



Илья Мещеряков

ведущий эксперт направления «Муниципальные финансы и межбюджетные отношения» фонда «Институт экономики города»

## ГОРОДА ЖДУТ НЕДОРОГИХ КРЕДИТОВ

Насколько финансовый рынок созрел для создания специализированных финансовых учреждений муниципального кредитования (СФУ), способных обеспечить городам доступ к недорогим заемным средствам и перевести долг в форме кредитов в публичный долг? Конъюнктура рынка превращает деятельность по кредитованию муниципалитетов в самодостаточный вид бизнеса. Государство должно последовать за рынком, снижая риски путем корректировки законодательства.

Экономическое развитие городов и регионов напрямую зависит от качества инфраструктуры. Строительство и реконструкция инфраструктурных объектов предполагает одновременное вложение больших объемов денежных средств, потребность в которых города и регионы могут удовлетворить, привлекая деньги на рынке капитала.

По состоянию на 1 ноября 2004 г. объем рынка внутренних муниципальных и региональных облигационных займов составлял более 120 млрд руб., в том числе объем рынка муниципальных займов — 4,2 млрд руб. В ближайшие месяцы планируется размещение новых субфедеральных займов 10 регионов на сумму 66,2 млрд руб.,

а также размещение ценных бумаг 9 городов на сумму около 3 млрд руб.<sup>1</sup> Некоторые города и регионы выходят на рынок впервые.

Несмотря на то что количество муниципалитетов на рынке публичных займов может возрасти в 2 раза, объем рынка муниципальных займов по сравнению с региональным остается совершенно незначительным. Об этом свидетельствуют данные, представленные в таблице.

Если разница между объемом расходов бюджетов субъектов Федерации и муниципальных образований составляет не более 15%, то разница между объемом облигационных займов субъектов Федерации и муниципальных

образований (МО) более чем 10-кратная.

Можно отметить несколько факторов, приводящих к этой диспропорции.

**Первый фактор** — несоответствие возможностей городов и требований рынка. Развитие муниципального рынка публичных займов сдерживает разница между «рыночным» объемом займов (от ~500 млн руб.) и ограничением на объем дефицита бюджета, составляющим 10% доходов МО без учета финансовой помощи из федерального бюджета и бюджета субъекта РФ. Так, изучая исполнение бюджетов **79 крупнейших городов России** (кроме Москвы и Санкт-Петербурга), мы пришли к выводу о том, что только 1/3 городов мог-

<sup>1</sup> Данные ИА «Cbonds».

ли бы эмитировать займы объемом выше 200 млн руб. и не больше 15% городов — займы, превышающие 500 млн руб.

Таким образом, большинство МО не могут эмитировать заем приемлемого для рынка объема. Тем не менее опыт нашего сотрудничества с городами свидетельствует, что о привлечении средств посредством публичных заимствований начинают задумываться небольшие МО, с численностью населения до 100 тыс. человек.

В результате потребности администраций городов в заемных ресурсах, помимо бюджетных ссуд, удовлетворяются в каждом регионе 3–5 местными банками. Благодаря хорошему знанию своих заемщиков конкуренция последних невысока, и, возможно, банки завышают процентную ставку. В то же время банки общероссийского уровня, не имея филиала в регионе, не способны адекватно оценить риски кредитования.

Предположение о том, что небольшие МО переплачивают за пользование заемными средствами, подтверждают следующие аргументы.

Как видно на рис. 1, 2, уровень расходов на обслуживание внутреннего долга субъектов Федерации с 2000 по 2003 г. незначительно изменился, в то время как уровень расходов на обслуживание долга МО увеличился более чем в 2,5 раза.

Вероятно, увеличение расходов на обслуживание долга должно сопровождаться соразмерным увеличением объема накопленной задолженности<sup>2</sup>. Однако, как видно на рис. 3, картина совершенно противоположная. Долг субъектов Федерации растет быстрее, чем долг муниципалитетов.

Вывод о том, что МО пользуются не обоснованно дорогими<sup>3</sup> банковскими кредитами, косвенно подтверждает рис. 4.

В настоящее время процентная ставка по коммерческим кредитам, выдаваемым банками региональным и муниципальным администрациям, составляет 18–20%<sup>4</sup>. В то же время средневзвешенные процентные ставки по России составляют 14–15%<sup>5</sup>. В отличие от регионов, города каждый год увеличивают долг в форме банковских кредитов, объем которого начиная с 2000 г. вырос более чем в 5 раз по сравнению с объемом рынка муниципальных облигаций. Видимо, этим и можно объяснить существенный рост расходов на обслуживание долга МО.

**Второй фактор** — нестабильность доходов местных бюджетов, а также их высокая зависимость от бюджетов вышестоящего уровня. Разработать финансовый план, предусматривающий погашение займа, возможно, только построив качественный прогноз доходов местного бюджета на среднесрочный период. В ситуации, когда нормативы отчислений от доходных источников в бюджет на среднесрочный период не известны, выполнить это достаточно трудно. На улучшение ситуации можно надеяться, если

раций. Стиль работы некоторых администраций напоминает смесь нетеропливости и безынициативности 1970-х годов и авантюризма начала 1990-х годов, сдобренную невысоким профессионализмом вследствие низкого уровня заработной платы.

В данном случае обучение сотрудников не принесет пользы без внедрения новой корпоративной культуры. В России новая корпоративная бизнес-культура создавалась «с нуля» в банках. Далее она была перенесена из банков на про-

**Рисунок 1. АБСОЛЮТНЫЕ РАСХОДЫ НА ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА**



**Рисунок 2. ОТНОСИТЕЛЬНЫЕ РАСХОДЫ НА ОБСЛУЖИВАНИЕ ДОЛГА**



**МУНИЦИПАЛЬНЫЕ И РЕГИОНАЛЬНЫЕ ПУБЛИЧНЫЕ ВНУТРЕННИЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

ЗАИМСТВОВАНИЯ	СУБЪЕКТЫ ФЕДЕРАЦИИ	МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБРАЗОВАНИЯ
Объем эмиссий в обращении на 1 ноября 2004 г., млрд руб.	121,4 (48,3)*	4,2
Объем расходов бюджетов в 2003 г., млрд руб.	1445 (1012)	863
Всего эмитентов, шт.	26 (24)	5
Общее количество, шт.	89	11500**

\* Данные в скобках — без Москвы и Санкт-Петербурга.

\*\* В результате реформы местного самоуправления количество муниципальных образований увеличится до 30 тыс.

вступят в силу поправки к Бюджетному кодексу в рамках реформы местного самоуправления.

**Третий фактор** — неготовность администраций серьезно рассматривать новые формы привлечения заемных средств.

В большинстве случаев инициатива выпуска публичных заимствований исходит от банков или инвестиционных компаний. Однако инициативы, исходящие от бизнеса и требующие адекватной оценки со стороны городов и регионов, довольно часто сталкиваются с недостаточным профессионализмом и с неприемлемой формой ведения дел региональных и муниципальных администраций.

Сегодня в результате прихода во власть людей из бизнеса происходит интеграция новой бизнес-культуры в работу муниципальных и региональных администраций. Выборы высшего управленческого звена оказываются едва ли не единственным вариантом, способным на 100% изменить стиль управления.

Подводя итог сказанному, можно выделить **два основных фактора**, сдерживающих развитие рынка муниципальных облигационных заимствований: слабость муниципальных бюджетов и их малые объемы; низкий профессионализм муниципальных администраций.

Возможный путь решения этих проблем — создание **специализированных**

<sup>2</sup> При исследовании учитывались заимствования, привлекаемые в форме облигационных займов и кредитов. Существенная доля заимствований, привлекаемых в форме бюджетных ссуд, не учитывалась, поскольку бюджетные ссуды предоставляются на безвозмездной основе.

<sup>3</sup> Например, в 2003 г. Кировская область привлекла кредит под 21% (<http://www.vesti7.ru/news?id=2551>).

<sup>4</sup> Яндиев М. И. Кредитоспособность администрации субъектов Российской Федерации // РЦБ. 2004. № 21. С. 76–78.

<sup>5</sup> Бюллетень банковской статистики // Центральный банк РФ. 2004. № 5 (132).

**финансовых учреждений муниципального кредитования (СФУ).** Учреждение может стать связующим звеном между спросом со стороны местных органов власти и рынком капитала, способным обеспечить городам доступ к недорогим заемным средствам и перевести долг в форме кредитов в публичный долг. Преимуществом СФУ является узкая специализация и, следовательно, знание специфики заемщиков, умение общаться с заемщиками на знакомом им языке.

консалтинг, андеррайтинг и, наконец, долевое участие в муниципальных проектах.

СФУ заинтересовано в повышении кредитоспособности территорий, следовательно, у него возникает необходимость заботиться о повышении профессионального уровня муниципальных администраций. Это подразумевает введение жестких требований к качеству управления финансами, например таких как внедрение стандартов лучшей практики муниципального управления<sup>6</sup>.

Для того чтобы понять будущее направление развития российского рынка муниципальных заимствований, рассмотрим рис. 6, на котором отражено обобщение американского и европейского опыта по выбору источников финансирования местных инфраструктурных проектов. На оси Y представлены **финансовые инструменты**, используемые для привлечения ресурсов, на оси X — **финансовые институты**, использующие данные инструменты для привлечения ресурсов. Финансовые инструменты и финансовые институты расположены в соответствии со степенью развитости рынка — от наименее развитого к наиболее организованному.

Прямоугольники с синей и красной заливкой показывают, какими из существующих на финансовых рынках Европы и США инструментов привлечения средств пользуются различные финансовые институты.

Прямоугольники с красной заливкой показывают финансовые инструменты и институты, развитие которых в России сможет в конечном счете улучшить качество муниципальной инфраструктуры. Государство должно уделить особое внимание развитию следующих финансовых инструментов и, возможно, институтов: доходные облигации; ценные бумаги, обеспеченные секьюритизированными активами; облигации на основе специальных имущественных налогов; облигации с двойной гарантией и специализированные муниципальные банки; муниципальные финансовые агентства; облигационные банки, соответственно.

В настоящее время в России для финансирования муниципальных инфраструктурных проектов используются только кредиты и гранты (субсидии, субвенции) из вышестоящих бюджетов, а также кредиты коммерческих банков. В соответствии с Бюджетным кодексом существует только один тип облигаций — облигации общего покрытия.

Таким образом, российские проектные финансисты вынуждены пользоваться крайне ограниченным, не соответствующим требованиям рынка набором инструментов.

## ОБЛИГАЦИИ С ПОКРЫТИЕМ

Существует много способов повысить надежность ценных бумаг, эмитируемых СФУ. Одним из способов может стать оформление пула стандартных кредитов

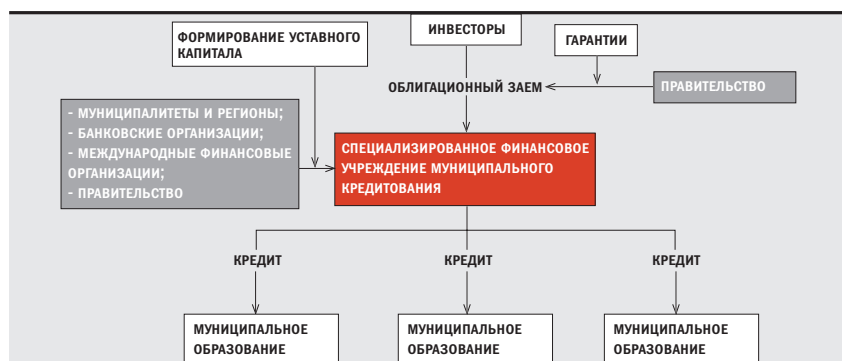
**Рисунок 3. ОБЪЕМЫ НАКОПЛЕНИЯ ДОЛГА В ФОРМЕ КРЕДИТОВ И ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ (НАРАСТАЮЩИМ ИТОГОМ)**



**Рисунок 4. ОБЪЕМЫ НАКОПЛЕНИЯ ДОЛГА В ФОРМЕ КРЕДИТОВ (НАРАСТАЮЩИМ ИТОГОМ)**



**Рисунок 5. ПРИНЦИПАЛЬНАЯ ФИНАНСОВАЯ СХЕМА ДЕЯТЕЛЬНОСТИ СФУ**



Специализированные финансовые учреждения могут создаваться в различных организационно-правовых формах, однако все они имеют общую принципиальную схему деятельности, изображенную на рис. 5.

СФУ может предоставлять городам не только заемные средства, выпускать облигации для последующего финансирования муниципальных инфраструктурных проектов, но и продукты, не связанные с кредитованием, такие как гарантии, долевое участие, финансовый

Таким образом, с помощью создания специализированной финансовой организации возможно достижение двух целей, которые стимулируют экономическое развитие городов и регионов. *Во-первых*, города приобретают более «длинные» и дешевые средства для развития инфраструктуры, снижаются расходы городских бюджетов на обслуживание долга. *Во-вторых*, администрации городов получают стимул для повышения профессионального уровня и институционального развития.

<sup>6</sup> Адрес Кодекса лучшей практики в сфере управления муниципальными финансами на сайте фонда «Институт экономики города» [http://www.urbaneeconomics.ru/projects.php?folder\\_id=59&mat\\_id=168&page\\_id=2422](http://www.urbaneeconomics.ru/projects.php?folder_id=59&mat_id=168&page_id=2422).

в качестве обеспечения облигационного выпуска СФУ.

Сегодня в Европе быстро развивается рынок так называемых облигаций с покрытием (*Covered Bonds*). Облигации с покрытием, известные как **фандбрифы** (*Pfandbriefe*), эмитируются узкоспециализированными кредитными учреждениями. Изначально *Covered Bonds* (*Pfandbriefe*) являлись исключительно ипотечными ценными бумагами, покрытием которых служили требования по ипотечным кредитам. Однако в настоящее время законодательством Германии, Норвегии, Франции, Финляндии и других европейских стран установлено, что **в качестве покрытия могут служить и требования по кредитам, предоставленным органам власти** или организациям, которые они контролируют.

Например, в Германии основной закон, регулирующий выпуск *Pfandbriefe*, — Акт об ипотечных банках (*Mortgage Bank Act*). В соответствии с этим законом облигации, выпускаемые ипотечными банками, могут быть двух видов: **ипотечные облигации** (*Mortgage Pfandbriefe* — *Hypothekendarlehenpfandbriefe*) и **облигации публичного сектора** (*public-sector bonds* — *Kommunalschuldverschreibungen* или *Public Pfandbriefe*), покрытием которых служат требования по кредитам, предоставленным органам власти. Принципы регулирования выпуска облигаций публичного сектора аналогичны принципам регулирования выпуска ипотечных облигаций.

Быстрое развитие рынка облигаций с покрытием заставляет финансистов объединять усилия для преодоления препятствий, связанных с различиями в законодательстве европейских стран. Как и в России, к развитию рынка облигаций с покрытием в Европе подходят «с двух сторон». С одной стороны, в этом процессе заинтересованы специалисты по ипотеке, которые нашли в данном случае возможность применить отработанные методики на новых рынках. С другой стороны, в нем заинтересованы специалисты по секьюритизации, для которых облигации с покрытием являются в первую очередь эффективным инструментом секьюритизации.

В апреле 2004 г. **Ассоциация по облигационным рынкам** (*Bond Market Association*<sup>7</sup>) и Европейский форум по

секьюритизации (*European Securitisation Forum*<sup>8</sup>) объявили о создании Комитета по облигациям с покрытием (*Covered Bonds Committee*). Как предполагают учредители, организация станет площадкой для профессиональных встреч, обсуждений и обмена опытом, что поможет рынку облигаций с покрытием выйти на новую стадию развития.

Независимо от предыдущей инициативы, в июле 2004 г. Европейская ипотечная федерация (*European Mortgage Federation, EMF*) объявила о создании

со странами Европы позволив выпускать им облигации публичного сектора. Работа в этом направлении ведется. В начале декабря 2004 г. заместителем председателя комитета по кредитным организациям и финансовым рынкам А. Г. Аксаковым внесены поправки в федеральный закон «О рынке ценных бумаг». Данные поправки предусматривают возможность залога прав требования по денежным обязательствам при выпуске облигаций, что должно позволить выпускать облигационные займы,

Рисунок 6. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ И ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ, ИСПОЛЗУЮЩИЕСЯ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ	ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ (PROJECT FINANCE)									
	ДОХОДНЫЕ ОБЛИГАЦИИ (REVENUE BONDS)									
	ЦЕННЫЕ БУМАГИ, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫМИ АКТИВАМИ (ASSET BASKET SECURITIES)									
	ОБЛИГАЦИИ НА ОСНОВЕ СПЕЦИАЛЬНЫХ ИМУЩЕСТВЕННЫХ НАЛОГОВ (SPECIAL ASSESSMENT BONDS)									
	ОБЛИГАЦИИ С ДВОЙНОЙ ГАРАНТИЕЙ (DOUBLE-BARRELED BONDS)									
	ОБЛИГАЦИИ ОБЩЕГО ПОКРЫТИЯ (GENERAL OBLIGATION BONDS)									
	КРЕДИТЫ (LOANS)									
	ГРАНТЫ (GRANTS)									
	ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ	БЕЗ ПОСРЕДНИКОВ (MUNICIPAL FUNDS, MFD)	ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ БАНКИ (STATE INFRASTRUCTURE BANKS, SIB)	ОБЛИГАЦИОННЫЕ БАНКИ (BOND BANKS, BB)	МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ АГЕНТСТВА (MUNICIPAL FINANCING AGENCIES, MFI)	СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫЕ МУНИЦИПАЛЬНЫЕ БАНКИ (SPECIALIZED MUNICIPAL BANKS, SMB)	СПЕЦИАЛЬНЫЕ ЮРИДИЧЕСКИЕ ЛИЦА, В КОТОРЫЕ ВЫВОДИТСЯ СЕКЬЮРИТИЗИРУЕМЫЕ АКТИВЫ (SPECIAL PURPOSE VEHICLE, SPV)	КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ (COMMERCIAL BANKS, CB)		

Источник: M.G. Attinasi, A. Brugnoli Financial Instruments for Urban Development Support: the Role of the World Bank in Latin American countries, 2001.

Европейского совета по облигациям с покрытием (*European Covered Bond Council*), который должен объединить эмитентов, кредитных аналитиков, инвестиционных банкиров, рейтинговые агентства и других заинтересованных участников рынка.

Для того чтобы ввести в России новые финансовые инструменты — например облигации, покрытием которых являются требования по кредитам муниципалитетам, или **проектные облигации**, — необходимо внести изменения в законодательство и ведомственные нормативные акты и, возможно, расширить права ипотечных агентств<sup>9</sup>, по аналогии

обеспеченные кредитами, выданными муниципальным образованиям.

Подчеркну, что единственным реальным двигателем таких изменений является стремление профессиональных участников финансового и фондового рынков **увеличивать прибыль** путем расширения деятельности и внедрения новых продуктов. ■

E-mail автора:  
[mescheryakov@urbanecomics.ru](mailto:mescheryakov@urbanecomics.ru).

<sup>7</sup> Ассоциация по облигационным рынкам имеет офисы в Лондоне, Нью-Йорке, Вашингтоне, округе Колумбия и объединяет финансовые компании и банки, работающие на рынке ценных бумаг.

<sup>8</sup> Европейский форум по секьюритизации создан с целью продвижения в Европе инструментов секьюритизации, защиты интересов членов форума и других участников рынка. Форум объединяет приблизительно 115 фирм Германии, Австрии, Франции, Италии, Англии, Испании, Голландии, Бельгии, Швейцарии, Люксембурга, Швеции, Норвегии и Португалии, аффилирован с Ассоциацией по облигационным рынкам.

<sup>9</sup> Строго говоря, после такого расширения прав ипотечных агентов слово «ипотечный» в их названии будет неуместным.