



Мы будем развивать и совершенствовать институт андеррайтеров



С председателем Комитета государственных заимствований города Москвы Сергеем Пахомовым беседует руководитель проекта «Финансы городов и регионов» Сергей Глазков

Сергей Глазков

Сергей Борисович, 25 июня Москомзайм, отказавшись от услуг андеррайтеров, провел необычный аукцион, на котором было размещено облигаций Москвы нового 29-го выпуска на 100 млн руб. при плановом объеме в 5 млрд руб. В СМИ цитировались Ваши слова о том, что на этом аукционе Москомзайм хотел просто проверить доходность рынка без андеррайтеров, а размещать весь выпуск не собирался. Но для этого не обязательно было проводить аукцион. Начать размещать бумагу на небольшую сумму можно было и без аукциона, не так ли?

Сергей Пахомов

Мы придерживаемся принципа открытости наших действий на рынке. Аукцион — это та форма размещения облигаций, которая обеспечивает как раз открытость процесса и выставление тех котировок, которые являются рыночными. В этом плане аукцион был нужен и нам, и рынку.

С. Г.

Но если на аукционе объявляют о размещении облигаций на 5 млрд руб., а практически ничего не хотят разместить, то, естественно, рынок будет активно это обсуждать.

С. П.

Причина этой ситуации простая. На бюджетных счетах Москвы в данный момент находятся несколько

миллиардов рублей, которые пока не используются. В этих условиях занимать деньги нельзя. Поэтому казначейство г. Москвы корректирует в рабочем порядке ход выполнения программы наших заимствований и иногда устанавливает нам довольно жесткие рамки. Наше казначейство, к сожалению, отодвигает нас с размещениями на конец года.

Накопившийся объем денежных средств на счетах казначейства вызван тем, что сбор налогов идет успешно, доходы хорошие, но при этом отстает потребление бюджетных средств. Это связано с дисциплиной бюджетополучателей.

Кроме того, есть определенная этика поведения на рынке. Допустим, мы объявляем аукцион и через андеррайтеров создаем на аукционе большой спрос, порядка 10—12 млрд руб. на выставленный объем облигаций в 5 млрд руб. А по результатам аукциона мы возьмем те же 100 млн руб., а всем остальным скажем: «Не надо нам денег, спасибо». Таким образом наносится удар ниже пояса и андеррайтерам, и другим инвесторам, поскольку они резервируют определенные денежные средства под аукцион, в том числе и клиентские деньги. Я считаю, что вести себя таким образом нельзя.

Поэтому, начав это аукционное размещение, получив рыночные ориентиры цены, мы теперь будем доразмещать 29-й выпуск на вторичном рынке через биржу, тем самым решая проблему конца 2003 г., когда нам потребуются размещать 4 — 5 крупных выпус-

ков подряд в течение нескольких месяцев.

Когда идет доразмещение небольшими лотами, по несколько десятков миллионов рублей, создается ручеек денег в бюджет, что в большей степени устраивает городское казначейство, так как не усугубляет проблему несвоевременного использования денежных средств бюджетополучателями. В зависимости от рынка это может продолжаться достаточно долго. Поскольку облигация 5-летняя, она может продолжать размещаться и в следующем году. Поэтому проблема размещения 29-го выпуска нас не беспокоит.

На наш аукцион, к сожалению, наложились и другие события, а именно начавшаяся в конце июня коррекция на рынке. Это касается не только облигаций Москвы, но и всего российского рынка, как внешнего, так и внутреннего. Выросла доходность. Ситуация, когда уровень инфляции в стране составляет 12—14%, а мы при этом размещаем рублевые облигации на 3 года с доходностью в 7,25%, может существовать только в течение короткого времени. Потому что такое инвестирование денег теряет смысл: их съедает инфляция.

В связи с этим доходности на наши облигации неизбежно возрастут. Я не думаю, что до конца года они вернутся на тот низкий уровень, на котором были весной. Тем не менее мы будем продолжать размещать наши 5-летние облигации по рыночной доходности.

С. Г.

Можно ли сказать, что Москва не может освоить в плановые сроки те деньги, которые она заняла в этом году?

С. П.

Нет, это не так. Существует баланс между доходами и расходами бюджета. Наши займы — это тоже часть доходов в бюджет, однако большую часть этих доходов бюджет получает через сбор налогов и прочих поступлений. И существуют ситуации, когда рост доходов превышает расходы, в том числе и плановые. Угадать это за год до возникновения ситуации при планировании бюджета практически невозможно. Поэтому бюджетное планирование всегда носит достаточно индикативный характер. Недаром бюджет города Москвы корректируется в процессе исполнения как минимум два раза в год. Один раз — в весенне-летний период и один раз — осенью. Первая коррекция бюджета прошла, но в городской программе заимствований почти ничего не изменилось, за исключением сокращения в ней доли кредитов и роста доли облигаций. Общая сумма заимствований осталась прежней.

Осенью может быть коррекция программы заимствований, если сверхплановые доходы будут достаточно объемными. Их пустят на финансирование бюджетного дефицита, следовательно, произойдет сокращение программы заимствований. Поэтому никаких выводов политического характера о том, что Москва не умеет планировать, я бы делать не стал.

С. Г.

Помимо коррекции бюджета, существует ли у Москомзайма возможность осуществлять снижение объема долга путем откупа облигаций?

С. П.

Да, конечно. Мы пользовались, пользуемся и будем пользоваться такими механизмами.

При превышении доходов над расходами одно из основных на-

правлений использования сверхплановых доходов — это сокращение текущего долга, в том числе и путем откупа. Конечно, мы будем осуществлять такие операции, тем более используя нынешнюю рыночную ситуацию.

С. Г.

Как долго будет существовать институт андеррайтеров при Москомзайме?

С. П.

Институт андеррайтеров необходим. Это нормальная рыночная практика, без андеррайтеров не обходится никто: ни за рубежом, ни в нашей стране. Другое дело, мы используем институт андеррайтеров, в который входит 23 банка, несколько иначе, по-своему. На аукционах с участием андеррайтеров мы фактически проводим среди них открытый конкурс на размещение нашего займа. Они путем выставления открытых конкурентных заявок этот заем выкупают. Потом, естественно, они его перепродают своим клиентам или на рынке. Мы используем институт андеррайтеров именно так, и я не вижу никаких оснований от него отказываться.

Другое дело, что **мы будем совершенствовать институт андеррайтеров**, с тем чтобы всем андеррайтерам обеспечить равные условия. Среди андеррайтеров есть банки средней величины, есть крупные, а есть и очень крупные. И поэтому уже в силу своего размера, в силу особенностей формирования своих пассивов, ряд банков имеет достаточно серьезное преимущество. Сбербанк, Внешторгбанк, Банк Москвы обладают очень большой рублевой ликвидностью и, как следствие, существенным преимуществом по отношению к другим андеррайтерам. Нам нужен ликвидный рынок, свободный доступ на наш рынок как можно более широкой категории инвесторов. И мы не хотим создавать ситуацию, когда наши займы после аукциона оседают у нескольких крупных банков, практически не торгуются и, как следствие, теряют ликвидность.

Наша задача — уравнивать положение андеррайтеров, в том числе и путем корректировки механизма их вознаграждения.

С. Г.

Означает ли это, что крупные андеррайтеры будут получать меньшую комиссию?

С. П.

Сейчас преждевременно говорить о деталях механизма вознаграждения — мы его разрабатываем и будем обсуждать с андеррайтерами, очевидно, в начале сентября. **Это обсуждение будет открытым, а не кулуарным**, с разъяснением предлагаемой нами новой системы работы на рынке.

Цель нашей работы с клубом андеррайтеров — использовать, развивать и совершенствовать его деятельность, с тем чтобы при конкуренции на нашем рынке все имели равные возможности.

С. Г.

Вероятно, это приведет к увеличению количества инвесторов у Москомзайма? Например, у Санкт-Петербурга на сегодняшний день больше 5000 инвесторов.

С. П.

Наши инвесторы, в основном институциональные, а в Санкт-Петербурге, насколько мне известно, большая доля частных инвесторов. У нас доля частных инвесторов очень мала, их — наверное, единицы, ну, может быть, несколько десятков. От их лица выступают номинальные держатели, которыми являются те же самые банки. Поэтому очень трудно назвать истинное число наших инвесторов. Мы просто видим номинальных держателей, а сколько за ними стоит институциональных или частных инвесторов — мы не знаем. Например, у нас есть номинальный держатель «Спецдепозитарий пенсионных паевых инвестиционных фондов». Сколько у него клиентов, которые инвестируют в наши облигации, нам не известно. Поэтому я не склонен делать вывод, что 5000 инвесторов — это

много и хорошо. Но мы, конечно, не будем забывать про рынок частных инвестиций в наши облигации и будем активно работать на этом рынке.

С. Г.

В работе по увеличению количества частных инвесторов большая роль, видимо, будет отведена сберегательному облигационному займу Москвы. Будет ли осуществлен план его выпуска в сентябре?

С. П.

Да, он будет осуществлен, уже подписаны соответствующие документы в Правительстве Москвы. Будет выпущен 1 млн облигаций номиналом по 1 тыс руб. сроком на 1 год. Купон в 10% годовых будет выплачиваться ежеквартально.

С. Г.

Что будет нового в схеме размещения сберзайма по сравнению со схемой, которая использовалась в 1997—1998 гг.?

С. П.

Она будет принципиально новой: не будет двухступенчатой продажи, когда сначала заем продается банкам-агентам, а потом они реализуют облигации своим клиентам — частным лицам. В 1997—1998 гг. агенты, как правило, это условие не выполняли. Они выкупали заем и держали его у себя. Поэтому продажи этого займа носили спорадический характер. Были, конечно же, частные инвесторы, но подавляющая часть наших сберегательных займов выкупалась банками.

Сейчас мы будем продавать эти займы населению напрямую. Уполномоченные банки и их розничная сеть будут только пунктами продажи. Естественно, банки будут зарабатывать на этом определенную комиссию. Но **население будет покупать облигации непосредственно у нас, заключая договор купли/продажи с Правительством Москвы**, а не с уполномоченным банком. В частности, сейчас такая программа существует в Сбербанке: 13 отделений Сбербанка в

Москве уже продают физическим лицам облигации наших внутренних займов 25, 26 и 28-го выпусков, находящихся в обращении. Это наш пилотный проект по отработке технологии продажи со Сбербанком. Облигации сберзайма планируется продавать через 100 его структурных подразделений.

Сберегательный облигационный заем, кроме названия и укороченного срока обращения, ничем не будет отличаться от тех наших займов, которые уже находятся на рынке. Это будет обычный заем, существующий в форме глобального сертификата, хранящегося в депозитарии: инвесторы открывают счета ДЕПО в электронной форме и оперируют с ними. Не будет никаких облигаций в бумажной форме. Купонные выплаты по этому займу будут автоматически зачисляться на счет инвестора в день выплаты купона, не нужно будет стоять ни в какой очереди. Погашение займа произойдет точно в срок. В отличие от наших облигаций внутреннего займа, название, «сберегательный заем» более привычно и понятно простым москвичам, не являющимся профессионалами фондового рынка.

Предоставление денег в долг городу Москве — это еще и инвестиции в самих себя, потому что деньги идут на различные социальные инвестиционные проекты, в том числе и решение транспортных проблем. То есть это не только зарабатывание денег на процентах, но и повышение качества своей собственной жизни в городе. Поэтому, на мой взгляд, **существует двойная выгода от инвестиций частных сбережений в наши займы.**

С. Г.

Помните, в свое время висели плакаты: «Покупайте облигации государственного 3%-ного займа!» А реклама сберзайма Москвы будет иметь такие плакаты?

С. П.

Мы предусматриваем возможность использования и средств наглядной агитации. Соответствующая

программа сейчас разрабатывается. Мы ведем работу по подготовке широкой разъяснительной компании среди москвичей о возможностях и преимуществах использования наших облигаций в качестве инструмента для вложения частных сбережений, для пенсионных сбережений. Будем разъяснять порядок приобретения и работы с этими облигациями, а также принципы функционирования всего этого рынка. Будем убеждать население приобретать наши облигации. До этого мы практически никогда не вели рекламы среди москвичей, и те частные лица, которые сейчас покупают наши облигации, — это в основном люди, профессионально управляющие своими личными средствами на фондовом рынке.

Мы провели небольшое социологическое исследование и выяснили, что значительная часть москвичей вообще не знает о том, что город уже давно выпускает облигации. То есть информированность населения о нашей деятельности, о возможности инвестиций в наши облигации недостаточна.

Для привлечения широкого круга частных инвесторов Москва пошла на дополнительные затраты, выделен достаточно большой рекламный бюджет. Мы готовим активную рекламную кампанию, разрабатываем и креативные части этой программы.

С. Г.

Продажа облигаций сберзайма будет осуществляться только в Москве?

С. П.

Да, продажи будут, в основном в Москве, но никто не запрещает другим россиянам покупать наши облигации. У нас частные инвесторы есть не только в Москве. География распространения московских займов охватывает всю страну: от Калининграда до Дальнего Востока.

С. Г.

Как жители других регионов, например Дальнего Востока, смогут купить облигации московского сберзайма?

С. П.

Через банк, через профессионального участника фондового рынка — тот же, например, Дальневосточный банк. Открыть счет, перечислить средства и дать банку поручение, а банк на рынке приобретет эти облигации. Конечно, придется заплатить за услугу банка.

С. Г.

Заложенная в проект сберзайма социальная составляющая требует дополнительных затрат. Можно ли сказать, что по сравнению с внутренними займами Москвы сберзайм будет более затратным и хлопотным, что это дополнительная проблема для Москомзайма?

С. П.

Я бы не назвал это проблемой — это наша работа! Любое дело хлопотно по определению. Для реализации любого масштабного проекта придется затрачивать очень много и сил, и времени, и денег. Но **отдача от этого проекта, мы уверены, будет большая и в социальном, и в финансовом плане**, как для города Москвы, так и для рядовых москвичей, и особенно тех, которые будут приобретать наши облигации.

С. Г.

Сейчас все регионы и муниципалитеты жалуются на недостаток средств, инвестиций, а у Москвы, похоже, ситуация обратная. Считаете ли Вы, что у Москвы избыток средств?

С. П.

Избытка средств не бывает. Нужно разделять понятия. Инвестиции есть явление многоплановое. В Москву идет огромный поток денег, который измеряется несколькими миллиардами долларов в год. Они идут и помимо нашей деятельности, это инвестиции частного сектора. Они к бюджету Москвы не имеют никакого отношения. Но это инвестиционный поток, который поступает в город на реализацию целого ряда проектов: торговых, коммерческих, в области недвижимости, в области развития транспортных систем, в области телеком-

муникаций, интернетовских технологий и т.д. Здесь поле деятельности еще большее. Например, по сравнению с Шанхаем объем иностранных инвестиций, поступающих в Москву, очень мал, хотя по отношению к другим российским регионам он велик.

Идут деньги и в другие регионы, они идут туда, где им есть применение, и в том объеме, в котором они могут быть освоены. Почему Россия стала одной из самых больших стран — экспортеров капитала? Не потому, что наша деловая элита сплошь состоит из жуликов, которые мечтают вывезти деньги за рубеж, а прежде всего потому, что **наша экономика не может пока переварить такой объем инвестиций**.

Государственное устройство России подразумевает, что инфраструктурные проекты осуществляются государством: либо федеральной, либо субфедеральной, либо местной властью. Наша деятельность по привлечению средств в бюджет определяется исключительно потребностями и возможностями московского бюджета, а эта величина планируемая. Нельзя сказать, что их слишком много или их не хватает. Да, Москве требуется гораздо больше денег на проведение ряда крупных инфраструктурных проектов в области дорожного строительства, транспорта, метрополитена, в области социальных проектов, строительства муниципального жилья, решения проблемы ветхого жилья — на это денег не хватает. Но эти инвестиции могут проводиться только за счет бюджета.

Размер дефицита бюджета города Москвы в этом году — 22 млрд руб. В соответствии с Бюджетным кодексом дефицит может достигать 45 млрд руб., и практически мы можем обеспечить его покрытие. Но то, что он в два раза меньше разрешенного законом, говорит о том, что **руководство Москвы очень осторожно относится к наращиванию долга** и тем самым сдерживает инвестиционные программы.

С. Г.

А не нужно ли наращивать инвестиционную программу города, с тем чтобы больше строить?

С. П.

В этом вопросе есть некая инерция. Возьмем для примера строительный комплекс в Москве. Возможности этого комплекса объективно ограничены, в том числе и действующая в нем рабочая сила. Есть устоявшийся масштаб работ этого комплекса. И вдруг мы решаем его резко увеличить, выделив ему не 20 млрд руб., а 40. Естественно, строительный комплекс раздувается: больше людей, больше работы, больше материалов, больше ресурсов... Однако наступит момент, когда третье кольцо будет построено, когда город Москва решит проблему ветхого жилья и т.д. Что тогда произойдет со всеми этими компаниями, людьми, техникой и т.п.? Они останутся без работы, а это большая социальная проблема. Поэтому к увеличению московского долга надо относиться очень осторожно! ■