

► **Александр Ермак,**

главный аналитик долговых рынков,  
заместитель начальника аналитического управления  
БК «РЕГИОН»



# Новые правила инвестирования резервов НПФ: оценка возможного влияния на рублевый долговой рынок

С середины февраля 2007 года вступили в силу новые правила размещения средств НПФ, согласно которым из разрешенных активов исключаются векселя и вводится ряд новых ограничений, в том числе на вновь размещаемые облигации и бумаги, не включенные в котировальные листы бирж. В данной статье мы попробуем оценить, как могут отразиться новые правила на долговом рынке.

## НОВЫЕ ПРАВИЛА РАЗМЕЩЕНИЯ СРЕДСТВ НПФ: ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

С середины февраля 2007 года вступило в силу Постановление Правительства РФ от 1 февраля 2007 года № 63 «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением». В документе был определен исчерпывающий перечень активов, которые могут составлять пенсионные резервы фонда. Активы, не предусмотренные указанным перечнем, не могут составлять пенсионные резервы фонда.

Согласно Правилам, фонды могут размещать средства пенсионных резервов в следующие активы:

- денежные средства на банковских счетах и в банковских депозитах в рублях и иностранной валюте;
- государственные ценные бумаги РФ;

- государственные ценные бумаги субъектов РФ и муниципальные облигации, допущенные к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг;

- депозитные сертификаты российских банков;

- акции российских ОАО, допущенные к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг;

- облигации российских хозяйственных обществ, допущенные к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг;

- ипотечные ценные бумаги, выпущенные в соответствии с законодательством Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах и допущенные к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг;

- инвестиционные паи открытых и интервальных паевых инвестицион-

ных фондов при условии, что требования к составу и структуре активов этих фондов соответствуют требованиям к составу и структуре пенсионных резервов фондов;

- инвестиционные паи закрытых паевых инвестиционных фондов, допущенные к торгам российскими организаторами торговли на рынке ценных бумаг.

Кроме того, в документе закреплены требования к процентному соотношению активов в общей структуре пенсионных резервов фонда. Так, в частности, суммарная доля инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов и акций акционерных инвестиционных фондов может составлять не более 50% пенсионных резервов. Также определены особенности применения отдельных требований к фондам, созданным после вступления в силу Правил.

Согласно постановлению, в течение 6 месяцев с даты его вступления в силу деятельность по размещению средств пенсионных резервов подлежит приведению в соответствие с Правилами. Негосударственные пенсионные фонды обязаны привести состав и структуру пенсионных резервов в соответствие с Правилами в течение 3 лет с даты вступления постановления в силу.

### ВКСЕЛЯ ИСКЛЮЧЕНЫ ИЗ РАЗРЕШЕННЫХ АКТИВОВ НПФ

Согласно пункту 6 новых Правил, пенсионные резервы фонда не могут составлять активы, не предусмотренные данными Правилами. Соответственно, из состава разрешенных пенсионных активов были исключены векселя.

Вексельный рынок, который составляет, по нашим примерным оценкам, порядка 450–480 млрд рублей, является третьим по величине сегментом российского рублевого долгового рынка, занимая на начало текущего года порядка 20%.

Основным инвестором на данном рынке являются коммерческие банки, на их долю приходится порядка 45–50%.

По данным сайта Investfunds.ru, на конец 2006 г. сумма пенсионных резервов составляла более 405.2 млрд рублей, увеличившись за прошлый год на 46.1% (в 2005 г. — 65%, 2004 г. — 90%). Исходя из динамики роста резервов, на конец 2007 года эта сумма может увеличиться, по нашим прогнозам, до 520–530 млрд рублей.

В структуре активов НПФ на долю векселей могло приходиться, по нашим оценкам, до 20–25%. Таким образом, доля НПФ на вексельном рынке может оцениваться на начало года на уровне 17–21%.

Учитывая краткосрочный характер вексельного рынка (а на долю векселей со сроком обращения от 1 до 12 месяцев приходится до 75–80% рынка), в течение года вексельный рынок «недосчитается» из-за «вывода» денежных средств НПФ порядка 80–100 млрд рублей.

### ОГРАНИЧЕНИЯ НА СТРУКТУРУ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ

В Правилах были установлены требования к структуре пенсионных резервов фонда. Максимально возможные доли вложения в инструменты фондового рынка представлены на Рис. 4.

Кроме того, доля государственных ценных бумаг РФ одного выпуска или государственных ценных бумаг субъектов РФ одного выпуска может составлять не более 35% пенсионных резервов, доля ценных бумаг одного эмитента, за исключением госбумаг РФ, госбумаг субъектов РФ и акций акционерных инвестиционных фондов, может

Рис. 1. Структура рублевого долгового рынка на начало 2007 г.

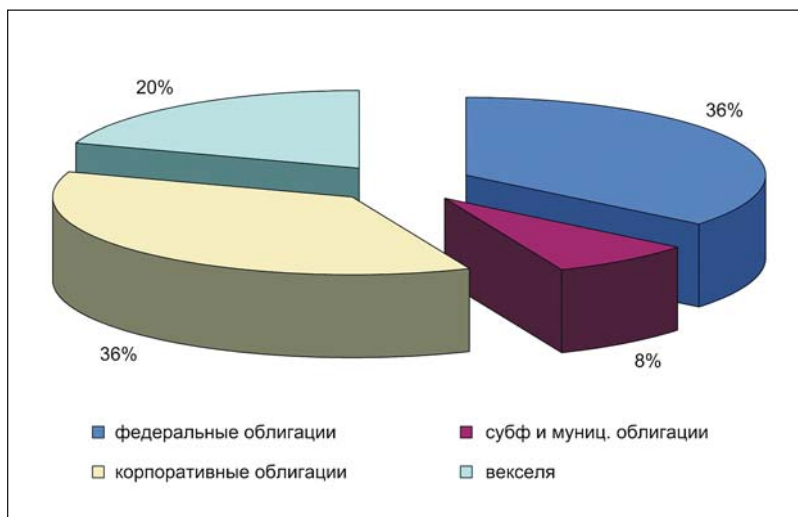


Рис. 2. Пенсионные резервы НПФ, млн руб.

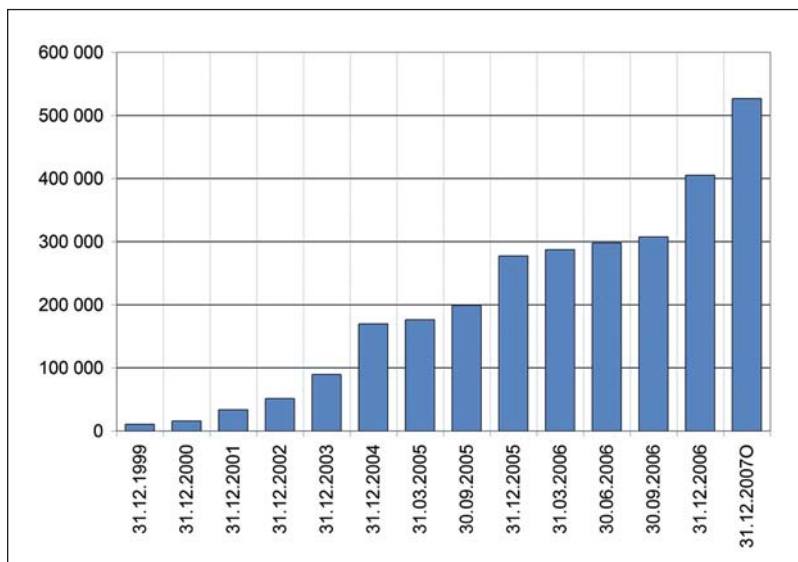
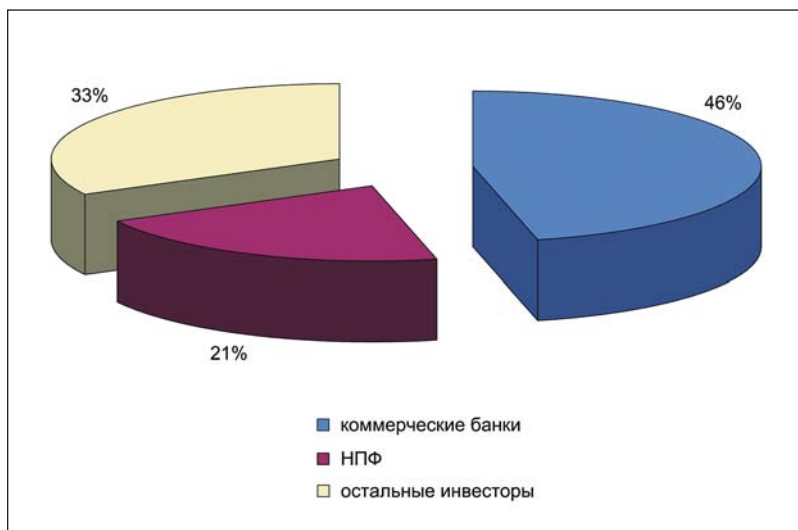


Рис. 3. Структура инвесторов на рынке векселей (оценка ГК «РЕГИОН»)



составлять не более 10% пенсионных резервов. Доля акций акционерных инвестиционных фондов и инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, управление (доверительное управление) которыми осуществляется одной управляющей компанией, может составлять не более 25% пенсионных резервов.

Основным нововведением новых Правил, которое имеет непосредственное отношение к облигационному рынку, стало требование на ограничение суммарной доли ценных бумаг, не включенных в котировальные списки фондовых бирж (за исключением государственных ценных бумаг РФ и инвестиционных паев открытых и интервальных ПИФов), а также включенных в котировальные списки фондовых бирж, в которые включаются ценные бумаги, впер-

вые размещаемые путем открытой подписки или впервые предлагаемые к публичному обращению, на уровне не более 40% пенсионных резервов. В том числе доля ценных бумаг, по которым не зарегистрирован отчет об итогах выпуска (дополнительного выпуска) или не представлено уведомление в регистрирующий орган об итогах выпуска (дополнительного выпуска), может составлять не более 15% пенсионных резервов.

#### НОВЫЕ ТРЕБОВАНИЯ К РЕЗЕРВАМ СУЩЕСТВЕННО ОГРАНИЧАТ УЧАСТИЕ НПФ В ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЯХ

В последние годы НПФы (управляющие компании) были достаточно активными участниками первичных размещений на рынке корпоративных, субфедеральных и муниципаль-

ных облигаций, т. к. только участие в аукционах позволяло инвесторам вложить достаточно большие средства на выгодных условиях (особенно в периоды повышательного тренда).

Ежегодный прирост объема первичных размещений в 2005–2006 гг. составлял порядка 60–65%. По нашим самым консервативным оценкам, рост объема размещений может составить порядка 35–40%, т. е. суммарный объем первичных размещений может составить порядка 750–775 млрд руб.

В 2006 году ежемесячный объем размещений на рынке корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций составлял в среднем порядка 46.2 млрд рублей (в пределах от 16–20 до 70–90 млрд руб.). В январе 2007 г. было размещено субфедеральных и муниципальных облигаций всего на 1.2 млрд руб., но в феврале–апреле объем размещений корпоративных и субфедеральных облигаций составил более 182.5 млрд руб. (в среднем порядка 61 млрд руб. в месяц). Исходя из наших оценок и ситуации в начале года, в 2007 г. ежемесячно может размещаться облигаций на сумму порядка 60–70 млрд руб. С учетом того, что средства инвесторов «замораживаются» на срок порядка 1.5–2 месяцев (от момента размещения до начала вторичного обращения), и с учетом текущего объема пенсионных резервов, потенциальный максимальный объем участия НПФ на первичных аукционах в течение месяца может составить порядка 20–25 млрд руб., или около 30% от ежемесячных размещений.

Однако нельзя не отметить, что данные рассуждения и оценки могут быть справедливыми только в условиях приведения структуры активов пенсионных резервов в соответствие с новыми требованиями. По нашим оценкам, до принятия новых Правил НПФ, работавшие на долгом рынке, инвестировали свои резервы преимущественно в более доходные облигации (второго–третьего эшелонов), которые не входили в котировальные листы бирж. Соответственно, им потребуется определенное время для приведения структуры своих инвестиций в соответствие с новыми требованиями. Продажа каких-либо крупных пакетов облигаций может привести к снижению цены на них, поэтому логичнее всего предположить, что НПФ будут ждать, например, наступления оферт на досрочный выкуп (сроки до которых обычно не превышают 1–1.5

Рис. 4. Ограничения по структуре резервов НПФ

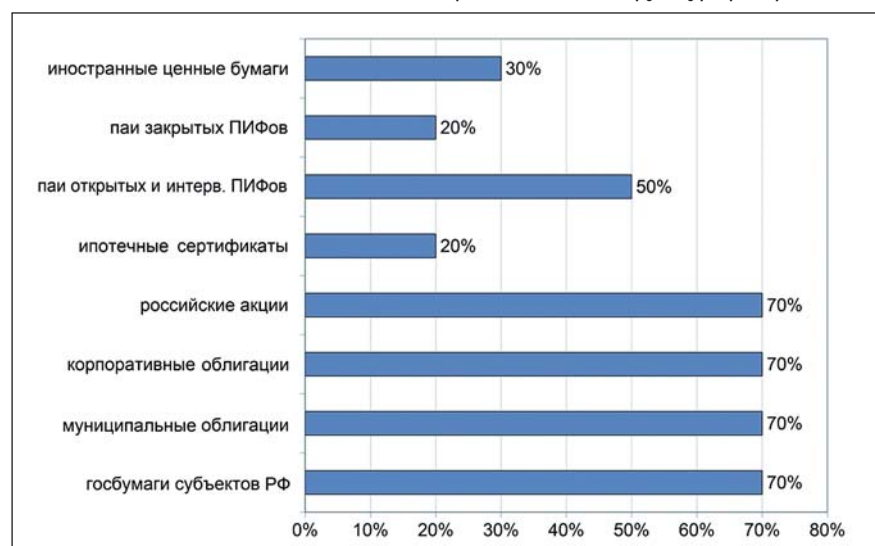
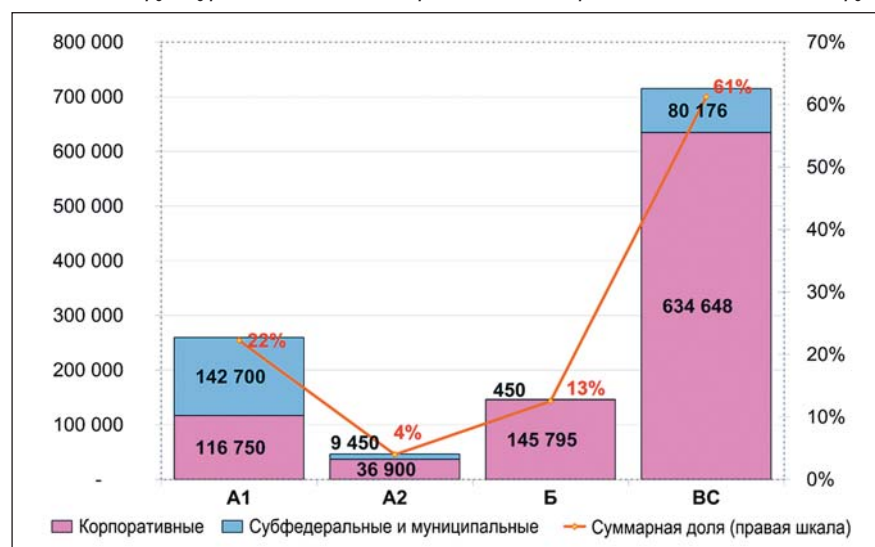


Рис. 5. Структура облигационного рынка по котировальным листам, млн руб.



## Распределение облигаций по категориям допуска к торгам

| Категория допуска | Корпоративные |                        | Субфедеральные и муниципальные |                        |
|-------------------|---------------|------------------------|--------------------------------|------------------------|
|                   | по объему     | по количеству выпусков | по объему                      | по количеству выпусков |
| A1                | 12%           | 7%                     | 61%                            | 34%                    |
| A2                | 4%            | 3%                     | 4%                             | 14%                    |
| Б                 | 16%           | 15%                    | 0%                             | 1%                     |
| В                 | 1%            | 0%                     | 0%                             | 0%                     |
| Внеписочные (ВС)  | 68%           | 75%                    | 34%                            | 51%                    |

Источник: ФБ ММВБ, расчеты ГК «РЕГИОН»

лет с даты размещения). В результате фактическое участие НПФ в первичных размещениях в ближайшие время (по крайней мере, в течение как минимум 0.5–1 года) будет минимальным.

### НЕКОТИРУЕМЫЕ ОБЛИГАЦИИ: МАКСИМАЛЬНЫЙ ДОХОД, НО «ВНЕ СПИСКА»

Третьим серьезным ударом по долговому рынку в целом и вторым по рынку облигаций стало введение ограничения на долю ценных бумаг, не включенных в котировальные списки фондовых бирж, за исключением государственных ценных бумаг РФ, которая теперь может составлять не более 40% пенсионных резервов (с учетом 15% на участие в первичных размещениях).

На конец апреля 2007 г. на рынке обращаются корпоративные облигации на общую сумму около 939 млрд руб., из которых на долю ценных бумаг, включенных в котировальные листы (A1, A2 и Б), приходится около 299.4 млрд руб., или 32% от всех обращающихся корпоративных облигаций. Вне списка к торгам на ФБ ММВБ допущено корпоративных облигаций на сумму более 634.6 млрд руб.

Кроме того, на ФБ ММВБ обращаются субфедеральные и муниципальные облигации на общую сумму около

232.8 млрд руб., из которых на долю ценных бумаг, включенных в котировальные листы (A1, A2 и Б), приходится около 152.6 млрд руб., или 66% от всех обращающихся региональных облигаций. Вне списка к торгам на ФБ ММВБ допущено облигаций на сумму более 80.1 млрд руб.

Таким образом, суммарный объем облигаций, включенных в котировальные списки ФБ ММВБ (A1, A2 и Б), составляет около 452 млрд руб., или 39% облигационного рынка.

Если говорить об основных инвесторах на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций, то в первую очередь можно отметить коммерческие банки, на долю которых приходится, по нашим оценкам, порядка 50% суммарного объема рынка. При этом у банков отсутствуют ограничения на инвестирование средств на облигационном рынке. Ко второй по потенциалу и первой среди институциональных инвесторов группе теоретически можно отнести страховые компании. Объем страховых резервов на начало текущего года мы оцениваем на уровне порядка 400–430 млрд руб. По самым консервативным оценкам, объем вложений страховых компаний на рынке облигаций может составлять порядка 20–25%, или 80–110 млрд руб. При этом разрешенными активами на

этом рынке являются облигации, входящие в котировальный список уровня A1, и облигации эмитентов, имеющих рейтинг на уровне не более чем на две ступени ниже суверенного рейтинга Российской Федерации. На текущий момент общий объем разрешенных для страховых компаний активов на рынке облигаций составляет около 320 млрд руб. Максимально возможный объем вложений в облигации ПИФов можно оценить на уровне 50–55 млрд руб. (исходя из стоимости чистых активов фондов облигаций и смешанных фондов), при этом в соответствии с законодательством доля внесписочных ценных бумаг не может превышать 50% активов фонда. Кроме того, в облигации могут инвестироваться средства ОФБУ (без ограничений) и накопительной части пенсионного страхования, находящихся в управлении частных УК и НПФ (включенных в котировальные списки высшего уровня). Однако их объем пока незначителен, но в качестве потенциальных «конкурентов» на котлируемые облигации про них забывать нельзя.

Исходя из новых правил инвестирования резервов НПФ, основным активом на рынке облигаций становятся ценные бумаги, включенные в котировальные листы организаторов торговли. В то же время на вложения в данный актив в той или иной мере сориентированы и остальные категории институциональных инвесторов. Кроме того, нельзя не отметить, что в котировальных списках (особенно A1) представлены ценные бумаги наиболее «качественных» эмитентов (имеющих отчетность по МСФО, кредитные рейтинги международных агентств), интерес к которым проявляют и инвесторы-нерезиденты. Фактически это означает усиление конкуренции на рынке облигаций в секторе котировальных ценных бумаг.

## Институциональные инвесторы на рынке облигаций и разрешенные активы

| Актив                                                                  | Объем<br>рынка<br>облигаций | Коммерческие<br>банки<br>(справочно) | Резервы<br>НПФ   | Резервы<br>страховых<br>компаний | ПИФ              | ОФБУ | Пенсионные<br>накопления<br>в УК и НПФ |  |
|------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|------------------|----------------------------------|------------------|------|----------------------------------------|--|
| Общий объем                                                            | 1 172                       | ~550                                 | ~405             | ~400–430                         | ~50–55           | ~17  | ~16                                    |  |
| Котировальные ЦБ, уровень А1                                           | 259                         | +                                    | +                | +                                | +                | +    | +                                      |  |
| Котировальные ЦБ, уровень А2 и Б                                       | 193                         |                                      |                  | –                                |                  |      | –                                      |  |
| Внесписочные ЦБ с рейтингом, отстающим от РФ не более чем на 2 ступени | 111                         |                                      | + (не более 40%) | +                                | + (не более 50%) |      | –                                      |  |
| Остальные внесписочные ЦБ                                              | 604                         |                                      |                  | –                                |                  |      |                                        |  |

Источник: оценка ГК «РЕГИОН»

Результатом уже существующего более высокого спроса на котируемые ценные бумаги, особенно включенные в список А1, являются возникающие диспропорции при формировании цен на облигации, включенные и не включенные в котируемые листы, в т. ч. и одних и тех же эмитентов.

Разница между средней доходностью облигаций, включенных в котируемый список А1, и внесписочных облигаций составляла в прошлом и начале этого года порядка 150–200 б.п. (при сопоставимой средней дюрации), а между облигациями котируемого листа Б и внесписочными облигациями — порядка 40–50 б.п. (при этом необходимо учесть большую дюрацию облигаций котируемого списка Б).

Более низкая доходность облигаций, включенных в котируемые списки,

#### Сравнительный анализ доходов от вложения

| Срок инвестиций | Индексы возврата на инвестиции |       |       |       |
|-----------------|--------------------------------|-------|-------|-------|
|                 | A1                             | A2    | Б     | BC    |
| 1 мес.          | 0.59%                          | 0.42% | 0.58% | 0.72% |
| 3 мес.          | 1.88%                          | 1.91% | 2.14% | 2.10% |
| 6 мес.          | 3.80%                          | 3.72% | 4.23% | 4.17% |
| 12 мес.         | 8.61%                          | 8.50% | 8.39% | 9.33% |

Источник: ГК «РЕГИОН»

определила и более низкий доход, полученный от вложения в облигации по итогам прошлого года. Средний доход за год на 5 марта 2007 г. от инвестирования во внесписочные облигации составил 9.33%, тогда как средний доход от инвестирования в облигации, включенные в котируемые списки, составил 8.39–8.61%.

#### РЕЗЮМЕ

Вступившие в силу с середины февраля 2007 г. новые правила размещения средств НПФ могут привести к следующим изменениям на рублевом долгом рынке.

- Запрет на вложения резервов НПФ в векселя может привести к выводу с данного сегмента рынка в течение года, по нашим оценкам, порядка 65–80 млрд руб., что составляет порядка 18–20% от общего объема публичных векселей в обращении.

- Введение ограничений на инвестирование резервов НПФ в ценные бумаги, не включенные в котируемые списки организаторов торгов (40%), в т. ч. по которым не зарегистрирован отчет об итогах выпуска (15%), приведет к существенному снижению активности НПФ на первичном рынке и их фактическому отказу от участия в аукционах на период приведения структуры своих активов в соответствие с новыми требованиями (по нашим оценкам, как минимум в течение ближайшего года).

- Введение ограничений на инвестирование резервов НПФ в ценные бумаги, не включенные в котируемые списки организаторов торгов (40%), будет способствовать росту спроса на котируемые облигации (особенно из котируемого списка А1, которые являются разрешенными, например, для другой категории крупных институциональных инвесторов — страховых компаний). Соответственно, это будет способствовать повышению цен и снижению доходности в данном сегменте корпоративных облигаций.

- Вместе с тем, снижение спроса на внесписочные облигации может способствовать активизации эмитентов и организаторов облигационных займов по прохождению листинга на бирже, что, несомненно, можно расценивать как позитивный фактор для дальнейшего развития и снижения рисков рублевого облигационного рынка в целом. C

Рис. 6. Индексы средневзвешенной доходности корпоративных облигаций в зависимости от категории допуска к биржевым торгам

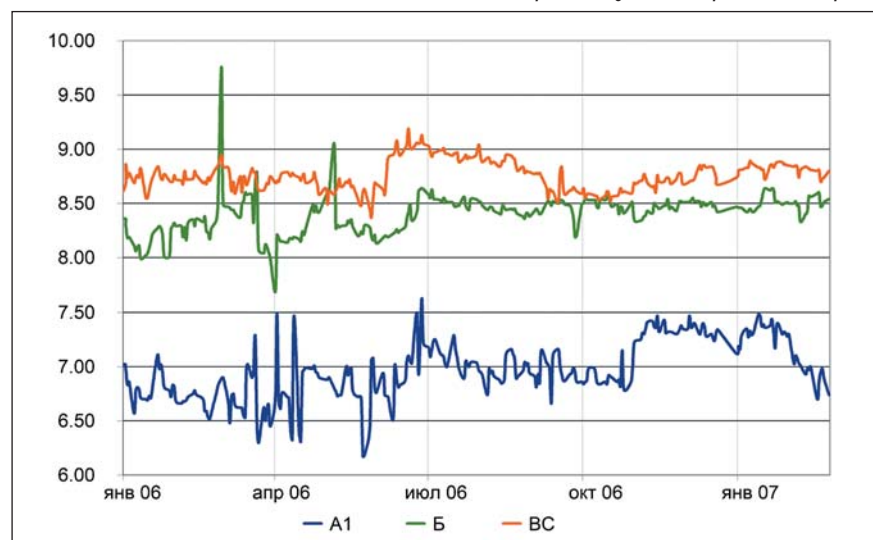


Рис. 7. «Кривая» доходности индексов корпоративных облигаций. Размер круга соответствует объему рынка

