



Облигации вместо кредитов

Идея создания агентства, которое размещало бы крупные ликвидные долгосрочные и дешевые займы в целях кредитования программ развития российских регионов и муниципалитетов, витает в воздухе и быстро созревает в общественном мнении. Муниципалитеты и небольшие регионы испытывают достаточно острую потребность в подобной организации. Их представители жалуются на недостаток средств для развития и на диктат местных банков. Я хотел бы поделиться с читателями журнала своими мыслями по этому поводу, постараться наметить ответы на некоторые очевидные вопросы и, в идеале, начать дискуссию по этой сложной проблеме.

Доходы бюджетов значительной части регионов, городов и муниципалитетов РФ не обеспечивают необходимого объема финансовых ресурсов для решения задач их развития. Особенно в условиях, когда на них перемещаются практически все инвестиционные расходы при одновременном сокращении средств, остающихся в их распоряжении. Для многих из них практически единственным источником развития является механизм финансирования, основанный на трансфертах, дотациях, субсидиях, субвенциях и т. д. Однако средства, полученные таким образом, как

правило, идут на решение острых социальных проблем, то есть фактически на текущие расходы, а не на инвестиции.

В то же время практически все инвестиционные расходы де-факто возложены на муниципалитеты, а средств в их распоряжении после осуществления реформы межбюджетных отношений остается все меньше. Аналогичная ситуация сложилась и в других регионах и городах.

В условиях централизации налоговых и иных доходов отказ региона от займов равносильен отказу от идеи ускорения своего экономиче-



Сергей ПАХОМОВ,
председатель Комитета государственных
заимствований Москвы

ского и социального развития. Это определяет острую потребность городов и муниципалитетов в притоке заемного капитала с целью создания современной инфраструктуры и повышения качества жизни населения, которые являются необходимыми условиями повышения инвестиционной привлекательности региона и предпосылками прихода туда частного капитала. Зачастую для местных властей единственным источником долгового финансирования являются кредиты местных банков, не имеющих необходимой ресурсной базы, но имеющих монопольный (местный Сбербанк РФ)

или олигопольный статус в предоставлении финансовых услуг на локальном рынке с соответствующими условиями кредитования (кредиты на срок в 1 год и очень высокие процентные ставки).

В то же время в России уже сформировался достаточно емкий рынок публичного долгового финансирования (облигации), использование которого позволяет привлекать финансовые ресурсы в большем объеме и на более длительные сроки. Сегодня лидеры рынка (к числу которых относится и город Москва) привлекают ресурсы под ставку, которая существенно ниже темпов инфляции. Так, Москва в 2005 году осуществляла заимствования в рублях под 6–8% годовых при темпах инфляции свыше 11%.

Потребность выхода на этот рынок начинают осознавать руководители практически всех региональных и муниципальных образований. Однако из-за небольших (по московским меркам) размеров местных бюджетов и, как следствие, нерыночных объемов займов многие регионы и муниципалитеты не могут рассчитывать на использование преимуществ фондирования на рынке облигаций.

Выход видится в создании эмиссионно-кредитного государственного агентства с особым статусом и узкими задачами. Облигации Агентства будут являться частью государственного долга, подобно тому, как сейчас долг регионов и муниципалитетов является частью госдолга. Такое Агентство, консолидируя и фактически секьюритизируя мелкие региональные и муниципальные займы, предоставило бы возможность регионам и муниципалитетам эффективно работать на рынке заимствований.

Какие расходы местных органов власти должны финансироваться за счет займов вообще и займов, потенциально предоставляемых таким Агентством? Ответ – в действующем Бюджетном кодексе РФ: только инвестиционные расходы и расходы по погашению существующего долга (исключая проценты по займам, которые платятся из текущих расходов). На законодательном уровне должна быть исключена возможность направления полученных

Агентство

Агентство будет привлекать ресурсы для финансирования инвестиционных программ городов и регионов

В большинстве европейских стран действует эффективная система муниципальных и региональных заимствований и управления ими с помощью финансовых институтов, которые, несмотря на узкую специализацию, стали крупнейшими и наиболее надежными эмитентами (по кредитному рейтингу) не только в своих странах, но и в масштабах мирового финансового рынка.

В России ситуация иная. Лидерами рынка являются Москва, Московская область, Санкт-Петербург. Большинство российских городов и регионов практически не используют рыночные заимствования как инструмент инвестиционной политики. А те из них, кто все же размещает облигации на рынке, вынуждены занимать средства существенно дороже лидеров рынка. В то же время срок, на который в города и регионы привлекаются ресурсы, существенно короче сроков реализации инвестиционных проектов, что создает финансовые риски и увеличивает стоимость последующих заимствований. Поэтому сейчас рассматривается вопрос о создании в России специализированной организации – Межрегионального долгового агентства (Агентство). Предполагается, что такое Агентство будет решать задачи выпуска и размещения заимствований для российских регионов, городов и муниципалитетов в целях удовлетворения их потребностей в финансировании региональных и муниципальных инвестиционных программ, местных программ развития и модернизации инфраструктуры.

Миссия Агентства

Консолидация ограниченных потребностей регионов, городов и муниципалитетов в привлечении средств на российском рынке капитала путем выпуска крупных облигационных займов для кредитования дефицитов местных бюджетов. Указанный механизм консолидации заимствований, фактически являющийся их секьюритизацией, расширит доступ российских регионов, городов и муниципалитетов на финансовый рынок, снизит связанные с заимствованиями издержки и стоимость ресурсов.

Задачи Агентства

- эмиссия долга и создание базы для финансирования инвестиционных программ региональных, городских, муниципальных бюджетов;
- кредитование дефицитов региональных, городских, муниципальных бюджетов и рефинансирование долга городов, работающих с Агентством;
- профессиональное управление долгом, ликвидностью и рисками.

Функции Агентства

- обобщение потребностей регионов, городов, муниципалитетов в займах для реализации бюджетных инвестиционных программ местной власти, направленных на развитие местной инфраструктуры и создание «общественных благ»;
- анализ местного бюджета и определение уровня экономически безопасного долга для участников Агентства;
- выработка критериев участия регионов, городов, муниципалитетов в деятельности Агентства.

Зарубежный опыт

Финансовые институты, управляющие в европейских странах системой муниципальных и региональных заимствований, представляют собой учрежденные европейскими государствами и муниципалитетами банки и финансовые агентства. Функционирование подобных организаций жестко регулируется национальным законодательством, обеспечивается многоступенчатой системой финансовых гарантий, в том числе и государственных.

Учитывая опыт и позиции на рынке, можно выделить следующие финансовые институты, обеспечивающие регионам и муниципалитетам доступ к дешевым рыночным заимствованиям:

- банковская группа Dexia (Франция, Бельгия, Италия);
- специализированный банк BNG (Нидерланды);
- специализированный банк KommunenKredit (Дания);
- специализированный банк Norges Kommunalbank (Норвегия);
- агентство муниципальных заимствований Kommuninvest (Швеция);
- агентство муниципальных заимствований MuniFin (Финляндия).

Сейчас европейские муниципалитеты (пожалуй, за исключением крупнейших европейских столиц) предпочитают выходить на рынок внутренних и внешних заимствований консолидированно, при посредничестве указанных и подобных им финансовых структур.



от Агентства средств на реализацию коммерческих проектов, которые по определению должны финансироваться частным сектором с помощью частного капитала.

Впрочем, из многочисленных бесед с представителями российских

регионов, городов и муниципалитетов складывается впечатление, что действительных инвестиционных программ, направленных на развитие местной инфраструктуры, в том числе жизненно важной, на местном уровне очень мало. Мысль там пока

вращается вокруг так называемых самоокупаемых проектов, которые должен вести частный сектор с помощью частного капитала. В Москве этим переболели в 1997–1998 годах. Благо, в начале 1999 года были приняты жесткие политические решения как о полном направлении средств займов только в городские бюджетные инфраструктурные инвестиционные программы, так и в отношении радикальной реформы нашей системы управления долгом. Кризис помог. Поэтому без достаточно широкого развития в России действительно бюджетных инвестиционных программ местной власти, направленных на создание «общественных благ», такое агентство невозможно, да и не нужно. Ему не для чего размещать займы.

Если в агентстве есть потребность, то как должно создаваться такое агентство? Снизу или сверху? Путем инициативы и самостоятельных действий ряда заинтересованных регионов и муниципалитетов или путем директивных действий федерального правительства? И мировой, и наш собственный опыт создания своего агентства по управле-



НА МЕСТАХ

Леонид Борисович ПИКМАН,
руководитель департамента финансов
администрации г. Волгограда

Мы, финансисты, — народ обязательный, поэтому, когда в 1997 году руководство города доверило нам проработать вопрос размещения муниципальных ценных бумаг, отнеслись к этому поручению со всей ответственностью. Честно признаюсь, с одной стороны, было интересно и заманчиво начинать незнакомое дело, с другой стороны, мы понимали, что это является своеобразной проверкой нашей состоятельности как специалистов.

Прежде всего мы тщательно, с учетом требований федерального законодательства и нормативно-правовых актов местного самоуправления проработали постановление о бюджете города. С этого советуем начинать и всем своим коллегам, имеющим желание освоить «науку муниципальных займов». Ведь нормативный акт о бюджете муниципального образования — один из документов, проходящих экспертизу в Министерстве финансов РФ. Чем качественнее подготовлен бюджет, тем больше вероятность успеха на первом этапе организации выпуска муниципальных ценных бумаг — регистрации условий эмиссии и обращения ценных бумаг.

Волгоград начинал выпуск ценных бумаг одним из первых, поэтому нам особенно-то и не с кем было посоветоваться. Первоначально мы размещали свои ценные бумаги на внутреннем рынке Волгограда на срок от 3 месяцев до 1,5 лет, объемом от 4,5 до 90 млн. рублей. Выход в 2003 году на биржу позволил привлечь заемные средства, в 3–5 раз превышающие предыдущие заимствования, а также с доходностью на 3–4 процентных пункта ниже, чем действующие на период размещения учетные ставки Центрального банка РФ.

В принципе у нас, имеющих определенный опыт работы на рынке ценных бумаг, нет особых проблем с размещением своих облигаций. Проблема в том, что заемные средства направляются в основном на исполнение долговых обязательств, покрытие дефицита бюджета.

Однако идею создания МАГ приветствуем, поскольку это намного облегчит и упростит для муниципальных образований процедуру привлечения заемных средств на выгодных условиях с целью финансирования инвестиционных программ, обеспечивающих развитие муниципалитета.

Хотелось бы приобрести в лице МАГ не просто посредника, а прежде всего помощника муниципальных образований, надежного партнера, сотрудничество с которым строилось бы на лояльных к муниципалитетам условиях. Для достижения этой цели необходимо предусмотреть, чтобы:

- объем размещения муниципальных ценных бумаг определялся муниципалитетом;
- на перспективу оговаривалась максимальная ставка, под которую планируется размещение ценных бумаг;
- согласовывался с муниципалитетом срок обращения облигаций.

МАГ должен предложить муниципалитету более удобный способ кредитования за счет упрощения процедуры регистрации условий эмиссии и размещения муниципальных ценных бумаг. При этом ставка размещения незначительных объемов не должна превышать ставку при размещении крупных облигационных займов.

Что касается организационной формы Агентства, то считаем наиболее приемлемым создание специального государственного учреждения. Одним из пожеланий является то, чтобы МАГ не превратилось в монополиста, диктующего муниципалитетам безальтернативный вариант кредитования, и не стало очередной бюрократической структурой.

нию долгом (СГУП «Мосфинагентство») свидетельствуют о том, что необходима инициатива и проработка вопроса снизу. После процесса согласования, уточнения и корректировки, в случае соответствия «текущей политической линии» и наличия более или менее реальной перспективы решения существующей проблемы, такая инициатива может реально получить одобрение на более высоком уровне власти, что затем воплощается в официальных решениях, постановлениях и законах. Этому пути не избежать и в случае федерального агентства. Необходимо будет участие и согласование со стороны федеральных органов власти, что потребует и усилий и времени.

В какой форме может и должно существовать такое долговое агентство? Будет ли это действительно агентство или банк? Кто его учреждает? У такой организации по определению должны быть жестко ограниченные сфера деятельности и круг задач? Они сводятся к:

- эмиссии долга и созданию базы для фондирования местных инвестиционных программ;
- кредитованию дефицитов бюджетов и рефинансированию долга исключительно местных органов власти, работающих с таким агентством; управлению своей ликвидностью;
- профессиональному управлению долгом.

Во всем мире такие организации носят государственный характер и действуют на основе специально принятого законодательного акта или системы актов, устанавли-



НА МЕСТАХ

Виктор Владимирович ВОЛОНЧУНАС,
мэр г. Ярославля

До 2006 года в городе Ярославле на покрытие дефицита бюджета в части расходов капитального характера из заемных средств привлекались только кредиты коммерческих банков, при этом в 2003–2005 годах ежегодная задолженность перед банками по кредитам, переходящим за пределы текущего финансового года, не превышала 100–160 млн. рублей (в пределах 4% от собственных доходов бюджета). Однако в настоящее время в рамках подготовки к 1000-летию города, которое будет отмечаться в 2010 году, ситуация изменилась.

Разработан и находится на рассмотрении в Правительстве РФ План основных мероприятий по подготовке и проведению 1000-летия города. Учитывая, что многие из планируемых мероприятий носят долгосрочный характер и потребуют значительных сумм софинансирования из средств городского бюджета, а также в целях подготовки участия города Ярославля в Национальном проекте «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» и Федеральной целевой программе «Жилище», в на-

стоящее время нами прорабатывается вопрос о привлечении на эти цели средств от выпуска и размещения муниципальных ценных бумаг.

Создание Межрегионального долгового агентства для размещения муниципальных облигационных займов, несомненно, помогло бы тем муниципальным образованиям, которые не имеют опыта организации и размещения муниципальных заимствований. Однако, на наш взгляд, этот вопрос требует серьезной предварительной проработки, и прежде всего в части обеспечения гарантии погашения муниципальными образованияами своих долговых обязательств. Это связано с тем, что изменения бюджетного и налогового законодательства повлекли за собой значительное сокращение доходной базы муниципальных образований. Кроме того, в бюджетную классификацию РФ внесены изменения, в соответствии с которыми такой «управляемый» и значительный по объему источник денежных средств, как поступления от реализации муниципального имущества, не рассматривается исключительно как источник финансирования капитальных расходов бюджета и погашения долговых обязательств, а направляется на финансирование всех расходов бюджета, включая текущие расходы.

Все это значительно осложняет прогнозирование будущих доходов муниципальных образований, за счет которых необходимо будет производить погашение принятых ими долговых обязательств. Учитывая это, на наш взгляд, при создании Агентства необходимы обязательное участие и определенные гарантии со стороны Правительства РФ.



ливающих для них особый статус и лимитирующих их деятельность. Очевидно, что такого рода решений федеральной власти не избежать и в России. Маловероятно, чтобы это было акционерное общество, созданное на паях государством и местными органами власти. Не просматривается и пути к созданию «кредитного кооператива» под гарантии пайщиков по скандинавскому образцу. Все регионы, города и муниципалитеты России крайне разнородны по своему финансово-экономическому положению, им достаточно сложно договариваться между собой и брать на себя дополнительные обязательства. Поэтому в реальности такая организация может быть эмиссионно-кредитным государственным агентством с особым статусом и узкими задачами. Из существующих госбанков пока ни один не сможет выполнять эти функции. ВЭБ находится на распутье между управляющей компанией, агентством по управлению средствами Пенсионного фонда РФ, агентом по обслуживанию внешнего госдолга, банком развития и т. д. Агентство для регионов и муниципалитетов должно создаваться, в идеале, с чистого листа.

Появится ли новая монополия в связи с организацией Агентства? Будет ли участие в нем добровольным или обязательным? Не исчезнут ли с рынка заимствований регионы и крупные муниципалитеты? Агентст-

во будет осуществлять свою деятельность в условиях конкуренции с банками за право кредитовать местные власти. Его деятельность может быть успешной только при условии более низких процентных ставок по собственным облигациям и, соответственно, конкурентных ставок по кредитам, предоставляемым местным органам власти.

У местных органов власти в результате появится еще один источник финансирования дефицитов своих бюджетов. Крупнейшие регионы и города России останутся самостоятельными на рынке капиталов. Это происходит во всем мире, включая страны, где имеются муниципальные и региональные долговые агентства. Нигде нет такой ситуации, чтобы такие агентства на 100% обеспечили нужды местных властей. Класс региональных и муниципальных ценных бумаг в России не только не исчезнет, но к нему добавятся ценные бумаги данного Агентства, в основе которых находятся долговые обязательства муниципалитетов и регионов, пока на рынке капитала отсутствующие вообще.

Как быть с разнородностью регионов и муниципалитетов России? Как дифференцировать внутри секьюритизированного потока разные по кредитному качеству риски? Как быть с информационной и бюджетной прозрачностью регионов и муниципалитетов?

Это самый тяжелый вопрос, на который пока окончательного ответа нет. Можно только наметить пути решения этой проблемы.

Для успешной деятельности Агентства по выпуску своего долга необходимо достаточно высокий кредитный рейтинг. По уровню он не может быть выше, чем некий усредненный рейтинг тех местных образований, которым выдаются кредиты. То есть качество пассивов (облигаций) будет всецело определяться качеством активов (кредитов муниципалитетам).

Как это решается на практике? На Западе – достаточно просто. Во всех странах, где успешно действуют агентства муниципального долга, рейтинг их обязательств равен рейтингу страны в целом по очень простой причине: рейтинг всех муниципалитетов и провинций без исключения равен рейтингу данной страны. Поэтому никакой дополнительной прозрачности со стороны муниципалитетов никому не нужно, и агентства никаким анализом кредитных рисков тех, кого они кредитуют, не занимаются. Например, рейтинг облигаций банка БНГ в Голландии имеет категорию AAA, потому что все его кредитные операции идут только с местными органами власти, которые также имеют рейтинг AAA.

В России такого пока нет. Однако я считаю неизбежным, что в ходе продолжения реформ межбюджетных отношений, реформ органов власти на местах и в регионах, перехода всех бюджетов местных органов власти на исполнение в Федеральное казначейство наступит ситуация, когда рейтинг всех местных органов власти выйдет на уровень рейтинга России и станет унифицированным. В основе высокой кредитоспособности местных органов власти в развитых западных странах лежит простой принцип, возведенный в норму закона: регион или муниципалитет не могут быть банкротами по определению. В случае затруднений немедленно вступает в действие отработанный и эффективный действующий механизм административной и финансовой интервенции со стороны вышестоящих государственных органов и бюджетов. Такой закон неизбежен и у нас.

Даже в существующих условиях можно рассчитывать на достаточно высокий рейтинг облигаций, выпуск-

каемых Агентством при условии законодательно закреплённого положения о том, что средства для обслуживания и погашения кредитов, выданных местному органу власти Агентством, списываются с лицевых счетов соответствующего органа власти в беспорядном порядке. В этом случае рейтинговые агентства будут понимать наличие надежного механизма доступа к средствам заемщиков и обеспечения интересов инвесторов и учитывать это обстоятельство при присвоении рейтингов займам Агентства.

Теоретически уже сейчас при условии достижения твердых договоренностей с Федеральным казначейством о том, что средства для обслуживания и погашения кредитов, выданных местному органу власти Агентством, списываются с лицевых счетов в беспорядном порядке, можно рассчитывать на достаточно высокий и унифицированный рейтинг облигаций Агентства. Главное для рейтинговых агентств в этих случаях – наличие средств и надежность механизма доступа к ним. Поэтому участие федеральных органов власти в этом проекте обязательно.

Я не вижу ничего страшного в ситуации, когда по своим долгам надо платить в беспорядном порядке. Принцип списания в беспорядном порядке со счетов местных властей средств в погашение долга, который те вдруг решают не платить, очень дисциплинирует. Хочешь получать дешевые и длинные деньги взаймы, будь любезен добровольно принять на себя ряд обязательств и будь готов к тому, что придется по этим обязательствам отвечать. Бюджетный кодекс, кстати, достаточно разумно ограничивает займы местных властей. Поэтому ситуация, когда нечем будет платить зарплату, поскольку надо платить проценты по займам, нереальна. Проценты, как и зарплата, должны быть предусмотрены в текущих расходах бюджета соответствующего года и стать местным законом после одобрения бюджета местным парламентом. Основную сумму при погашении (в случае соблюдения нормативов БК) достаточно легко рефинансировать. Поэтому надежный, прозрачный и понятный для инвесторов механизм обеспечения выплат со стороны регионов и муниципалитетов своих долгов такому агентству, чтобы оно расплатилось

по своим облигациям, делает излишним механизм солидарных гарантий в случае с федеральным агентством. Если же какие-то регионы, города и муниципалитеты создадут добровольное общество взаимного кредита, которое будет выпускать облигации, то солидарные гарантии абсолютно необходимы. В Швеции, кстати, так и начинало свою деятельность агентство Kommuninvest, когда несколько муниципалитетов общины Оребро создали консорциум по совместному выпуску долговых обязательств для целей своего развития.

Какова связь между займами Агентства и потребностями регионов, городов и муниципалитетов в финансировании? Регионам, городам и муниципалитетам нужны среднесрочные и долгосрочные займы для развития. Агентство в принципе не должно кредитовать кассовые разрывы местных бюджетов. Поэтому на первой стадии необходимо провести элементарную работу по консолидации инвестиционных программ регионов и муниципалитетов, которые планируются к финансированию за счет займов. Затем консолидировать их для начала в 3-, 5- и 7-летние выпуски облигаций Агентства по 3–5 млрд. рублей каждый. Затем выдать на аналогичных по времени условиях и с минимальной дополнительной маржой эти средства в кредит городам и муниципалитетам, пользующимся услугами Агентства. Привязка активов к пассивам по срокам должна в идеале соблюдаться. Гарантий доступа к лицевым счетам заемщиков должно выступить Федеральное казначейство. Регионы, города и муниципалитеты должны иметь возможность в случае избытка бюджетных доходов досрочно погасить кредиты, Агентство в таких случаях должно активно управлять долгом, в какие-то периоды и откупая долг досрочно. По нашей оценке, консолидировать такие программы в объеме 15–20 млрд. рублей на первых порах в России вполне возможно.

Несколько слов по вопросу общего характера, связанным со статусом долга Агентства, условиями кредитования городов и муниципалитетов, обеспечением обязательств Агентства. Как я уже говорил, облигации Агентства будут частью госдолга России, и соответственно само

это Агентство в российских условиях может быть только государственным. Но это не будет госорган власти или регулятор рынка. Принципиально менять наше законодательство, я считаю, по этому поводу не придется. По функциям долговое Агентство будет фактически банком развития для регионов, городов и муниципалитетов России.

Коренным отличием подхода Агентства к финансированию регионов, городов, муниципалитетов от банковского кредитования является принцип единой ставки кредитования дефицитов их бюджетов для всех городов, сотрудничающих с Агентством. Принцип «выше риск – выше ставка» здесь неприменим. Наиболее остро нуждающиеся в развитии города и муниципалитеты наиболее рискованны с точки зрения классического банковского кредитования. Для покрытия расходов на содержание и внутреннее развитие Агентства должна быть установлена твердая маржа над стоимостью привлечения средств от размещения своих облигаций, не превышающая 1%.

При тесном взаимодействии с Федеральным казначейством (где неизбежно будут на исполнении все региональные и местные бюджеты, включая, очевидно, и московский) и с принципом беспорядного списания средств на обслуживание и погашение долга с лицевых счетов регионов и муниципалитетов никаких особых дополнительных гарантий по обязательствам самого Агентства уже не нужно. Подписывая с ним кредитный договор, местная власть уже отвечает по нему всеми своими доходами. Когда мы от имени города Москвы подписываем кредитные договоры, банки-кредиторы никаких дополнительных гарантий и залогов с нас не требуют. А наши облигации никем дополнительно не гарантированы и обеспечиваются только общими обязательствами московского бюджета и всем городским имуществом. Кстати, у голландского банка БНГ, кредитующего исключительно местные органы власти, никаких государственных гарантий по его собственным облигациям нет, никаких гарантий от муниципалитетов и регионов банк не требует, а рейтинг его долговых обязательств AAA – наивысший из возможных. 🟡