, не учитывается наличие или отсутствие у владельцев облигаций права на получение фиксированного процента (купона) от номинальной стоимости. Таким образом, если выплата по облигациям будет состоять из двух частей — переменной и фиксированной, то применение вышеуказанного 10%-ого ограничения не будет зависеть от размера этих частей.

Таким образом, НПФам может потребоваться пересмотреть структуру своих инвестиционных портфелей. ■

¹ <https://www.e-disclosure.ru/vse-novosti/novost/3347>

