



## Информационная открытость эмитента как необходимый фактор организации и развития публичного заемного финансирования инвестиционных программ



**Сергей Пахомов**  
председатель Комитета государственных заимствований г. Москвы

**В** современных условиях успешное управление долгом невозможно без постоянной работы по предоставлению рынку и кредиторам всесторонней и полной информации о финансово-экономическом положении эмитента-региона, муниципального образования. И здесь надо исходить из очень простого принципа: информация должна быть исчерпывающей и достоверной. Чем выше качество информации, больше степень информационной прозрачности, тем больше доверия испытывают к эмитенту инвесторы и дешевле обходятся займы.

В настоящее время в практику российских регионов и многих городов вошло получение международного кредитного рейтинга и, кроме того, рейтинга от российских национальных рейтинговых агентств по так называемой национальной шкале. Практика размещения займа в рублях внутри страны свидетельствует о том, что эмитенты, имеющие международный кредитный рейтинг или рейтинг от российских агентств, могут привлекать более дешевые средства для реализации своих инвестиционных программ.

Таким образом, информационная открытость жизненно необходима для эмитентов и инвесторов и в конечном счете для развития всего российского рынка рублевых ценных бумаг.

Но что же делать эмитенту, имеющему плохие финансовые показатели? Такому эмитенту информационная открытость не принесет не-

медленных выгод, так же как и эмитенту, у которого финансовые показатели были хорошими, но по тем или иным причинам ухудшились. Тем не менее сокрытие негативной информации, особенно в том случае, когда у вас уже есть долг, нанесет непоправимо большой ущерб не только эмитенту, но и кредиторам, а также рынку в целом. Такому эмитенту вновь вернуться на рынок будет очень сложно.

Например, Правительство РФ поддерживает Нижегородскую область при выплате еврооблигационного займа. Почему оно это делает? Конечно, не с целью благотворительности, а по причине того, что дефолт на внешнем рынке одного из российских эмитентов нанесет серьезный урон всем остальным эмитентам, в том числе и федеральному правительству. Поэтому скрывать негативные факторы, появившиеся в деятельности региона или муниципалитета, не имеет смысла — это все равно сразу делается достоянием всей инвестиционной общности. Отсутствие ясного и четкого разъяснения порождает слухи, которые наносят гораздо больший ущерб положению эмитента, чем простое, короткое и исчерпывающее объяснение. При этом важна не только констатация негативного факта, но и изложение того, как эмитент предполагает его преодолеть.

Из своего опыта скажу, что знание всестороннего, полного раскрытия информации играет особую важную роль в периоды нестабиль-

ности на рынках капитала. В 1998—2000 гг. у Москвы, как и у всей России в целом, были очень серьезные проблемы с финансовым положением. Но мы все время, не скрывая проблем, не пытались вуалировать какие-то негативные факты действительности, постоянно вели диалог с инвесторами, с рынками. Я регулярно объезжал иностранных инвесторов, принимал крупные делегации, участвовал в конференциях, презентациях. Такое постоянное донесение информации до рынка, инвесторов, кредиторов — вообще до всех желающих сыграло положительную роль. Вам доверяют, а это значит, что когда стабильность на рынках восстановится, вас примут с распростертыми объятиями.

Если же о вас остались негативные воспоминания, то даже при открытии рынка отношения будут прохладными. Тем людям, которые потеряли свое реноме на этом рынке путем сокрытия фактов, прямой дезинформацией инвесторов и рынка, в дальнейшем будет очень сложно (если вообще возможно) вернуться на рынок.

Работа по предоставлению и раскрытию информации носит постоянный, рутинный характер. Она не может ограничиваться рамками какой-то отдельной компании. Для ее выполнения требуется организационный **механизм информационного обеспечения** — будь то размещение облигационных займов или поддержание кредитного рейтинга. Наш опыт говорит о том,

что именно этот механизм является одним из основных факторов успешного привлечения займов в регионы и муниципалитеты.

На сегодняшний день есть и **правовая основа** для предоставления информации. Существуют два закона: закон о рынке ценных бумаг (1996 г.) и закон об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг (1998 г.). Они обязывают эмитента раскрывать о себе информацию. Тем, кто планирует вести работу на рынке займов, советую внимательно ознакомиться с этими законами и следовать им.

Не нужно думать, что раскрытие информации — некое таинство, к которому могут быть причастны только посвященные люди. **Раскрытие информации** — это ее опубликование в СМИ или же сообщение информации в процессе каких-то событий. Конечно, необходимо публиковать и генеральные условия эмиссии, и обращения ценных бумаг, условия эмиссии и обращения по каждому виду ценных бумаг, отчет об исполнении регионами их бюджетов. Чем чаще это делается, тем лучше. Комитет государственных заимствований Москвы каждый квартал сообщает о важных изменениях в финансовом и экономическом положениях города, выпускает информационный меморандум о Москве. Каждые три месяца данные информационного меморандума обновляются.

Информационный меморандум не только распространяется среди всех желающих, попадает в СМИ, банковским аналитикам, но и помещается на нашем Интернет-сайте. Интернет — очень мощное средство распространения информации об эмитенте. В настоящее время этот канал информации хорошо отработан. В связи с тем что он не такой дорогой, практически все города — а регионы тем более — могут себе это позволить. Многие уже имеют Интернет-сайты.

Практика принятия инвесторами и кредиторами решения об инвестициях в долг того или иного субъекта РФ или города указывает на готов-

ность кредитора снизить стоимость обслуживания заимствований в обмен на предоставление эмитентом полной и точной информации о себе. Наличие такой информации значительно повышает инвестиционную привлекательность ценных бумаг и долга эмитента в целом, позволяя инвестору правильно оценить степень риска эмитента и принять адекватные решения.

Приведу несколько простых определений и перечислю основных участников процесса раскрытия информации об эмитенте ценных бумаг. Прежде всего это федеральные, субфедеральные и местные органы исполнительной власти, регулирующие процессы эмиссии ценных бумаг и осуществления заимствований в соответствии с законодательством.

Кроме того, это **источники информации**: органы администрации, которые обязаны раскрывать информацию об экономике, финансах, долгах, заимствованиях, деятельности правительства в соответствии с законом и иными правовыми актами и общепринятой практикой. Принципиальным является то, что источник информации — само правительство региона, города, муниципального образования в лице департаментов, комитетов, управлений.

Наконец, это **распространитель информации или информационный посредник**: любая организация, которая осуществляет распространение раскрываемой информации в силу своей профессиональной деятельности, либо каких-то особых отношений с эмитентом. К числу таких организаций можно отнести все информационные агентства, СМИ, профессиональных участников рынка ценных бумаг, аналитиков — всех тех, кто специализируется в области инвестиционного анализа и консультирования.

**Раскрываемая информация** — это совокупность сведений, фактических данных, которые регулирующие органы, источники информации обязаны раскрывать в соответствии с законами, иными правовыми актами, регулирующими эмиссию долга; а также все то положительное в

деятельности эмитента, которое они хотели бы донести до рынка, до инвесторов. Закон регулирует предоставление обязательной информации, но никто не запрещает эмитенту давать информацию в большем объеме. Чем больше информации вы о себе предоставляете, тем лучше.

**Цепочка раскрытия информации** достаточно проста. От источника информация поступает к информационному посреднику, а потом делится на два потока: поступает либо к профессиональному потребителю информации, либо в СМИ. Из этих двух источников она попадает к инвесторам, кредиторам, а также к широкой общественности, которая важна, потому что регионы и муниципалитеты будут продавать свои облигации частным инвесторам. Москва это уже делает, поэтому широкая общественность в данном случае не может быть игнорирована.

В Москве нет никакого различия между уровнями информационного доступа, который имеют рейтинговые агентства, банковские аналитики, иностранные или российские инвесторы, никакой дискриминации — всем предоставляется абсолютно одинаковая информация в режиме свободного доступа.

Квинтэссенция раскрытия информации — **работа с рейтинговыми агентствами**. Именно здесь проявляется содержание всего процесса. Сегодня кредитный рейтинг широко применяется по той простой причине, что инвестору очень трудно разобраться в многообразии возможных долговых инструментов, оценить риск вложения, сравнить предлагаемые на рынке инструменты. На рынке облигационных займов инвесторы диверсифицируют свои риски. Они всегда помещают свои средства в облигации десятков, а то и сотен эмитентов. В этом заключается принципиальное отличие от рынка банковского кредитования.

Например, крупный банк имеет возможность содержать штат аналитиков и анализировать кредитный риск каждого отдельно взятого заемщика. У управляющих инвести-

ционными фондами нет возможности детально анализировать финансовое положение сотен и тысяч эмитентов, куда они инвестируют свои средства. Поэтому для них очень важен интегральный балльный показатель. **Кредитный рейтинг** — не что иное, как оценка вероятности дефолта эмитента. Это не рекомендация покупать или продавать. Рейтинговым агентствам запрещено давать подобные рекомендации.

Обычно у людей нет возможности тщательно анализировать риск того или иного эмитента. Для них показатель рейтинга крайне важен. Подавляющее большинство наших инвесторов подходят к эмитенту с точки зрения оценки его интегрального показателя.

Какую информацию требуется предоставлять о себе желающим получить кредитный рейтинг, доступ на рынок капитала да и вообще работать с рынком долга? И инвесторы, и рейтинговые агентства сосредотачивают свое внимание на сбо-

ре и анализе информации по следующим основным направлениям. Прежде всего это **экономическое положение эмитента** или задолжника: темпы роста валового внутреннего продукта региона, муниципалитета, города; личного дохода в расчете на душу населения; положение на рынке труда, темпы роста занятости или безработицы — все, что касается перспектив развития экономики эмитента.

Особое значение имеют **финансовое положение эмитента**, исчерпывающие данные о балансе текущего бюджета. Вся информация о положении с доходами и расходами бюджета должна быть предоставлена в процессе раскрытия информации: перспективы роста или снижения доходов и текущих расходов бюджета; положение с трансфертами от бюджетов других уровней власти, с зарплатой бюджетников и с расходами на социальную сферу.

Очень важны **капитальные затраты** — как доля от всех расходов бюджета — и содержание капи-

тальных затрат инвестиционной программы, ее перспективы, наконец, состояние задолженности эмитента. Здесь должны присутствовать абсолютная открытость, исчерпывающее предоставление всей информации об общей задолженности и задолженности на душу населения. Это не только долг банкам или держателям облигаций. Должна быть раскрыта вся задолженность: кредиторская, по арендным платежам, гарантиям, поручительствам. Необходимо предоставить всю информацию о долговой нагрузке за весь период существования долга. ■

**РОСБАНК**  
№1 НА РЫНКЕ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ И МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ\*

Эмитент	Сумма облигаций	Год выпуска	Роль РОСБАНКА
Правительство г. Москвы	42 000 000 000 руб.	11, 13-16, 18-28, 33-34, 38-й выпуски облигаций	Уполномоченный Андеррайтер, Маркет-мейкер, Агент, Делозитарий (2000-2004)
Томская область	440 000 000 руб.	1-й и 2-й выпуски облигаций	2002-Андеррайтер, 2003-Организатор, Генеральный агент (2002-2003)
Республика Чувашия	785 000 000 руб.	1-й и 2-й выпуски облигаций	2003-Агент по размещению и обслуживанию, 2004-Организатор, Андеррайтер (2003-2004)
Костромская область	300 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2003
Республика Саха (Якутия)	2 000 000 000 руб.	5-й выпуск облигаций	2004
Московская область	1 900 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2002
Ярославская область	500 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2003
Хабаровский край	300 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2003
г. Новосибирск	1 500 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2003
г. Уфа	300 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2002
г. Красноярск	700 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2003
Республика Башкортостан	1 500 000 000 руб.	1-й и 2-й выпуски облигаций	2001-Совместный ведущий менеджер, 2002-Совместный организатор (2001-2002)
Красноярский край	1 500 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2003
г. Нижний Новгород	200 000 000 руб.	1-й выпуск облигаций	2002

107078, г. Москва, ул. Маши Порываевой, д. 11, а/я 208. Тел.: (095) 725-05-95. www.rosbank.ru Генеральная лицензия ЦБ РФ № 2272. \*Рейтинг агентства cbonds.ru