Владимир ГЛУШКОВ,
специалист отдела, Cbonds

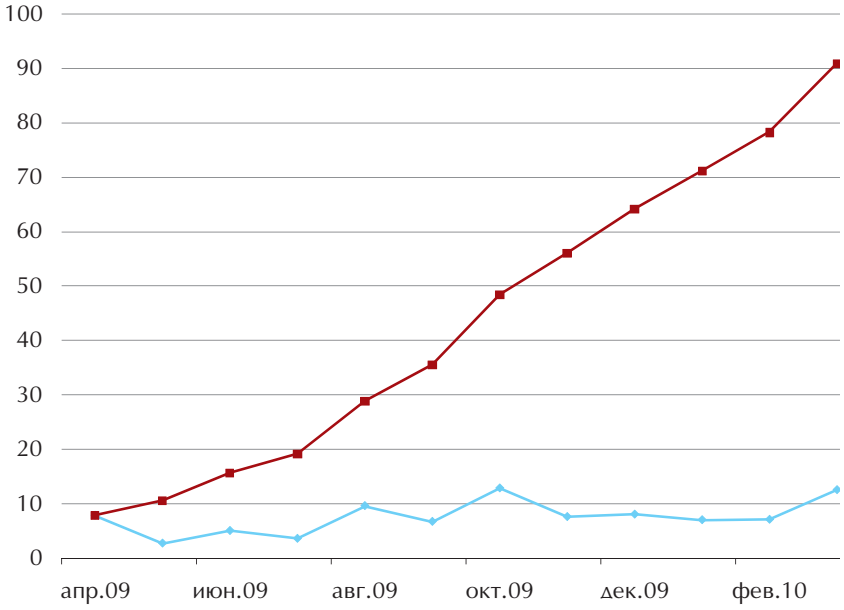
Американский рынок муниципальных облигаций является одним из старейших и наиболее развитых среди рынков других стран. Практически все инфраструктурные проекты в США финансируются за счет средств от выпуска долговых бумаг правительствами штатов или местных самоуправлений. В прошлом году в их арсенале появился новый инструмент — Build America Bonds (BAB), обладающий более высокой доходностью по сравнению с традиционными видами муниципальных долговых обязательств в Штатах. Аналогом BAB на российском рынке могли бы стать инфраструктурные облигации, которые позволят регионам привлекать относительно дешевые заемные ресурсы на финансирование инфраструктурных объектов.

Американская мечта

Всего в США насчитывается около 50 000 эмитентов, выпускающих муниципальные облигации, объем рынка достигает $2.7 трлн, или около 10% всего долгового рынка страны. Муниципальные ценные бумаги глобально делятся на два типа: облигации, освобожденные от налогообложения, и облигации, подлежащие налогообложению. Причем доля последних до недавнего времени составляла до 5% всего рынка.

Структура инвесторов в американские муниципальные бумаги своеобразна: 35% приходится на физические лица, 35% — на взаимные фонды, оставшиеся 30% — это хеджфонды и другие институциональные инвесторы.

Рисунок 1
Build America Bonds в обращении, $ млрд



Такая структура обусловлена прежде всего особенностями налоговой системы, а именно тем, что большая часть муниципальных облигаций не облагается федеральным налогом на доходы физлиц. Если инвестор проживает в том же штате, то помимо освобождения от федерального налога он получает возможность не платить налог штата (который может быть как прогрессивным, так и фиксированным, либо отсутствовать вовсе). В США действует прогрессивная система налогообложения, поэтому «физики», стоящие на верхних ступенях налоговой шкалы, могут получить больший реальный доход от своих инвестиций. Освобождение распространяется только на процентный доход от купонных облигаций и изменение цены для дисконтных, при этом изменение рыночной стоимости облагается налогом. Общая экономия, таким образом, может достигать 30% при заданном уровне риска по сравнению с корпоративными долговыми ценными бумагами. Большинство муниципальных облигаций освобождены также от альтернативного минимального налога. Благодаря этим особенностям рынок муниципальных бумаг в США — практически полностью американский по национальной структуре инвесторов.

Низкий кредитный риск муниципальных облигаций объясняется особенностями законодательства. Согласно 9-й главе Кодекса США о банкротстве:

– запрещается принудительное банкротство муниципального субъекта;

– не допускается ликвидация муниципального субъекта;

– полномочия субъекта не могут быть отчуждены в связи с процедурой банкротства.

В результате, средний возврат средств по муниципальным бумагам инвесторам после дефолта выше, чем по корпоративным бумагам. При этом первые имеют исторически более низкую долю дефолтов в связи с жесткими законодательными ограничениями по выпуску долговых бумаг. Согласно исследованиям, проведенным Moody's, с 1970 по 2000 гг. только 18 из 28 099 рейтингованных выпусков муниципальных облигаций оказались в дефолте, причем основная часть приходилась на облигации, выпущенные некоммерческими больницами.

В основном муниципальные облигации, не облагаемые налогом, представлены двумя видами бумаг: облигации, обеспеченные общей гарантией (general obligation bonds или G.O.), и облигации, обеспеченные доходами от определенного объекта (revenue bonds). Первые считаются более надежными, так как обеспечены гарантией всего субъекта, то есть всеми генерируемыми им денежными потоками, включая налоги. По вторым купонные платежи и основная сумма выплачиваются только из доходов от проекта (например, строительство аэропортов, систем водоснабжения, электростанций, транспортной инфраструктуры), под который было привлечено финансирование. Это позволяет обходить законодательные ограничения на предельно допустимый объем выпуска G.O.

Еще одной особенностью рынка является страхование выпусков муниципальных облигаций. Благодаря существованию компаний, специализирующихся на страховании выплат по долговым инструментам, субъекты, имеющие не высшие кредитные рейтинги, могут успешно размещать свои долговые бумаги и экономить значительные средства на стоимости финансирования. Однако у данного инструмента есть и оборотная сторона. Инвестиции в застрахованные бумаги оказались намного более рискованными, чем ожидали инвесторы до начала кризиса. Деятельность страховых компаний на рынке структурированных финансовых продуктов привела к огромным убыткам, начиная со второй половины 2007 года, и стала причиной понижения их рейтингов с наивысших значений на несколько ступеней вниз. Соответственно, снижение рейтингов коснулось и застрахованных муниципальных облигаций.

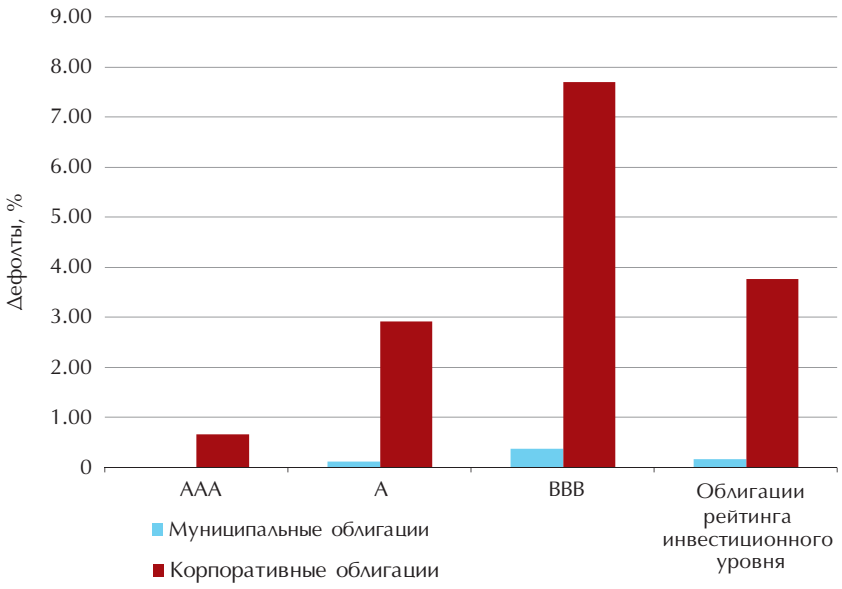
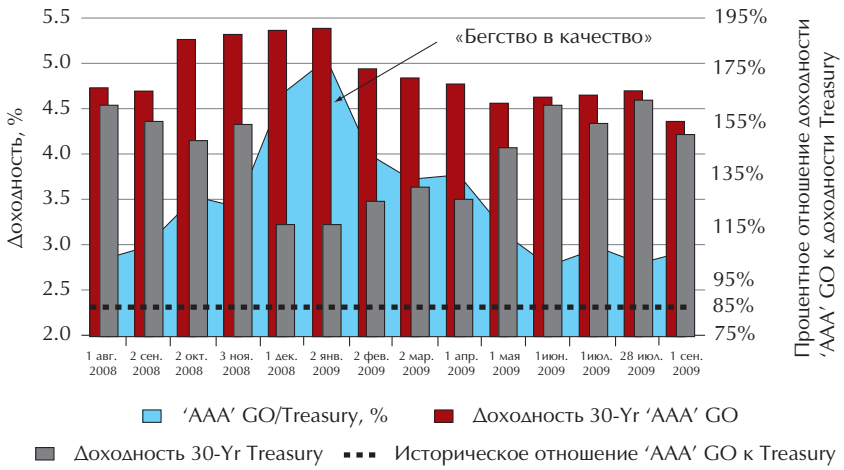


Рисунок 2
15-летний накопленный процент дефолтов муниципальных и корпоративных облигаций, имеющих рейтинги от S&P

Финансовые потрясения затронули и сектор облигаций, обеспеченных общей гарантией (general obligation bonds, G.O.). В периоды экономического роста G.O. с самым высоким рейтингом торгуются по доходности с дисконтом к бумагам казначейства США с тем же сроком погашения, что обусловлено налоговыми преференциями для инвесторов, вкладывающих в G.O. Однако к концу 2008 года доходность по некоторым 10-летним муниципальным бумагам превышала доходность аналогичных по сроку казначейских нот. Такая ситуация была вызвана страхами инвесторов и, как следствие, «бегством в качество».

В апреле 2009 года на рынке муниципальных облигаций США появился новый инструмент. С этого месяца вступил в силу подписанный президентом Бараком Обамой Акт о восстановлении и реинвестировании (American Recovery and Reinvestment Act), согласно которому правительства штатов и местные самоуправления получили возможность выпускать так называемые Build America Bonds (BAB), обладающие более высокой доходностью и привлекательным спредом относительно корпоративных бумаг схожего кредитного качества. Основной целью такого шага являлось стимулирование экономики: запуск важных инфраструктурных проектов, создание новых рабочих мест. При этом выпуски Build America Bonds не должны использоваться для рефинансирования существующих долгов. BAB могут выпускаться в двух формах: с прямой субсидией заемщику и с налоговым кредитом для держателя облигации. Первый вид BAB более распространен. Правительство готово выделять субсидии непосредственно эмитенту в размере 35% от суммы процентных платежей. А

«В АПРЕЛЕ 2009 ГОДА ПРАВИТЕЛЬСТВА АМЕРИКАНСКИХ ШТАТОВ И МЕСТНЫЕ САМОУПРАВЛЕНИЯ ПОЛУЧИЛИ ВОЗМОЖНОСТЬ ВЫПУСКАТЬ BUILD AMERICA BONDS (BAB), ОБЛАДАЮЩИЕ БОЛЕЕ ВЫСОКОЙ ДОХОДНОСТЬЮ И ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМ СПРЕДОМ ОТНОСИТЕЛЬНО КОРПОРАТИВНЫХ БУМАГ СХОЖЕГО КРЕДИТНОГО КАЧЕСТВА»



Источники: GSM, Thomson Financial

Рисунок 3
Сравнение доходностей 30-Yr 'AAA' GO Munies и 30-Yr Treasury Bonds

значит, при выпуске купонной облигации по номиналу и под ставку 10% стоимость фондирования для штата составит 6.5%.

BAB с налоговым кредитом не столь привлекательны, так как экономят лишь 25% стоимости финансирования. Заемщикам было предоставлено право выбора при выпуске BAB. Данная структура сделала налогооблагаемые облигации интересными для нерезидентов страны, а также американских инвесторов, использующих Build America Bonds в качестве инструмента диверсификации своего портфеля. Размещение большинства выпусков BAB в Штатах проходит с переподпиской.

Предполагается, что программа по выпуску BAB продлится до конца 2010 года. В 2009 американские штаты и местные самоуправления выпустили таких бумаг на сумму $64.1 млрд.

В России рынок муниципальных облигаций находится в зачаточном состоянии. Хотя его объем составляет 423 млрд руб. (8% всего долгового рынка страны), муниципальные облигации не являются столь привлекательной альтернативой государственным. Во-первых, налоговая система РФ не предоставляет больше стимулов для инвесторов в муниципальные облигации по сравнению госбумагами. Во-вторых, ставка налогообложения физических лиц не зависит от уровня их доходов. В-третьих, бюджетная система РФ чрезмерно централизована, субъекты федерации практически не имеют возможностей устанавливать собственные налоги, поступления от которых шли бы на запуск специально разработанных под них инфраструктурных проектов. Слабость в планировании, неэффективность расходования средств, низкая прозрачность и информационная открытость — также существенные факторы, препятствующие развитию рынка.

> СОГЛАСНО ИССЛЕДОВАНИЯМ, ПРОВЕДЕННЫМ MOODY'S, С 1970 ПО 2000 ГГ. ТОЛЬКО 18 ИЗ 28 099 РЕЙТИНГОВАННЫХ ВЫПУСКОВ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В США ОКАЗАЛИСЬ В ДЕФОЛТЕ

Серьезным стимулом в развитии рынка муниципальных облигаций в России мог бы стать законопроект «Об особенностях инвестирования в инфраструктуру с использованием инфраструктурных облигаций». Закон даст возможность размещать целевые облигации субъектам РФ и муниципальным органам власти для финансирования конкретных инфраструктурных проектов. В соответствии с законопроектом, эмитентом таких облигаций может выступать специализированная проектная организация, исключительным видом деятельности которой является реализация инфраструктурного проекта и использование (эксплуатация) соответствующего объекта инфраструктуры. Уполномоченным органом по организации и проведению отбора конкретного инфраструктурного проекта соответствующего уровня будет выступать орган исполнительной власти субъекта РФ или местный орган самоуправления. При этом специализированная проектная организация не может быть добровольно реорганизована или ликвидирована.

Инфраструктурные облигации вряд ли будут интересны физическим лицам. Причиной тому является отсутствие экономических стимулов и гораздо более короткий горизонт инвестирования физлицами в России. Основными инвесторами в эти бумаги могут стать пенсионные и страховые фонды, обладающие «длинными» деньгами.

Для успешной реализации программы по выпуску инфраструктурных облигаций нужно проработать ряд проблем, которые не разрешены в рамках законопроекта. Например, права держателей облигаций могут зашищаться только в арбитражном судах на территории России, не имеющих достаточного опыта в рассмотрении подобных дел. Это исключает передачу дел на рассмотрение в третейские суды, международные инстанции и повышает риски потенциальных инвесторов. Также законопроектом предусмотрены возможности получения госгарантий или выпуск облигаций под залог прав требования будущих денежных платежей по проекту. Оба механизма еще не до конца проработаны российским законодательством.

Таблица 1
Ставки федерального налога США для лиц, не состоящих в браке

Предельная ставка налогообложения	Уровень годового дохода
10%	$0 – $8 350
15%	$8 351– $33 950
25%	$33 951 – $82 250
28%	$82 251 – $171 550
33%	$171 551 – $372 950
35%	$372 951+

Источник: Internal Revenue Service