**МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЗАЙМЫ: КАК ЭТО ДЕЛАЕТСЯ В РОССИИ**

Вот уже пять лет мы являемся свидетелями того, как формируется система муниципального заимствования в России. Многие нижегородцы сами стали участниками займов, выпущенных областной администрацией. Другие российские регионы также активно выпускают облигации, рассчитывая с их помощью привлечь дополнительные финансовые ресурсы, — и это неудивительно: во всем мире эмиссия муниципальных займов позволяет успешно решать многие насущные вопросы, начиная со строительства дорог и коммуникаций и заканчивая развитием коммунального хозяйства, систем образования и здравоохранения.

Но что собой представляют, например, всем известные нижегородские займы на фоне тенденций развития российского и мирового фондовых рынков? Чтобы ответить на этот вопрос, необходимо рассмотреть технологии заимствования как бы изнутри — с точки зрения эмитента. Думается, такой анализ может быть интересен и инвесторам, и заемщикам. Причем не только заемщикам — государственным органам, но и любым другим (акционерным обществам, институтам финансового рынка), ведь при всех особенностях муниципальных займов приемы и методы управления ими универсальны.

Понятие “конструирование займов” неразрывно связано с внедрением различных новшеств в этой области. За последние два десятилетия во всем мире появилось множество новых конструкций муниципального займа. Прежде всего такая практика вызвана изменением общих экономических условий, развитием законодательства и потребностями самих заемщиков. В России, кроме того, проявляются специфические трудности переходного периода — недостаточно развитая политическая и юридическая база, высокая инфляция и экономическая нестабильность. Все это отрицательно сказывается на готовности инвесторов вкладывать средства и на намерениях эмитентов брать на себя обязательства. Вот почему недопустимо непосредственное использование рекомендаций западных специалистов, хотя анализировать и сопоставлять отечественный опыт с мировым необходимо.

Цели займа могут быть самыми разнообразными, но перед разработчиками в любом случае стоит задача сделать заем, с одной стороны, привлекательным, а с другой — обеспеченным. Только тогда можно избежать провала размещения или погашения. При конструировании для достижения компромисса участников применяются самые разнообразные подходы и решения. Их можно условно разделить на две группы: решения по концепции займа и решения по основным условиям и порядку обращения — так сказать, по конфигурации займа. Проработка концепции призвана принципиально обеспечить привлекательность и окупаемость займа и определяет выбор его схемы. Проработка же конфигурации позволяет лишь отрегулировать условия в соответствии с взаимными требованиями, тонко “настроить” конструкцию, что, впрочем, тоже очень важно.

**Выбор концепции займа: новые и старые варианты**

При выборе концепции займа разработчиками решаются два главных вопроса: во-первых, определяются цели заимствования; во-вторых, выявляются источники средств для обслуживания и погашения займа.

В России весьма часто встречается неэкономический подход к организации займов — преследуются цели политические, методологические (наработка опыта), формирования репутации надежного заемщика или развития местной инфраструктуры фондового рынка. Однако все это, по сути, является второстепенным и будет уходить на задний план. Главными целями эмитента в перспективе останутся реализация целевого проекта, а также полное и своевременное выполнение обязательств при условии как минимум безубыточности этих операций.

Что касается источников погашения займа, то, как показывает отечественная практика, возможны два решения этого вопроса. Можно, во-первых, найти соответствующий источник средств и, во-вторых, сделать заем привлекательным за счет какой-либо нетрадиционной формы выполнения обязательств. Именно к последнему решению весьма часто прибегали российские разработчики инвестиционных займов, погашаемых в натуральной форме (жильем, телефонами, земельными участками). Кроме нашей области эти так называемые товарные займы выпускались в Самарской, Ульяновской, Оренбургской, Новгородской областях, в Чувашской республике, в Татарстане, в Москве, Омске, Калининграде, Екатеринбурге.

Несмотря на удивление, которое вызывают у западных финансистов схемы товарных займов, идея натурального погашения и поэтапного накопительного приобретения некоторого товара не является отечественным изобретением. Эта схема отчетливо просматривается в финансовых операциях местных властей и на Западе. В частности, в США с недавних пор применяются аналогичные схемы досрочного финансирования образования в высшей школе. При казначействах некоторых штатов созданы специальные трастовые фонды, которые “продают” учебное время, выраженное в условных часах. Родители начинают за 10—15 лет в удобной для них форме оплачивать обучение своих детей. Эта очень привлекательная в условиях постоянного роста стоимости образования форма целевого накопления также выгодна и для образовательной системы, поскольку обеспечивает беспроцентное заимствование средств на весьма значительный срок.

Однако в таких схемах привлечение средств основано на заинтересованности инвесторов не в приросте капитала, а в получении продуктов, услуг или иной выгоды непосредственно от финансируемого проекта. Следовательно, инвесторами могут быть только лица, заинтересованные в его реализации, что, безусловно, сдерживает развитие ликвидного рынка подобных долговых обязательств.

Возвращаясь к традиционной денежной форме погашения, стоит напомнить, что в классическом муниципальном займе существуют два альтернативных источника средств для его обеспечения — налоговые доходы бюджета (облигации общего долга) и доходы целевого проекта (доходные облигации). В России в качестве источника средств часто использовались доходы, в общем-то, вспомогательных финансовых операций по управлению — например, резервного депозитного фонда из средств займа. Речь идет о так называемых арбитражных концепциях. В таких займах на заявленные эмитентом цели, где фигурируют социальные или инвестиционные проекты, направлялись не привлекаемые от инвесторов средства, а чистый доход займа после погашения всех обязательств и покрытия издержек.

Эта схема также хорошо известна на Западе. Более того, прямое инвестирование на финансовых рынках привлеченных средств там не рассматривается как допустимая цель, поскольку это снижает надежность конструкции займа, ведь разместить средства под более высокий процент можно только при более высоком риске.

В России в 1994—1995 годах арбитражный доход муниципалитетом реально мог быть получен не столько из-за разных уровней риска на рынках, сколько из-за налоговых льгот и недоступности для широкого круга мелких инвесторов рынков высокодоходных инструментов (например, ГКО). Вот почему эта схема получила широкое распространение. Нижегородская область не стала здесь исключением. Второй областной заем должен был запомниться инвесторам чрезвычайно высокой доходностью, составившей по разным его выпускам от 105 до 114 процентов годовых (по эффективной ставке). Однако теперь в связи с отменой налоговых льгот по государственным ценным бумагам и снижением доходности операций на рынке ГКО практически все возможности арбитражных займов исчерпаны, и эта схема, по всей видимости, уходит в историю.

Новейшим направлением развития рынка стала эмиссия так называемых ГКО-подобных займов. ГКО-подобные займы основаны на рефинансировании (погашении) долга путем размещения новых выпусков, то есть основным источником средств для погашения обязательств эмитента является расширение его долга. В Нижегородской области подобных займов не выпускалось, хотя их проекты периодически предлагались. Выпуск такого займа подразумевает строительство финансовой пирамиды и потому весьма рискован — особенно для региональной администрации, не имеющей в отличие от федерального правительства возможности погашения своих обязательств путем эмиссии денег.

**Условия займа как путь к компромиссу**

Отладка конструкции займа сводится в общем случае к поиску компромисса участников (эмитента и инвестора) по элементам его конструкции — условиям и порядку обращения займа, из которых можно выделить следующие:

1) структура займа (объемы и сроки обращения выпусков);

2) временная структура ставок доходности (распределение ставок доходности по выпускам с разными сроками);

3) календарный график выплат дохода и основного долга (от ежемесячного до ежегодного);

4) разбивка по номиналам (зависит от типа инвесторов — физических или юридических лиц);

5) способ определения суммы займа и ставки доходности (переговоры или аукцион, фиксированная или плавающая ставка доходности);

6) способы и условия коррекции срока и доходности (более подробно ниже);

7) формы размещения и погашения займа (одномоментное, поэтапное или непрерывное);

8) формы участия посредников (в качестве дилеров или брокеров);

9) форма выпуска (документарная именная, на предъявителя, бездокументарная).

К описываемой здесь процедуре применим термин “фондовый маркетинг”. Все перечисленные элементы взаимосвязаны, а их комбинации образуют многообразие вариантов конструкции. Цель процедуры — ответить запросам инвестора и тем самым обеспечить успех размещения займа. Применительно к нижегородским займам можно сказать, что каждый из них представляет собой особенную конфигурацию, призванную максимально учесть интересы и инвесторов, и эмитента.

Организация эмиссии, состоящей из серий или выпусков, — испытанный способ “подгонки” взаимных требований эмитента и инвесторов. Для арбитражного займа разбивка его на выпуски позволяет не переполнять рынок бумагами и не превышать объемов спроса на размещаемый эмитентом капитал. А для инвестиционных займов структура серий будет, очевидно, диктоваться условиями целевого проекта. Серии в американских займах, как правило, эмитируются в один момент, и разный срок их погашения облегчает эмитенту выполнение обязательств.

Структура нижегородских займов обусловлена другими причинами. Второй заем предусматривал шесть выпусков (размещалось только три). График поэтапного наполнения рынка этими обязательствами был   
сориентирован на условия инфляционного обесценивания номинального объема каждого очередного выпуска, поэтому их объемы расположены в возрастающем порядке (10, 15, 20, 20, 25, 10 миллиардов рублей). Жилищный и телефонный займы из-за особенностей их концепции реализуются постепенно на протяжении установленных в проспекте эмиссии сроков: жилищный — два года плюс один год (срок продлен), телефонный — три года.

Непредсказуемые колебания ставок на рынке сделали неприемлемым использование фиксированного купонного процента, которое принято на Западе. По первому нижегородскому займу ставка была зафиксирована и удерживалась на протяжении более чем 15 месяцев обращения займа (сначала на уровне 132 процентов, а затем — 120 и даже 160 процентов годовых). Однако уже во втором займе ставка доходности стала плавающей — 0,7 ставки ЦБ РФ. Одновременно такая же зависимость была определена и для первого займа. Что касается жилищного и телефонного займов, то доход по ним выплачивается только при денежном погашении и также определяется плавающей ставкой, причем если по жилищному она составляет две трети ставки ЦБ РФ, то по телефонному равняется ставке по вкладам до востребования Сбербанка России. Незначительная доходность по облигациям телефонного займа служит своего рода компенсацией для инвесторов, решивших по тем или иным обстоятельствам выйти из участия в нем.

Способом достижения компромисса по сроку займа является “встраивание” в его условия опционов (прав) эмитента и инвестора на соответственно досрочный отзыв и продажу облигаций. Для облигаций с фиксированными ставками характерно использование условия о досрочном их отзыве по инициативе эмитента (call provision). Введение условия об отзыве позволяет эмитенту застраховаться от риска, связанного с неоправданно высокой стоимостью обслуживания облигаций при общем падении рыночных ставок. Условие о праве инвестора на досрочное предъявление облигаций является на Западе новейшим усовершенствованием конструкций займов. Такие модели получили название VRDO (variable rate demand obligation — обязательства с варьируемой ставкой и опционом на продажу). Заметим, что право продажи в них действует в ограниченные интервалы времени. Причиной внедрения VRDO послужили резкие колебания рыночных процентных ставок на американском рынке муниципальных облигаций в 80-х годах.

В этом отношении нижегородские займы были сконструированы в соответствии с последними разработками. Еще в первом займе инвесторы имели возможность по своему усмотрению определять и срок приобретения, и срок погашения облигаций. Проценты начислялись со дня их приобретения по день предъявления для выкупа эмитентом. Вследствие этого заем 1992 года был чрезвычайно привлекательным для инвесторов, обеспечивающим высокую ликвидность вложений. Во втором займе, представлявшем собой классический купонный выпуск, ликвидность обеспечивалась за счет организации рыночного обращения с участием банков-дилеров. В товарных же займах нижегородская администрация отчасти вновь взяла на себя обеспечение ликвидности, ограничив, однако, инвестора в возможности определять срок погашения. Теперь право погашения действует один раз в год в течение месяца: по жилищному займу — в течение октября, а по телефонному — в течение сентября (при условии подачи заявления до 15 августа). Очевидно, данное усовершенствование позволяет, с одной стороны, улучшить ликвидность (привлекательность), а с другой — спланировать работу эмитента посредством четко определенной процедуры выкупа облигаций.

**Некоторые выводы**

Представленный здесь сравнительный анализ призван показать место нижегородских займов в этой стремительно развивающейся отрасли финансового рынка. При этом остались незатронутыми такие важные аспекты, как выбор формы выпуска и формы участия в займах посредников, других институтов фондового рынка, а также вопросы управления финансовыми потоками.

Можно с уверенностью утверждать, что проделанная в Нижегородской области работа по созданию и отработке инструментов и технологий заимствования свидетельствует, с одной стороны, о профессиональном подходе разработчиков, а с другой — о высокой готовности рынка воспринимать современные конструкции. Следовательно, в России (и, в частности, в нашем регионе) существуют все предпосылки для внедрения в систему государственных финансов облигационного финансирования капитальных вложений, а также для выхода на мировой финансовый рынок. Последнее, кстати, и происходит: в настоящий момент, как известно, идет подготовка к выпуску областных еврооблигаций.