



◀ **Юрий ТУКТАРОВ,**  
партнер, юридическая  
фирма «ЛЕКАП»

**Татьяна РОГАНИНА,** ▶  
юрист, юридическая  
фирма «ЛЕКАП»



# Листинг и размещение концессионных облигаций среди пенсионных фондов

**И**стория российского рынка концессионных облигаций начинается с 2010 г., когда впервые был выпущен облигационный заем под проект создания нового выхода на МКАД с федеральной автомобильной дороги М-1 «Беларусь» Москва — Минск. Рост привлекательности концессионных облигаций набирает обороты, во многом потому что их использование предполагает более низкую стоимость проекта — процент возврата ниже процента возврата по банковским займам, — а также возможность привлечения средств институциональных инвесторов — пенсионных фондов на достаточно длительный период: 10–15–20 и более лет.

В настоящей статье мы рассмотрим основные моменты листинга и размещения концессионных облигаций среди пенсионных фондов, на которые следует обратить внимание.

### УСЛОВИЯ ДЛЯ ВКЛЮЧЕНИЯ КОНЦЕССИОННЫХ ОБЛИГАЦИЙ В КОТИРОВАЛЬНЫЕ СПИСКИ ВЫСШЕГО И ВТОРОГО УРОВНЯ

8 июня 2014 г. в Правила листинга ФБ ММВБ были введены отдельные требования для включения в котировальный список первого (высшего) и второго уровня облигаций эмитента-концессионера. В настоящее время применяются следующие требования:

**1) Условие об объеме выпуска:** для включения в список высшего уровня объем выпуска должен составлять не менее 1 млрд руб., а в список второго уровня — не менее 500 млн руб.

**2) Условие о номинальной стоимости облигаций выпуска:** для включения в списки высшего или второго уровня их номинальная стоимость не должна превышать 50 тыс. руб.

**3) Условие о дате утверждения решения о выпуске:** для включения в списки высшего или второго уровня решение должно быть утверждено после заключения КС (концессионного соглашения).

**4) Условие о цели выпуска облигаций:** для включения в списки высшего или второго уровня решение должно преду-

смагивать целевой характер эмиссии — реализация действующего КС.

В случае если в условии о целевом характере эмиссии будут внесены изменения, такие облигации будут исключены из списка высшего или второго уровня не позднее чем через пять торговых дней со дня, когда указанные изменения вступают в силу.

**5) Условие о составлении и раскрытии эмитентом отчетности:** применяется для эмитентов, существующих более одного года, которые должны составлять и раскрывать (публиковать) консолидированную или индивидуальную финансовую (бухгалтерскую) отчетность с приложением аудиторского заключения, подтверждающего ее достоверность.

При этом если исполнение обязательств по облигациям обеспечивается поручительством или банковской гарантией, раскрываться (публиковаться) должна отчетность также поручителя или гаранта.

Отчетность должна быть составлена в соответствии с МСФО либо по иным правилам в случаях, определенных Законом «О консолидированной финансовой отчетности».

**6) Условие об отсутствии убытков:** для включения в список высшего уровня величина GPnL должна быть положительной по итогам двух из последних трех лет, считая с восьмого года создания эмитента, а в список второго уровня — по итогам одного из последних трех лет, считая с восьмого года созда-

**Таблица 1**  
Динамика требований, предъявляемых для целей инвестирования средств пенсионных накоплений в облигации в соответствии с Постановлением № 379 (особенности для концессионных облигаций не установлены)

Требования / период действия	До 12.10.04	До 31.07.09	До 09.11.09	До 16.03.13	До 27.03.13	До 27.12.14	По наст. время
<b>Требования к включению в котировальные списки</b>							
Облигации включены в котировальный список	+	-	-	-	-	-	-
Облигации включены хотя бы в один котировальный список высшего уровня	-	+	+	+	+	+	+
<b>Требование к рейтингу</b>							
Эмитенту (выпуску) облигаций присвоен рейтинг Fitch, S&P, Moody's либо аккредитованным российским рейтинговым агентством на уровне, уступающем суверенному рейтингу РФ не более чем на 2 ступени	-	-	+	+	-	-	-
Эмитенту (выпуску) облигаций присвоен рейтинг Fitch либо S&P на уровне не ниже BB-, Moody's на уровне не ниже Ba3 или рейтинг кредитоспособности от национального рейтингового агентства, аккредитованного в порядке, установленном законодательством РФ	-	-	-	-	+	+	-
Эмитенту (выпуску) облигаций присвоен рейтинг Fitch либо S&P на уровне не ниже BB-, Moody's на уровне не ниже Ba3	-	-	-	-	-	-	+
<b>Требование к обеспечению</b>							
Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций с купонным доходом и/или частично или полностью процентного (купонного) дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией госкорпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности»	-	-	+	+	-	-	-
Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией Внешэкономбанка	-	-	-	-	+	-	-
Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией Внешэкономбанка или эмитенту присвоен рейтинг Fitch, S&P или Moody's на уровне не ниже суверенного рейтинга РФ	-	-	-	-	-	+	+
<b>Требование к максимальной доле облигаций в инвестиционном портфеле</b>							
В 2004 г. — 50%							
В 2005 г. — 60%	+	+	+	+	+	+	+
В 2006 г. — 70%							
С 2007 г. — 80%							
Требование о максимальной доле не распространяется на облигации, обязательства по которым гарантированы РФ, а также на облигации, эмитентам которых присвоен рейтинг Fitch, S&P или Moody's на уровне не ниже суверенного рейтинга РФ	-	-	-	-	+	+	+
<b>Иные требования<sup>1</sup></b>							
Эмитент представляет организатору торговли ежеквартальные отчеты, сообщения о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента	+	-	-	-	-	-	-
У эмитента не менее 1000 акционеров	+	-	-	-	-	-	-
У эмитента отсутствуют убытки по итогам двух из последних трех лет, а в случае существования эмитента менее трех лет — за весь срок его существования	+	-	-	-	-	-	-
Стоимость чистых активов эмитента составляет не менее 500 млн руб.	+	-	-	-	-	-	-
Рыночная стоимость всех ЦБ эмитента составляет не менее 30 млн руб.	+	-	-	-	-	-	-
Среднемесячная сумма рыночных сделок с облигациями, рассчитанная по итогам последних 6 месяцев, составляет не менее 400 тыс. руб.	+	-	-	-	-	-	-

<sup>1</sup> В период с момента исключения указанных требований из Постановления № 379 и по настоящее время некоторые требования такого рода устанавливаются также в Правилах листинга для целей включения бумаг в котировальные списки.

■ ■ ■

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ  
КОНЦЕССИОННЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ ДАЕТ  
ВОЗМОЖНОСТЬ  
ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ  
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ  
ИНВЕСТОРОВ НА  
ДЛИТЕЛЬНЫЙ СРОК

**Таблица 2**  
Суверенный рейтинг  
РФ и уровни рейтинга,  
позволяющие  
инвестировать средства  
пенсионных накоплений  
по состоянию на декабрь  
2015 г.

Уровень	Moody's	S&P	Fitch	Эксперт РА
	Baa1	BBB+	BBB+	-
	Baa2	BBB	BBB	-
1	Baa3	BBB-	BBB-	-
2	Ba1	BB+	BB+	-
3	Ba2	BB	BB	A++
4	B1	B+	BB-	A+
5	B3	B-	B+	A
	Caa2	CCC	B-	B+
	Caa3	CCC-	CCC	B

■ Уровень суверенного рейтинга РФ<sup>3</sup>

■ Уровень рейтинга, при наличии которого допускается инвестирование средств пенсионных накоплений в концессионные облигации

ния эмитента. Формула расчета GPnL определена в Правилах листинга.

**7) Условие об отсутствии дефолта:** дефолт эмитента отсутствует или для включения в список высшего уровня с момента прекращения обязательств, в отношении которых эмитентом был допущен дефолт, прошло не менее трех лет, а для включения в список второго уровня — не менее двух лет.

**8) Условие о раскрытии информации (в настоящий момент не применяется):**

для включения в список высшего уровня эмитент-концессионер должен принять на себя обязательства ежеквартально раскрывать информацию в отношении КС и деятельности эмитента по реализации КС в порядке и объеме, установленном правилами (требованиями) биржи<sup>1</sup>.

Для включения в список второго уровня указанное условие не применяется.

По мнению специалистов биржи<sup>2</sup>, установление данных требований позволит повысить прозрачность при раскрытии информации в отношении концессионных проектов и расширит возможность проведения инвесторами мониторинга деятельности эмитентов-концессионеров.

### ОГРАНИЧЕНИЯ НА ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ И ТРЕБОВАНИЯ К ОБЛИГАЦИЯМ, В КОТОРЫЕ ОНИ ИНВЕСТИРУЮТСЯ

Ограничения на инвестирование пенсионных накоплений и требования к облигациям, в которые они инвестируются, можно разделить на основные и дополнительные.

Основные ограничения установлены:

<sup>1</sup> На дату настоящей статьи не установлены.

<sup>2</sup> См. <http://fs.moex.com/files/257>.

1) Федеральным законом от 24.07.2007 № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии» (далее — Закон о ПИ).

Согласно ст. 26 Закона о ПИ, пенсионные накопления могут быть размещены в облигации российских эмитентов при условии, что они допущены к обращению на организованных торгах и удовлетворяют требованиям, установленным Правительством РФ.

Согласно ст. 38 Закона о ПИ, максимальная доля в инвестиционном портфеле облигаций первого эмитента не должна превышать 40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного эмитента. Исключением из данного правила, в частности, являются бумаги, обязательства по которым гарантированы РФ, а также бумаги, соответствующие требованиям Правительства РФ.

2) Федеральным законом от 07.05.1998 № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (далее — Закон о НПФ).

Согласно ст. 24.1 Закона о НПФ, средства пенсионных накоплений могут быть инвестированы в облигации российских эмитентов, только если они обращаются на организованных торгах и удовлетворяют требованиям, установленным ЦБ РФ, а также при их первичном размещении — если они удовлетворяют требованиям, установленным ЦБ РФ.

Согласно ст. 36.15 Закона о НПФ, максимальная доля в инвестиционном портфеле облигаций первого эмитента не должна превышать 40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного эмитента.

Дополнительные ограничения установлены:

1) Постановлением Правительства РФ от 30.06.2003 № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ» (далее — Постановление № 379).

<sup>3</sup> По информации, представленной по ссылке <http://www.tradingeconomics.com/russia/rating>.

**Таблица 3. Сводные данные о требованиях к концессионным облигациям**

Группа требований	Состав требований	Статус требований
Требования для целей включения в котировальный список первого (высшего) уровня	Минимальный срок существования эмитента либо поручителя (гаранта)	Не применяется
	Минимальный объем выпуска	Применяется
	Максимальная номинальная стоимость облигаций	Применяется
	Срок утверждения решения о выпуске — после заключения КС	Применяется
	Целевой характер эмиссии облигаций — реализация действующего КС	Применяется
	Отсутствие убытков у эмитента по итогам двух из последних трех лет, считая с восьмого года от его создания	Применяется
	Наличие у эмитента, существующего более одного года, отчетности МФСО	Применяется
	Минимальная стоимость чистых активов эмитента	Не применяется
	Минимальная рыночная стоимость всех ЦБ эмитента	Не применяется
	Минимальное кол-во акционеров эмитента	Не применяется
	Минимальный среднемесячный объем сделок с ЦБ эмитента	Не применяется
	Минимальный ежемесячный объем сделок, заключенных с облигациями	Не применяется
	Наличие у эмитента и/или выпуска облигаций кредитного рейтинга	Не применяется
	Отсутствие дефолта эмитента в последние три года	Применяется
	Требование к корпоративной структуре эмитента	Не применяется
	Требование к наличию обеспечения исполнения обязательств по облигациям, если номинальная стоимость всех выпущенных эмитентом облигаций превышает размер его уставного капитала	Не применяется
Определение представителя владельцев облигаций	Не применяется	
Ежеквартальное раскрытие эмитентом-концессионером информации в отношении КС и деятельности эмитента по его реализации	На данный момент не применяется	
Требования для целей инвестирования пенсионных накоплений согласно Закону о ПИ и Постановлению № 379	Включение облигаций хотя бы в один котировальный список высшего уровня	Применяется
	Эмитенту (выпуску) облигаций присвоен рейтинг не ниже уровня ВВ- по классификации Fitch, S&P или не ниже уровня Вa3 по классификации Moody's	Применяется
	Эмитенту (выпуску) присвоен рейтинг кредитоспособности национальным рейтинговым агентством, аккредитованным в порядке, установленном законодательством РФ	Не применяется
	Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией Внешэкономбанка	Не применяется
	Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией Внешэкономбанка или эмитенту облигаций присвоен рейтинг Fitch, S&P или Moody's на уровне не ниже суверенного рейтинга РФ	Применяется
	Эмитент представляет организатору торговли на РЦБ ежеквартальные отчеты, сообщения о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента	Не применяется
	Минимальное число акционеров эмитента	Не применяется
	Отсутствие у эмитента убытков по итогам двух из последних трех лет, а в случае существования эмитента менее трех лет — за весь срок его существования	Не применяется
	Минимальная стоимость чистых активов эмитента	Не применяется
	Минимальная рыночная стоимость всех ЦБ эмитента	Не применяется
	Минимальная среднемесячная сумма рыночных сделок с облигациями	Не применяется
	Максимальная доля облигаций в инвестиционном портфеле средств ПФ РФ — не более 80%	Применяется/не применяется <sup>1</sup>
	Максимальная доля в инвестиционном портфеле облигаций первого эмитента — не более 40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного эмитента	Применяется/не применяется <sup>2</sup>
Требования для целей инвестирования пенсионных накоплений согласно Закону о НПФ и Положению № 451-П	Бумаги должны быть допущены к организованным торгам	Применяется
	1) Бумаги включены в список высшего уровня хотя бы одной российской биржи	Применяется одно из указанных четырех требований
	2) Выпуску (эмитенту) присвоен рейтинг не ниже уровня, установленного СД ЦБ	
	3) Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций 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 СД ЦБ	
	Рейтинг выпуска должен быть не ниже уровня, установленного СД ЦБ, а при отсутствии рейтинга выпуска рейтинг эмитента либо поручителя (гаранта) по таким облигациям должен быть не ниже уровня, установленного СД ЦБ	Применяется, если не соответствует концессионным требованиям, или совместно с ними
	а) Концедент с населением более 1 млн человек и б) Сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении облигаций эмитента – концессионера на каждый день не должна превышать 110% объема инвестиций, предусмотренных всеми заключенными этим эмитентом КС	Применяется, если не соответствует требованию о рейтинговании, или совместно с ним
	Максимальная доля облигаций в инвестиционном портфеле может составлять не более 80%	Не применяется с 08.09.15
Максимальная доля в инвестиционном портфеле облигаций первого эмитента не должна превышать 40% совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного эмитента	Применяется	

<sup>1</sup> В отношении облигаций, обязательства по которым гарантированы РФ, а также облигаций, эмитенту которых присвоен рейтинг Fitch, S&P или Moody's на уровне не ниже суверенного рейтинга РФ.

<sup>2</sup> Исключением из правила являются бумаги, обязательства по которым гарантированы РФ, а также бумаги, соответствующие требованиям Правительства РФ.

Согласно Постановлению № 379, пенсионные накопления могут быть инвестированы в облигации, соответствующие следующим требованиям:

а) Облигации включены хотя бы в один котировальный список высшего уровня.

б) Эмитенту (выпуску) облигаций присвоен рейтинг не ниже уровня ВВ- по классификации Fitch либо S&P или не ниже уровня Ва3 по классификации Moody's.

в) Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией Внешэкономбанка или эмитенту облигаций присвоен рейтинг Fitch либо S&P или Moody's на уровне не ниже суверенного рейтинга РФ по обязательствам.

г) Доля облигаций в инвестиционном портфеле должна составлять не более 80%. Требование не распространяется на облигации, обязательства по которым гарантированы РФ, а также на облигации, эмитентам которых присвоен рейтинг Fitch, S&P или Moody's на уровне не ниже суверенного рейтинга РФ.

2) Положением Банка России от 25.12.2014 № 451-П (далее — Положение № 451-П).

Пп. 1.4.1 Положения № 451-П устанавливает общие требования для инвестирования пенсионных накоплений, согласно которым облигации иных эмитентов должны быть допущены к обращению на организованных торгах и соответствовать хотя бы одному из следующих критериев:

а) Облигации включены в список высшего уровня хотя бы одной российской биржи.

б) Выпуску (эмитенту) присвоен рейтинг не ниже уровня, установленного Советом директоров Банка России (СД ЦБ).

в) Исполнение обязательств по выплате номинальной стоимости облигаций либо по выплате номинальной стоимости облигаций и частично или полностью купонного дохода по ним обеспечено госгарантией РФ или гарантией Внешэкономбанка.

г) Исполнение всех обязательств по облигациям обеспечено поручительством юридического лица, которому присвоен рейтинг не ниже уровня, установленного СД ЦБ.

Пп. 1.4.7 Положения № 451-П устанавливает специальные требования для инвестирования пенсионных накоплений в концессионные облигации, согласно которым такие облигации

### КОНЦЕДЕНТ ПО КОНЦЕССИОННОМУ СОГЛАШЕНИЮ ПРЕДСТАВЛЯЕТ СОБОЙ ПУБЛИЧНО-ПРАВОВОЕ ОБРАЗОВАНИЕ С НАСЕЛЕНИЕМ БОЛЕЕ 1 МЛН ЧЕЛОВЕК

должны соответствовать хотя бы одному из следующих требований:


а) Выпуску присвоен рейтинг не ниже уровня, установленного СД ЦБ, либо эмитенту или поручителю (гаранту) по таким облигациям присвоен рейтинг не ниже уровня, установленного СД ЦБ.

Согласно информационному сообщению Банка России от 20.10.2015, уровень указанного рейтинга по классификации хотя бы одного из агентств Fitch, S&P, Moody's должен быть не ниже суверенного рейтинга РФ, сниженного на три ступени, или должен составлять не менее A++ по национальной шкале по классификации агентства «Эксперт РА».

б) Выпуск соответствует следующим специальным требованиям:

— концедент по концессионному соглашению, заключенному с эмитентом-концессионером, представляет собой публично-правовое образование с населением более 1 млн человек.

— сумма номинальных стоимостей всех находящихся в обращении облигаций указанного эмитента-концессионера на каждый день не превышает 110% объема инвестиций, предусмотренных всеми заключенными этим эмитентом КС.

Учитывая, что для целей инвестирования пенсионных накоплений в концессионные облигации достаточно соответствия хотя бы одному из указанных требований, следует сделать вывод о возможности инвестирования в отсутствие рейтинга, однако такие облигации могут составлять не более 25% инвестиционного портфеля<sup>1</sup>. При этом также необходимо учитывать требования пп. 1.4.1 Положения № 451-П, например о включении в список высшего уровня либо о наличии поручителя с соответствующим рейтингом. 

<sup>1</sup> Пп. 1.5.11 Положения № 451-П.

■ ■ ■  
 ДЛЯ ВКЛЮЧЕНИЯ  
 В СПИСОК ВЫСШЕГО  
 УРОВНЯ ОБЪЕМ  
 ВЫПУСКА ДОЛЖЕН  
 СОСТАВЛЯТЬ НЕ МЕНЕЕ  
 1 МЛРД РУБ.,  
 В СПИСОК ВТОРОГО  
 УРОВНЯ — НЕ МЕНЕЕ  
 500 МЛН РУБ.