

Инна Шиганова
Промышленно-строительный банк (Санкт-Петербург)
Степан Амосов
Банк ЗЕНИТ

22 мая 2002 г. на ММВБ состоялся аукцион по размещению внутреннего облигационного займа администрации г. Уфы. Следует сказать, что до сего дня на внутреннем рынке муниципальных заимствований по открытой подписке размещались лишь облигации Москвы и Санкт-Петербурга, поэтому данное размещение - это отнюдь не рядовое событие, а своего рода прецедент - впервые на публичный рынок выходит муниципальное образование, не имеющее статуса города федерального значения.

Блестящий дебют Уфы

В ходе подготовки выпуска у некоторых участников рынка идея выхода на публичный рынок муниципального заемщика с бюджетом 3-го уровня вызывала некоторый скептицизм. Большинство же допускаящих эту идею прогнозировало агрессивную ставку доходности, которую эмитент будет вынужден предложить рынку. Однако итоги аукциона оказались несколько иными - выпуск был размещен полностью и с минимальной премией.

Генеральным агентом по размещению займа выступило МУП «Инвестиционное агентство города Уфы» - предприятие, учрежденное Комитетом по управлению муниципальной собственностью и подчиненное финансовому управлению городской администрации. Генеральным агентом была подготовлена вся документация по займу и проведены переговоры с потенциальными участниками синдиката и инвесторами. В итоге в эмиссионный синдикат по размещению вошли 5 банков-организаторов: Банк ЗЕНИТ, Доверительный и Инвестиционный Банк, Промышленно-строительный банк (Санкт-Петербург), РОСБАНК и Урало-Сибирский банк.

Размещение облигаций Уфы прошло успешно - весь выпуск объемом 300 млн. руб. был размещен за один день. По итогам аукциона было заключено 10 сделок номинальным объемом от 1 млн. до 100 млн. руб. То есть выпуск привлек внимание как сравнительно небольших инвесторов, так и крупнейших финансовых институтов страны.

Сенсационной можно считать относительно низкую стоимость заимствований - годовые бумаги были размещены под доходность 18,75% годовых. Сравнивая эту величину с доходностью предыдущих аукционов по субфедеральным бумагам, можно утверждать, что рынок воспринял нового заемщика с интересом. Премия к обращающимся на рынке облигациям Республики Башкортостан оказалась незначительной (около 100 б.п. к текущей доходности на вторичном рынке). Причины, обусловившие столь низкую стоимость заимствований, скрываются не просто за счастливым стечением обстоятельств - размещению предшествовала целенаправленная работа эмитента по повышению кредитного качества предлагаемого инструмента.

Кредитное качество заемщика - залог успешного размещения

Чем же обусловлены столь впечатляющие для дебютного выпуска итоги аукциона? Отчасти это можно объяснить высоким «аппетитом» рынка на долговые инструменты, но такое объяснение вряд ли можно считать удовлетворительным - одновременно с Уфой размещались выпуски корпоративных облигаций ОАО «Невинномысский азот», Ленинградского оптико-механического объединения и ОАО «Нижнекамскнефтехим» на общую сумму 2,5 млрд. руб., а в один день с Уфой проходили аукционы по двум выпускам ГКО и ОФЗ на 15 млрд. руб. в совокупности. На наш взгляд, главную роль в успешном размещении уфимского займа сыграли следующие факторы:

Городской бюджет, являясь слабодофицитным, успешно исполнялся на протяжении последних 5 лет.

- В городе сосредоточены крупнейшие в республике предприятия нефтедобывающей, нефтеперерабатывающей, нефтехимической, химической промышленности, машиностроения и транспорта. Налоговые платежи этих предприятий наряду с подоходным налогом обеспечивают существенную часть доходов городского бюджета.

- Инвесторам была предложена простая структура займа. Несмотря на то что изначально в консультациях с потенциальными участниками синдиката обсуждались различные (и порой довольно экзотические) параметры выпуска, в конечном итоге эмитентом была выбрана классическая структура годовой бумаги с постоянным ежеквартальным купоном.

- Вся документация по займу была тщательно проработана, в чем немалая заслуга генерального агента.

- Важным аргументом стали заявленные инвестиционные цели займа.

- В обеспечение исполнения обязательств по займу городом был создан залоговый фонд, что позволило придать инструменту дополнительную степень защиты.

- К размещению облигаций был привлечен синдикат из крупных российских банков.

Сильный состав синдиката является немаловажным фактором и с точки зрения организации ликвидного вторичного рынка.

Перечисленные обстоятельства убедили инвесторов в том, что им предлагается хорошо защищенный и качественно проработанный инструмент от надежного заемщика. Таким образом, успешному размещению способствовало не только удачное стечение обстоятельств, но и целенаправленные мероприятия по повышению кредитоспособности города.

Чем обеспечены обязательства Уфы?

В соответствии с инвестиционным меморандумом, подготовленным генеральным агентом выпуска, администрация города Уфы намерена использовать привлеченные в ходе размещения средства для финансирования различных инфраструктурных проектов.

Отбор проектов будет осуществляться Инвестиционным агентством г. Уфы - предприятием, специально созданным в целях выпуска облигационных займов и размещения привлеченных средств в экономику города. Кроме того, часть средств будет использована для кредитования городских предприятий. Таким образом, источниками погашения займа будут возвращенные кредиты и прибыль от инвестиционных проектов.

Согласно Бюджетному кодексу РФ (п. 2 ст. 100) муниципальный долг полностью и безусловно обеспечивается всем муниципальным имуществом, составляющим муниципальную казну. Выделение средств на погашение займа должно быть предусмотрено городским бюджетом 2003 г. Доходная часть бюджета формируется главным образом за счет налогов, выплачиваемых городскими предприятиями.

Концентрация промышленного производства в топливной отрасли, с одной стороны, таит в себе риски, связанные с колебанием цен на нефть и нефтепродукты, а с другой - дает более или менее стабильный источник поступлений в городской бюджет, что подтверждается ежегодным ростом налоговых доходов бюджета города. В настоящее время производственные показатели большинства городских предприятий демонстрируют позитивную динамику и нет оснований предполагать, что налоговые

поступления от них в ближайшем году могут существенно снизиться.

Риски, связанные с топливной ориентацией экономики города, компенсируются консервативной финансовой политикой городской администрации. Уфа не привлекала значительных заимствований, и муниципальные обязательства были представлены лишь гарантиями, выданными предприятиям города. Кроме того, Уфа не имеет просроченной кредиторской задолженности по перечислениям в вышестоящие бюджеты. Бюджет города выглядит сбалансированным: за прошедшие три года налоговые доходы Уфы росли в среднем на 50%, при этом текущие расходы покрывались налоговыми поступлениями практически на 90%. На 2002 г. размер бюджета запланирован на уровне в 3,5 млрд. руб. Фактический бюджет города вырос с 1999 по 2001 г. почти в 4 раза. При этом налоговые поступления характеризуются высокой долей денежных расчетов: в 2000 г. в консолидированный бюджет города «живыми» деньгами поступило 92,7% от общего объема поступлений.

Показатели исполнения бюджета г. Уфы лучше, чем в среднем по Республике Башкортостан. Это свидетельствует о том, что город и республика являются заемщиками сравнимого кредитного качества. Долгосрочный кредитный рейтинг Республики Башкортостан, по версии агентства Standard & Poor's, - В, прогноз позитивный (рейтинг был подтвержден агентством 14 мая, за 9 дней до размещения уфимского займа).

В отличие от республики, Уфа не имеет кредитного рейтинга от международных агентств. Главным образом это связано с отсутствием у города долгов в иностранной валюте; ведь для внутренних заимствований международный рейтинг играет существенно меньшую роль, в чем для внешних.

Памятуя о революционных изменениях в сфере межбюджетных отношений, происшедших за последний год, не следует исключать из рассмотрения «политический» риск, связанный с гипотетической возможностью дальнейшего перераспределения налоговых доходов города в пользу республиканского бюджета. На сегодняшний день нам ничего не известно о какой-либо агрессивной позиции республиканских органов власти по этому вопросу.

Залоговый фонд - дополнительная степень защиты

Как уже упоминалось выше, для обеспечения дополнительных гарантий держателям

облигаций городом создан залоговый фонд. Он представляет собой обновляемый и дополняемый по мере необходимости перечень имущественных объектов и прав на них, подлежащих продаже или использованию в качестве залогового обеспечения привлекаемых кредитов в случае недостаточности средств городского бюджета необходимых для своевременного погашения облигационных займов и выплаты процентов по ним. В этот перечень вошли принадлежащие городу гостиницы, рынки, производственные помещения, административные здания и прочие объекты с общей балансовой стоимостью около 250 млн. руб.

Подчеркнем, что создание такого фонда ни в коей мере не противоречит уже упоминавшемуся п. 2 ст. 100 Бюджетного кодекса РФ. Постановление о создании такого фонда, по сути, представляет собой конкретизацию норм законодательства, определяющую перечень городского имущества, которое может быть реализовано в целях погашения задолженности по займу, первую очередь. Разумеется, создание такого фонда не лишает владельцев облигаций права обратиться взыскание по долгу на иное имущество города.

На основе проведенного нами анализа финансовое состояние администрации г. Уфы можно признать устойчивым. При сохранении существующего экономического положения администрация способна обслуживать муниципальный долг в полном объеме.

На наш взгляд, выпуск Уфы открывает дорогу на публичный рынок многим крупным городам России. Мы рекомендуем всем участникам рынка обратить внимание на нового заемщика, поскольку считаем его очень перспективным.

Уфа - столица Республики Башкортостан. Город основан в 1574 г. Сегодня Уфа - один из крупнейших индустриальных центров России. Население города превышает 1100 тыс. человек (9-е место среди городов России). Территория города - 753,7 км (3-е место после Москвы и Санкт-Петербурга). Объем промышленного производства Уфы в 2001 г. составил 46 млрд. руб. Дополнительную информацию об Уфе можно найти на сервере администрации города по адресу: <http://www.ufacity.info/>

Рынок ценных бумаг № 14 (221) 2003