



Чувашская Республика: облигации, гарантированные Всемирным банком

информационный меморандум

облигационный заем

1 000 000 000 рублей



Март, 2006г.

Оглавление

	стр.
Резюме	3
Структура и основные параметры займа	4
Общая характеристика и политическая ситуация	5
Экономика	6
Бюджетные и долговые показатели	8
Гарантии Всемирного банка по займу	11
Ориентиры по доходности при размещении облигаций	12
Приложение	13

Резюме

- Чувашская Республика входит в состав Приволжского федерального округа и при сравнительно небольшой территории (18.3 тыс. км²) занимает четвертое в России место по плотности населения (70.8 человек на км²).
- Политическая ситуация в Чувашской Республике стабильна. С 1994г. по настоящее время Президентом Чувашской Республики является Н.Федоров. В соответствии с Конституцией Республики Чувашия, срок истечения полномочий действующего Президента – август 2010г.
- По итогам 2005г. индекс промышленного производства в сопоставимых ценах составил 106.3% к уровню 2004г., в то время как доля Республики в российском ВВП составила 0.4%, а в промышленном производстве – 0.5%.
- В 1П2005г. Республика Чувашия занимает первое место в группе аналогов (Тверская, Воронежская, Калужская области и Республика Карелия) по приросту инвестиций в основной капитал (+14.9%) и 2-е место по приросту реальных располагаемых доходов населения (+12.2%) и приросту объема промышленного производства (+3.3%).
- Промышленность формирует 55% налоговых поступлений субъекта. Ключевые отрасли: машиностроение, металлообработка, пищевая, химическая и электроэнергетика. Крупные налогоплательщики бюджета – подразделения корпораций федерального и международного масштаба.
- В республике ведут деятельность: ОАО «Промтрактор» и ОАО «Челябинский Автоагрегатный Завод» (Холдинг «Промтрактор»), Нововочебоксарский пивоваренный завод (SUN Interbrew), ОАО «Химпром», ОАО «Чувашская Генерирующая Компания» и Чебоксарская ГЭС (ранее ОАО «Чувашэнерго»).
- Финансовая система Республики Чувашия признана экспертами ВБ самой прозрачной и рациональной в России. Бюджетные принципы, применяемые в Республике длительное время, легли в основу недавно установленных на федеральном уровне.
- В 2005г. общий объем доходов бюджета составил 12 млрд. руб., увеличившись на 26% к уровню 2004г. Доходная часть республиканского бюджета характеризуется поступательным увеличением доли налоговых доходов.
- В 2005г. доходы бюджета без учета финансовой помощи увеличились на 44.2% до 6.4 млрд. руб. Увеличение произошло в основном за счет роста поступлений по налогу на прибыль и налога на имущество. Доля доходов без финансовой помощи в 2005г. составила 53.3%, (против 46.8% в 2004г.).
- Расходная часть бюджета отличается значительной долей капитальных расходов, которые обусловлены реализацией инфраструктурных проектов. Капитальные расходы подразумевают менее серьезные социальные последствия при их сокращении в сравнении с текущими расходами, что улучшает кредитное качество региона.
- Общий объем гос. долга Республики Чувашия по состоянию на 21.12.05 составляет 2.2 млрд. руб., что больше аналогичного показателя 2004г. на 16%. Динамика гос. долга существенно уступает росту доходов бюджета. В структуре гос. долга основная доля приходится на облигации (56.2%) и на гарантии (36.4%), что позволяет снижать стоимость и повышать качество заимствований.
- Республика Чувашия обладает успешной кредитной историей на рынке публичного субфедерального долга. В период с 2003 по 2005 гг. субъект разместил 3 выпуска облигаций общим объемом 1535 млн. руб., два из которых (500 млн. руб. и 750 млн. руб.) находятся в обращении.
- Кредитоспособность Чувашской республики отмечена рейтингом агентства Moody's Interfax на уровне Aa3.ru по национальной шкале, который был подтвержден 22 декабря 2005г.
- Предстоящий выпуск облигаций будет обеспечен частичной гарантией Всемирного Банка (World Bank) по выплате купонов и основной сумме. Гарантия действует в отношении 45% основной суммы долга и полностью покрывает купонные платежи в течение 5-ти лет.

Таблица 1. Структура бюджета Чувашской Республики по доходам, 2005г.

	Исполн., млн. руб.	Доля в доходах, %	Исполн., %	Прирост к 2004г., %
Налоги на прибыль	3 455	28.8	101.8	33
... на прибыль организаций	1 644	13.7	102.6	0
... НДФЛ	1 811	15.1	101.0	43
Акцизы	1 427	11.9	99.3	27
Налоги на совокупный доход	188	1.6	110.8	-10
Налоги на имущество	975	8.1	99.5	175
Прочие налоги	360	3.0	112.5	133
Безвозм. перечисл.	5 281	44.0	100.0	23
Всего доходов	12 008	100.0	100.7	27

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 2. Динамика государственного долга Чувашской Республики, млн. руб.

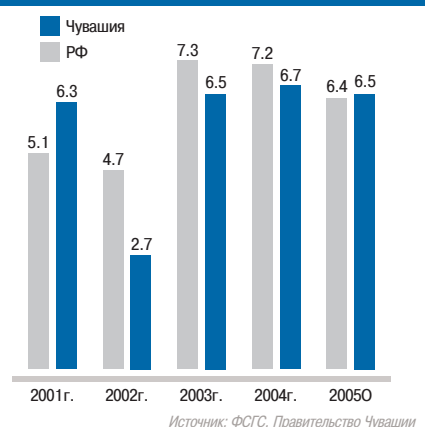
	1П2004	2004	1П2005	2005
Кредиты банков	-	-	150	-
Бюджетные ссуды	85	25	96	141
Ценные бумаги	981	798	1 549	1 258
Реструктуризированная задолженность	54	40	40	24
Гарантии	1 019	1 052	1 052	816
Прочие	-	7	-	-
Всего	2 139	1 922	2 887	2 239

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Диаграмма 1. Доходы бюджетов сопоставимых регионов за 11 мес. 2005г., млн. руб.



Диаграмма 2. Прирост ВРП, %



Структура и основные параметры займа

- **Эмитент** – Министерство финансов Чувашской Республики
- **Поручитель** – Муниципальный фонд Международной финансовой корпорации
- **Объем выпуска** – 1 000 000 000 рублей
- **Обеспечение** – поручительство в размере 450 000 000 рублей
- **Срок обращения** – 5 лет
- **Генеральный агент** – ОАО АКБ «РОСБАНК»
- **Рейтинги эмитента** – Moody's Interfax: Aa3.ru

Диаграмма 3. Структура займа



Источник: ОАО АКБ «РОСБАНК»

Гарантия IFC – повышение
кредитного качества
обязательств

Гарантия: 450 млн. руб. на
сумму основного долга и
купонные платежи на срок
обращения

Общая характеристика и политическая ситуация

Чувашская Республика – регион в составе Приволжского федерального округа, граничит с Ульяновской, Нижегородской областями, с Республиками Марий Эл, Татарстан и Мордовия.

Численность постоянного населения Чувашии на 1 января 2005г. составила 1 299.3 тыс.чел., в том числе городского – 791.2 тыс. чел. (60.9%). Республика занимает четвертое место в России по плотности населения (после Московской области, Северной Осетии, Ленинградской области) – средняя плотность населения составляет 70.8 чел. на км.

Республика занимает сравнительно небольшую территорию общей площадью 18.3 тыс. кв. км. Столица Чувашии – Чебоксары с населением 451.6 тыс.чел. Второй по населению и экономической важности город – Новочебоксарск.

Политическую ситуацию в Республики мы оцениваем как стабильную. Пост Президента Чувашской Республики с января 1994г. занимает Николай Федоров. Повторно на должность Президента Н. Федоров переизбирался в 1997г. и 2001г. В августе 2005г. до окончания истечения срока полномочий (декабрь 2005г.) Н. Федоров поставил перед Президентом РФ вопрос о доверии. Данное ходатайство было удовлетворено. В соответствии с Конституцией Чувашской Республики срок истечения полномочий действующего Президента – август 2010г.

На наш взгляд, выдвижение Президентом РФ Н. Федорова на занимаемую должность не является случайным. Несмотря на то, что Н. Федоров несколько раз выступал с критикой политики Президента и Правительства РФ, федеральные органы власти неоднократно отмечали успехи, достигнутые руководством Республики. В частности, в ходе очередного визита в Чувашию в ноябре 2005г. министр финансов РФ А. Кудрин отметил, что Республика отличается самой современной системой финансового администрирования и является одним из лучших регионов по качеству управления финансами.

Стабильная политическая
ситуация

Экономика

Экономика Чувашии относительно небольшая в масштабах страны — доля Республики в ВВП России составляет около 0.4%, в промышленном производстве — 0.5%. Однако динамика роста ВРП соответствует общероссийским тенденциям, а динамика развития промышленного производства в Республике превышает среднероссийские показатели. Экономическая ситуация в промышленном комплексе Республики в целом благоприятная, сохраняется тенденция роста, индекс промышленного производства составил 106.3% к 2004г.

На протяжении последних 5 лет в Республике сохраняется устойчивая тенденция опережающего роста инвестиций в основной капитал по сравнению с темпами роста в целом по России. Социально-экономическое положение Республики в 2005г. также характеризовалось существенным превышением темпов роста розничного товарооборота по сравнению с общероссийскими.

Таблица 3. Сравнительные социально-экономические показатели Чувашии и РФ

		2001	2002	2003	2004	2005
Прирост ВРП, %	Чувашия	6.3	2.7	6.5	6.7	6.5*
	РФ	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4
Динамика пром. произ-ва, %	Чувашия	4.5	5.2	7.7	9.7	6.3
	РФ	7.5	3.7	7.0	6.1	4.0
Динамика объема с/х прод-ии	Чувашия	4.9	-0.4	0.3	-0.8	1.6
	РФ	7.5	1.5	1.3	3.1	2.0
Динамика розн. торговли	Чувашия	11.4	5.3	12.7	10.7	16.0
	РФ	11.0	9.3	8.8	12.5	12.0
Динамика инвестиций в основной капитал	Чувашия	17.3	17.8	13.6	12.2	11.1*
	РФ	10.0	2.8	12.5	10.9	10.5

Источник: ФСГС, Правительство Чувашии

* оценка

По основным макроэкономическим показателям Чувашская Республика сопоставима с такими регионами — эмитентами облигаций как: Тверская область, Воронежская область, Калужская область, Республика Карелия. Несмотря на то, что по абсолютному объему промышленного производства Республика несколько уступает указанным регионам, динамика основных показателей социально-экономического развития занимает лидирующие позиции.

По результатам 1 полугодия 2005г. в Чувашии больше всех среди сравниваемых регионов выросли инвестиции в основной капитал (при этом в большинстве указанных регионов данный показатель продемонстрировал отрицательную динамику). По индексу реальных денежных доходов населения и динамике розничного товарооборота Чувашия занимает вторую позицию.

Таблица 4. Сравнительные макроэкономические показатели сопоставимых регионов-эмитентов на 1П2005г.

Регион	Население, тыс. чел.	Объем пром. пр-ва, млрд. руб. (2004г.)	Динамика пром. пр-ва, %	Динамика стр-ва жил. домов	Динамика розн. товарооб.	Динамика инв-й в осн. к-л	Индекс реальн. ден. дох. населен.
Чувашская Республика	1299	49.29	3.3	15.4	14.3	14.9	12.2
Тверская область	1407	65.53	1.2	-20.0	27.5	-32.3	19.4
Воронежская область	2313	78.77	-0.3	29.5	3.3	-13.9	3.4
Калужская область	1022	54.76	5.8	-12.0	8.8	9.4	7.3
Карелия	814	51.19	23.6	26.6	5.4	-11.0	-0.1

Источник: ФСГС, региональные администрации, Российская Газета

Ведущее место в экономике Чувашии занимает промышленный комплекс,

Рост промышленного производства в 2004г. (106.3%) выше среднероссийского

Основные аналоги по макроэкономическим показателям: Тверская область, Воронежская область, Калужская область, Республика Карелия

обеспечивающий более 55% налоговых поступлений в республиканский бюджет. Промышленность Республики не носит сырьевой направленности и представлена преимущественно обрабатывающими отраслями.

Основу промышленного производства составляют предприятия машиностроения и металлообработки, крупнейшими из которых являются:

ОАО «Промтрактор» (Чебоксарский завод промышленных тракторов) – производитель тяжелых бульдозеров и трубоукладчиков. Основными клиентами являются компании сырьевого сектора, а именно: Газпром, Алроса, ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР. Новое направление развития компании – партнерство с ОАО «Российские железные дороги» (РЖД) по поставке стального вагонного литья и организации производства новых моделей грузовых вагонов;

ОАО «Чебоксарский агрегатный завод» – производитель запчастей к ходовым системам промышленной, сельскохозяйственной и трелевочной гусеничной техники, а также узлов и деталей сцепления для тракторов, комбайнов и автомобилей. Среди потребителей продукции завода – Caterpillar и FIAT;

Вторая по значимости отрасль промышленности – пищевая. Крупнейшее предприятие отрасли – Новочебоксарский пивоваренный завод, который принадлежит одному из лидеров пивного рынка – компании SUN Interbrew. Мощности предприятия позволяют производить ежегодно до 1 млн. гектолитров пива ряда известных международных марок самого высокого качества.

Химическая промышленность региона представлена, главным образом, ОАО «Химпром» – одним из крупнейших предприятий химической промышленности страны, выпускающее органические продукты (хлор-, фосфор- и кремний), бытовую химию, гербициды, полиэфирполиолы (используются для получения жестких пенополиуританов). На предприятии производится около 90% российского пероксида водорода, используемого в качестве экологически чистого отбеливателя

Электроэнергетика так же занимает существенную долю в промышленном производстве региона. Основным предприятием являлось ОАО «Чувашэнерго», из которого в ходе реформы РАО «ЕЭС» было выделено ОАО «Чувашская генерирующая компания» (основные активы – Чебоксарская ТЭЦ-1 и ТЭЦ-2, Новочебоксарская ТЭЦ-3), Чебоксарская ГЭС. Отдельными компаниями стали ОАО «Чувашская управляющая компания» и ОАО «Чувашская энергосбытовая компания».

Промышленность – более
55% налоговых поступлений в
бюджет

Значимые налогоплательщики:
производственные
подразделения ведущих
корпораций

Основные отрасли
промышленности:
машиностроение, пищевая,
химическая, электроэнергетика

Бюджетные и долговые показатели

Чувашская Республика – регион с одной из лучших в России системой управления государственными финансами. Многие бюджетные принципы, длительное время применяемые в Чувашии, лишь недавно были установлены на федеральном уровне. К главным из них относится законодательное закрепление формул финансовых отношений между уровнями бюджета.

Таблица 5. Сравнительные показатели исполнения бюджета за 11 мес. 2005г. по сопоставимым регионам-эмитентам

	Доходы, млн. руб.	Структура доходной части бюджета							Доходы от им-ва	Расходы, млн. руб.	Профицит (дефицит)
		безв. пост-я	нал.на прибыль	НДФЛ	акцизы	нал.на вмен. доход	нал.на им-во	нал.на природн. ресурсы			
Чувашская Республика	12 008	46.7%	13.7%	15.1%	11.9%	1.6%	8.1%	0.0%	1.9%	12 495	(487)
Воронежская область	17 970	37.8%	15.1%	21.6%	9.5%	2.1%	7.8%	0.2%	1.6%	17 434	535
Тверская область	14 328	32.5%	19.3%	20.1%	14.6%	1.6%	8.0%	0.1%	2.1%	14 753	(425)
Калужская область	11 315	37.5%	14.3%	23.9%	14.7%	0.0%	7.2%	0.2%	1.2%	11 619	(304)
Республика Карелия	10 446	25.1%	30.8%	24.2%	5.8%	1.4%	6.9%	0.8%	2.3%	10 197	250

Источник: Министерство финансов РФ

Также в Республике одной из первых в РФ была введена казначейская система исполнения бюджета. Совершенствованию бюджетной системы способствует и долговременное сотрудничество с экспертами Министерства финансов РФ и Всемирного банка в результате которого в Чувашии была осуществлена Программа реформирования системы управления общественными финансами. В ходе выполнения Программы эксперты Всемирного банка осуществляли ее мониторинг и в итоге признали финансовую систему Чувашии самой прозрачной и рациональной в России.

В последние годы наблюдается динамичный рост налоговых доходов бюджета, что является отражением экономического роста. В 2005г. по сравнению с 2004г., объем собранных налогов на прибыль организаций и на доходы физических лиц увеличился почти на 33%. В результате доля указанных налогов выросла с 27.4% до 28.8% всех доходов. Это привело к дальнейшему сокращению доли безвозмездных поступлений в доходах бюджета – по итогам исполнения за 2005г. она снизилась с 45.4% в 2004г. до 44.0%.

Таблица 6. Структура и % исполнения бюджета Чувашской Республики по доходам

	2004			2005		
	Исполнено, тыс. руб.	Доля в доходах	% исполнения	Исполнено, тыс. руб.	Доля в доходах	% исполнения
Налоги на прибыль	2 603 725.0	27.4%	97.8%	3 454 795	28.8%	101.8%
... на прибыль организаций	1 644 062.0	17.3%	102.6%	1 644 062.0	13.7%	102.6%
... НДФЛ	1 267 592.0	13.4%	89.9%	1 810 733.0	15.1%	101.0%
Акцизы	1 120 862.0	11.8%	103.4%	1 427 088.0	11.9%	99.3%
Налоги на совокупный доход	208 148.0	2.2%	118.7%	187 688.0	1.6%	110.8%
Налоги на имущество	353 946.0	3.7%	90.8%	974 885.0	8.1%	99.5%
Прочие налоги	154 092.0	1.6%	74.5%	359 602.0	3.0%	112.5%
Безвозм. перечисл.	4 306 755.0	45.4%	100.0%	5 280 766.0	44.0%	100.0%
Всего доходов	9 488 132.0	100.0%	100.0%	12 007 718.0	100.0%	100.7%

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Средний объем бюджета Чувашской Республики обусловлен размером экономики региона. Сравнение бюджетных показателей целесообразно проводить с сопоставимыми в макроэкономическом плане регионами-эмитентами.

По сравнению с рядом сопоставимых регионов-эмитентов структура налоговых доходов бюджета достаточно диверсифицирована – налог на прибыль организаций,

Одна из самых прозрачных
и рациональных систем
управления гос. финансами в РФ

Увеличение налоговых
поступлений на 33% в 2005г.

Сокращение доли финансовой
помощи в доходах бюджета

НДФЛ и акцизы занимают примерно равные доли. Наблюдается диверсификация налоговой базы и в разрезе налогоплательщиков – 10 крупнейших обеспечивают около 20% налоговых доходов республиканского бюджета. Обращает на себя внимание самая высокая среди сравниваемых регионов доля налогов на имущество. В ходе осуществленной федеральной властью централизации наиболее легко администрируемых налогов на уровне федерального бюджета, а также отмены ряда региональных налогов, подразумевалось, что потери регионов будут в значительной степени компенсированы ростом налогов на имущество организаций.

Это вызвало негативную реакцию региональных властей, т.к. повышение значимости имущественных налогов было связано с решением ряда проблем, в первую очередь, оценкой имущества и налаживания сбора данного налога. Чувашия в большей степени, чем другие сопоставимые регионы продвинулась в решении этих проблем.

Бюджет Чувашской Республики отличается высокой долей капитальных расходов в расходной части бюджета. Связано это с реализацией в Республике крупных инфраструктурных проектов, главным образом, газификацией. С точки зрения кредитоспособности, высокая доля капитальных расходов является сильной стороной – они могут быть подвергнуты сокращению с существенно менее серьезными социальными последствиями, чем текущие расходы.

Таблица 7. Сравнительные долговые показатели за 9 мес. 2005г. по сопоставимым регионам-эмитентам

Эмитент	Объем долга к доходам без фин. помощи	Расходы на обслуживание долга к расходам
Чувашская Республика	53.3%	1.4%
Тверская область	34.1%	1.7%
Воронежская область	24.7%	1.4%
Калужская область	13.9%	0.6%
Карелия	27.5%	1.0%

Источник: Министерство финансов РФ

В последние годы наблюдается исполнение республиканского бюджета с дефицитом. Основными источниками финансирования являются ценные бумаги – доля облигаций в безусловных обязательствах постоянно увеличивается, что приводит к снижению стоимости обслуживания долга. Долговая политика, как часть финансовой политики региона, также отличается высоким качеством. Долговая нагрузка регионального бюджета растет существенно медленнее, чем доходы бюджета.

По состоянию на начало 2006г. объем государственного долга Чувашской Республики достиг 2.2 млрд. руб., увеличившись на 17% по сравнению с началом 2005г., при этом за тот же период времени объем доходной части бюджета Республики вырос на 27%. Качество управления госдолгом в Республике подтверждается и тем, что кредиты банков, привлекаемые в течение 2005г. (это привело к увеличению долговой нагрузки на конец 1 полугодия до 2.9 млрд. руб.), были своевременно погашены – на начало 2006г. задолженность по данной статье отсутствует.

Другой важный момент в анализе долговой нагрузки Чувашской Республики – высокая доля условных обязательств. На начало 2006г. доля гарантий в задолженности региона составляла около 37%. При этом львиная доля гарантий приходится на кредит для сооружения пивоваренного завода в Новочебоксарске, который в настоящее время принадлежит холдингу SUN Interbrew.

Это крупное успешное предприятие, вероятность возникновения проблем с обслуживанием кредита у которого можно оценить как крайне низкую (стоит отметить, тем не менее, что заемщиком по кредиту является ЗАО «Булгар-Хмель», формально не относящееся к SUN Interbrew, но платежи по кредиту осуществляются

Диверсифицированная
структура налоговых доходов

Структура расходов бюджета –
возможна оптимизация

Использование облигаций –
путь к снижению стоимости
заимствований

Рост доходов бюджета
опережает рост долговой
нагрузки

регулярно — очевидно, руководство холдинга не намерено «портить отношения» с региональным руководством).

Поэтому при сравнении долговой нагрузки с другими регионами-эмитентами фактор высокой доли условных обязательств необходимо учитывать. К примеру, в структуре долга Тверской области гарантии занимают менее 20%, а Воронежской — около 7%. Это позволяет рассматривать показатели отношения долга к доходам без учета финансовой помощи Чувашии на уровне этих двух регионов. Это подтверждается и данными о затратах на обслуживание долга — их доля в расходах примерно одинакова.

Наиболее существенная часть регионального долга представлена двумя облигационными выпусками. Выпуск 24003 объемом 500 млн. руб. должен быть погашен в апреле 2007г., выпуск 25004 объемом 750 млн. руб. имеет срок погашения в марте 2009г.

Кредитоспособность Чувашской республики отмечена рейтингом агентства Moody's Interfax на уровне Aa3.ru по национальной шкале, который был подтвержден 22 декабря 2005г. Эмитенты или долговые обязательства с рейтингом Aa.ru характеризуются очень высокой кредитоспособностью по отношению к другим эмитентам в стране.

Таблица 8. Динамика государственного долга Чувашской Республики, тыс. руб.

	30.06.2004	31.12.2004	30.06.2005	31.12.2005
Кредиты банков	-	-	150 000.00	-
Бюджетные ссуды	85 000.00	25 000.00	95 775.23	141 156.14
Ценные бумаги	980972.50	797 657.00	1 548 692.00	1 258 094.00
Реструктуризированная задолженность	54297.90	40 102.81	40 102.81	23 711.66
Гарантии	1 018 692.20	1 052 280.76	1 052 251.19	816 091.85
Прочие	-	7 367.73	-	-
Всего	2 138 962.60	1 922 408.30	2 886 821.23	2 239 053.65

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Условные обязательства:
высокое качество гос. долга

Успешная кредитная история

Гарантии Всемирного банка по займу

Важной отличительной чертой данного выпуска облигаций является наличие частичной гарантии Всемирного банка по выплате купонов и основной сумме долга. Следует особо подчеркнуть, что данная схема используется впервые в российской практике.

Гарантом по данному облигационному выпуску выступает Муниципальный фонд – отраслевой департамент Международной финансовой корпорации, входящей в группу Всемирного банка. Назначение Муниципального фонда – предоставление финансовых ресурсов субнациональным администрациям без гарантий со стороны центральных органов государственного управления.

Муниципальный фонд создан сравнительно недавно (в 2003г.), но он уже осуществил ряд успешных проектов. Наиболее близкими параметрами к предлагаемой данным облигационным выпуском схеме обладает сделка по частичному гарантированию облигаций южноафриканского города Йоханнесбурга.

Рассмотрим последствия предоставления частичной гарантии Муниципального фонда для параметров облигаций Йоханнесбурга. Предварительный маркетинг облигационного выпуска в национальной валюте объемом в эквиваленте \$150 млн. не выявил спроса по приемлемым ставкам на срок свыше 6 лет. Использование частичной гарантии Муниципального фонда (в размере около \$60 млн. или 40% объема выпуска) позволило удлинить срок обращения до 12 лет.

Важным последствием стало установление агентством Fitch рейтинга выпуска выше рейтинга эмитента на 3 ступени (AA- против A- по национальной шкале).

Размещение прошло весьма успешно – при более чем двукратной переподписке. Особенно показательным моментом стала возможность провести сравнение ставок привлечения средств по выпускам одного эмитента с гарантией и без нее. В апреле 2004г. был размещен выпуск облигаций Йоханнесбурга сроком на 6 лет с рейтингом от Fitch на уровне A-. Спрэд к бенчмарку (в виде суверенных облигаций ЮАР) составил 235 б.п. При размещении же в июле 2004г. выпуска с гарантией Муниципального фонда спрэд составил 164 б.п. Таким образом, можно сделать вывод о том, что наличие гарантии позволило снизить ставку привлечения средств примерно на 70 б.п.

В отношении данного выпуска облигаций Чувашской Республики действуют похожие условия. Для облигаций номинальным объемом 1 млрд. руб. действует гарантия на 450 млн. руб. (45% номинального объема выпуска). Гарантия касается как суммы основного долга, так и выплачиваемых купонов.

В случае невыплаты эмитентом купона, выплаты производятся Муниципальным фондом, при этом объем гарантии уменьшается на размер выплаты. Если эмитент в течение 60 дней возмещает поручителю выплаченную сумму, размер обеспечения восстанавливается.

Можно видеть, что гарантия полностью покрывает купонные платежи по 5-летним облигациям. При невыплате эмитентом основной суммы долга, держателям облигаций выплачивается оставшаяся сумма с учетом уже произведенных гарантийных выплат. Распределение средств происходит среди держателей пропорционально количеству принадлежащих им облигаций.

Муниципальный фонд IFC
(World Bank) – гарант по
обязательствам

Значительное снижение
стоимости заимствований по
аналогичным сделкам

Ориентиры по доходности при размещении облигаций

Оценивая доходность данного выпуска облигаций Чувашской Республики, целесообразно ориентироваться на рынок облигаций сопоставимых эмитентов по макроэкономическим и бюджетным показателям – Тверской, Воронежской и Калужской области, а также Республики Карелия. При этом необходимо учитывать высокое качество управления финансами Чувашии, которое отмечено как представителями Минфина РФ, так и международными экспертами.

Кроме того, высокая инвестиционная активность в Республике способна в обозримой перспективе существенно улучшить макроэкономические показатели. По относительному объему безусловных обязательств Республика выглядит не хуже других эмитентов. Наиболее же существенное преимущество данного выпуска облигаций – наличие гарантий института, входящего в группу Всемирного банка. Учитывая мировой опыт, подобная гарантия может значительно улучшить условия привлечения средств для эмитента.

Приложение.

Таблица 9. Исполнение бюджета Чувашской Республики по доходам, 2002-2004гг., тыс. руб.

	2002	2003	2004
Всего доходов	6 757 616	8 495 748	9 488 132
Налоговые поступления	2 312 686	3 443 558	4 587 433
Налоги на прибыль (доход), прирост капитала в т. ч.	1 449 079	1 826 685	2 603 725
налог на прибыль организаций	729 761	832 756	1 336 133
налог на доходы физ. лиц	719 318	993 929	1 267 592
Налоги на товары и услуги, лицензионные и регистрационные сборы в т. ч.	514 080	799 201	1 140 856
акцизы	331 724	641 400	1 120 862
лицензионные и регистрационные сборы	462	689	239
налог на покупку иностранных денежных знаков	4 054	17	
налог с продаж	177 840	157 095	19 755
Налоги на совокупный доход	11 067	41 386	208 148
Налоги на имущество	291 940	323 672	353 946
Прочие налоги, платежи и сборы	7 895	333 118	154 092
Неналоговые доходы	174 770	392 962	285 535
Доходы от имущества, находящегося в государственной и муниципальной собственности, или от деятельности государственных и муниципальных организаций	94 692	311 133	210 415
Административные платежи и сборы	76 421	74 207	56 297
Штрафные санкции, возмещение ущерба	1 557	1 598	1 772
Прочие неналоговые доходы	2 100	6 024	17 051
Безвозмездные перечисления от бюджетов других уровней	3 812 536	4 383 187	4 306 755
Дотации	2 745 821	2 837 113	3 203 817
Субвенции	481 302	545 439	295 208
Субсидии	526 286	678 429	481 409
Прочие	59 127	137 611	326 321
Доходы целевых бюджетных фондов	457 624	-	-
Доходы от предпринимательской деятельности	-	276 041	308 409

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 10. Исполнение бюджета Чувашской Республики по доходам, 2005г., тыс. руб.

	2005
Всего доходов	12 007 718
Доходы	6 404 553
Налоги на прибыль (доход), прирост капитала в т. ч.	3 454 795
налог на прибыль организаций	1 644 062
налог на доходы физ. лиц	1 810 733
Налоги на товары (работы, услуги) в т. ч.	1 427 088
акцизы	1 427 088
Налоги на совокупный доход	187 687
Налоги на имущество	974 885
Государственная пошлина	174
Задолженность по отмененным обязательным платежам	32 004
Доходы от имущества, находящегося в государственной и муниципальной собственности, или от деятельности государственных и муниципальных организаций	223 814
Платежи при пользовании природными ресурсами	25 080
Доходы от оказания платных услуг и компенсации затрат государства	496
Доходы от продажи материальных и нематериальных активов	2 844
Административные платежи и сборы	58 674
Штрафы, санкции, возмещение ущерба	1 561
Прочие неналоговые доходы	13 403
Возврат остатков субсидий и субвенций прошлых лет	2 048
Безвозмездные перечисления от бюджетов других уровней	5 280 766
Дотации	3 817 410
Субвенции	252 434
Субсидии	480 541
Прочие безвозмездные поступления	1 164
Доходы от предпринимательской деятельности	322 398

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 11. Исполнение бюджета Чувашской Республики по расходам, 2002-2004гг., тыс. руб.

	2002	2003	2004
Всего расходов	7 128 021	8 703 618	9 918 634
Государственное и местное самоуправление	169 367	207 811	348 833
Судебная власть	20 556	23 439	29 202
Правоохранительная деятельность	237 084	340 503	367 655
Фундаментальные исследования и содействие научно-техническому прогрессу	6 313	6 653	12 094
Промышленность, энергетика и строительство	917 144	1 512 763	1 753 423
Сельское хозяйство и рыболовство	147 559	112 248	222 298
Охрана окружающей среды и природных ресурсов	4 979	14 466	20 752
Транспорт, дорожное хозяйство, связь и информатика	34 365	56 118	96 822
Развитие рыночной инфраструктуры	1 546	6 444	17 202
ЖКХ	-	-	-
Предупреждение и ликвидация чрезвычайных ситуаций	6 708	41 396	83 053
Образование	298 991	348 145	496 356
Культура, искусство	85 910	97 723	113 160
Средства массовой информации	18 183	20 337	23 644
Здравоохранение и физкультура	422 506	498 117	971 566
Социальная политика	312 008	307 372	350 302
Обслуживание государственного долга	28 677	60 002	95 603
Финансовая помощь бюджетам других уровней	3 319 245	3 374 844	4 038 857
Расходы целевых бюджетных фондов	666 758	-	-
Дорожный фонд	642 539	-	-
Экологический фонд	9 314	-	-
Фонд производства минерально-сырьевой базы	-	-	-
Целевые бюджетные фонды субъектов РФ	14 905	-	-
Дорожное хозяйство	-	1 290 460	592 650
Прочие расходы	430 122	384 777	285 162

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 12. Исполнение бюджета Чувашской Республики по расходам, 2005г., тыс. руб.

	2005
Всего расходов	12 494 451
Общегосударственные вопросы в т.ч.	919 276
законодательная власть	33 601
исполнительная власть	49 437
судебная система	32 961
обеспечение деятельности финансовых, налоговых и таможенных органов и органов надзора	110 324
Обеспечение проведения выборов и референдумов	8 722
обслуживание государственного и муниципального долга	148 975
прочее	535 104
Национальная безопасность и правоохранительная деятельность в т.ч.	590 577
органы внутренних дел	471 904
предупреждение чрезвычайных ситуаций	18 091
противопожарная безопасность	86 482
прочее	14 100
Национальная экономика в т.ч.	1 883 345
общеекономические вопросы	22 660
сельское хозяйство и рыболовство	340 327
водные ресурсы	31 800
лесное хозяйство	5 466
транспорт	928 311
прочее	537 243
Жилищно-коммунальное хозяйство	1 138 841
Охрана окружающей среды	141 900
Образование	892 270
Культура, кинематография, средства массовой информации	257 433
Здравоохранение и спорт	1 320 726
Социальная политика	491 757
Межбюджетные трансферты в т.ч.	4 858 322
финансовая помощь бюджетам других уровней	2 935 037
фонды компенсаций	1 855 271
другие межбюджетные трансферты	68 013

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 13. Источники финансирования дефицита бюджета Чувашской Республики за 2002-2005гг., тыс. руб.

	2002	2003	2004	2005
Доходы	6 948 135	8 495 748	9 488 132	12 007 717
Расходы	7 128 021	8 703 618	9 918 634	12 494 451
Дефицит	-179 886	-207 870	-430 502	-486 733
Изменение остатков средств на счетах в банках в рублях	-95 399	-109 861	-32 343	-84 223
Государственные ценные бумаги	188 953	223 747	355 170	440 130
Бюджетные ссуды, полученные от бюджетов других уровней	-792	24 239	44 902	
Прочие источники внутреннего финансирования	10 490	43 924	-	
Поступления от продажи / владения имуществом (в т.ч. акций, земельных участков)	6 643	95 821	60 917	72 792
Кредитные соглашения и договоры	70 000	-70 000	-	58 188
Итого источников внутреннего финансирования	179 895	207 870	428 646	486 887
Изменение остатков средств на счетах в банках в ин. Валюте	-117	-	-	-
Итого источников внешнего финансирования	-117	-	-	-
Курсовая разница (+.-)	108	-	1856	-154
Всего источников финансирования	179 886	207 870	430 502	486 733

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 14. Доходы бюджета Чувашской Республики на 2006г.

	Сумма (тыс. руб.)	Удельный вес (%)
Всего доходов	13 164 653	100.00%
Доходы	7 618 055	57.87%
Налоги на прибыль, доходы в т. ч.	3 993 425	30.33%
Налог на прибыль организаций	1 735 264	13.18%
налог на доходы физ. лиц	2 258 161	17.15%
налоги на товары (работы, услуги), реализуемые на территории РФ	1 545 300	11.74%
Налоги на совокупный доход	213 850	1.62%
Налоги на имущество	1 373 114	10.43%
Госпошлина	262	0.00%
Задолженность по отмененным налогам, сборам и иным обязательным платежам	33 109	0.25%
Доходы от имущества, находящегося в государственной и муниципальной собственности, или от деятельности государственных и муниципальных организаций	368 129	2.80%
Платежи при пользовании природными ресурсами	15 099	0.11%
Доходы от оказания платных услуг и компенсации затрат государства	517	0.00%
Доходы от продажи материальных и нематериальных активов	337.1	0.00%
Административные платежи и сборы	55 508	0.42%
Штрафы, санкции, возмещение ущерба	695	0.01%
Прочие неналоговые доходы	12 417	0.09%
Безвозмездные поступления	5 213 091	39.60%
Дотации	3 941 929	29.94%
Субвенции	438 015	3.32%
Субсидии	390 442	2.97%
Доходы от предпринимательской и иной приносящей доход деятельности	333 506	2.53%

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 15. Расходы бюджета Республики Чувашия на 2006г.

	Сумма (тыс. руб.)	Удельный вес (%)
Всего расходов	14 191 444	100.0%
Общегосударственные вопросы	800 728	5.64%
Национальная безопасность и правоохранительная деятельность	640 790	4.52%
Национальная экономика	2 391 591	16.85%
Жилищно-коммунальное хозяйство	910 149	6.41%
Охрана окружающей среды	13 639	0.10%
Образование	983 621	6.93%
Культура, кинематография, средства массовой информации	248 087	1.75%
Здравоохранение и спорт	1 617 185	11.40%
Социальная политика	2 175 462	15.33%
Межбюджетные трансферты	44 101 880	31.08%

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 16. Программа государственных внутренних заимствований Чувашской Республики на 2006г. тыс. руб.

Внутренние заимствования	Объем заимствований в течение 2005 г.	В т.ч. на покрытие дефицита республиканского бюджета
Бюджетные кредиты	-31 996	-31 996
- привлечено	-	
- погашено	31 996	
Кредиты, полученные от кредитных организаций	131 787	131 787
- привлечено	792 000	
- погашено	660 212	
Государственные ценные бумаги	1 000 000	1 000 000
- привлечено	1 000 000	
- погашено	-	
Акции и иные формы участия в капитале	-112 000	-112 000
- продажа (уменьшение стоимости)	60 000	
- покупка (увеличение стоимости)	172 000	
Земельные участки, находящиеся в государственной и муниципальной собственности	39 000	39 000
- продажа (уменьшение стоимости)	39 000	
- покупка (увеличение стоимости)	-	

Источник: Министерство финансов Чувашской Республики

Таблица 17. Кредитные рейтинги субъектов РФ

Москва	Aaa.ru	
Санкт-Петербург	Aaa.ru	
Вологодская область	Aa2.ru	
Самарская область	Aa2.ru	
Удмуртская республика	Aa2.ru	
Челябинская область	Aa2.ru	
Нижнекамск		Aa3.ru
Омская область		Aa3.ru
Чувашская республика		Aa3.ru
Одинцовский район Московской области		A2.ru

Источник: Moody's interfax



РОСБАНК

ДЕПАРТАМЕНТ ИНВЕСТИЦИОННО-БАНКОВСКИХ УСЛУГ

Телефон: +7 (495) 234-0947
Факс: +7 (495) 721-9550
syndication@mx.rosbank.ru
www.rosbank.ru

Директор Департамента
Порхун Алексей
APorkhun@mx.rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 234-0974

Управляющий директор
Афонский Михаил
MAfonsky@rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 234-0974

Управление рынков капитала

Директор
Королев Роман
king95@mx.rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 234-9082

Менеджер
Морозов Дмитрий
DMorozov@rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 725-5477

Аналитик
Павлова Анна
AVPavlova@rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 725-5477

Директор
Гуня Александр
AGunya@mx.rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 725-5637

Менеджер
Тарченкова Ирина
ITarchenkova@mx.rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 725-5477

Аналитик
Голубок Антон
AGolubok@rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 232-9807

Директор
Якимова Виктория
Yakimova@rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 725-5494

Менеджер
Борзунова Дарья
DBorzunova@rosbank.ru
Тел.: (495) 232-9807

Менеджер
Бобовников Андрей
ABobovnikov@rosbank.ru
Телефон: +7 (495) 232-9807

Настоящий инвестиционный меморандум носит исключительно информационный характер и не является документом или частью пакета документов, подлежащих предоставлению в регистрирующие или иные государственные органы Российской Федерации или какого-либо иностранного государства в связи с регистрацией ценных бумаг, упомянутых в данном документе. При ознакомлении с данным меморандумом каждому потенциальному инвестору рекомендуется самостоятельно ознакомиться с официальными документами, подготавливаемыми Эмитентом в соответствии с законодательством РФ.

Данный инвестиционный меморандум не может рассматриваться в качестве средства побуждения к действиям любого характера с ценными бумагами Эмитента. Основной целью данного меморандума является предоставление потенциальным инвесторам дополнительной информации об Эмитенте Облигаций и других участниках размещения сверх нормативного объема, предусмотренного российским законодательством.

Ни одно лицо не уполномочено предоставлять в связи с размещением Облигаций какую-либо информацию или делать какие-либо заявления, за исключением информации и заявлений, содержащихся в официальных документах и данном инвестиционном меморандуме. Если такая информация была предоставлена или такое заявление было сделано, то на них не следует опираться как на информацию или заявления, санкционированные Эмитентом или участниками размещения.

Инвестиционный меморандум подготовлен на основании информации, предоставленной руководством Эмитента, а также полученной из других источников, надежность которых не вызывает у нас сомнений. Кроме того, после проведения добросовестной проверки, Эмитент принимает на себя ответственность за информацию, содержащуюся в инвестиционном меморандуме, и подтверждает, что эта информация является правдивой и точной во всех существенных фактах и не вводит в заблуждение. Мнения и намерения Эмитента, выраженные в настоящем документе, являются добросовестными мнениями и намерениями Эмитента. Организаторы не проводили самостоятельной проверки информации и полагаются на заверения Эмитента относительно ее достоверности.

Ни одна из российских или иностранных национальных, региональных или местных комиссий по рынку ценных бумаг или какой-либо иной орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами, не давал никаких специальных рекомендаций по поводу приобретения Облигаций. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность или точность.

Эмитент принимает на себя ответственность только за правильное воспроизведение представленной им вышеуказанной информации, не принимает на себя иных обязательств, не делает никаких иных заявлений и не предоставляет иных гарантий относительно такой информации. Ни Эмитент, ни другие участники сделки не принимают на себя никаких обязательств по обновлению данных, мнений и выводов, содержащихся в настоящем инвестиционном меморандуме после даты его опубликования.

Заявления, относящиеся к Организаторам, опираются на информацию, предоставленную им Эмитенту исключительно для использования в настоящем документе. Ни распространение инвестиционного меморандума, ни размещение Облигаций ни при каких обстоятельствах не подразумевают отсутствие возможности неблагоприятных изменений в состоянии дел Эмитента после даты опубликования инвестиционного меморандума, либо после даты внесения последних изменений и/или дополнений в меморандум. Любая информация, предоставленная в связи с размещением Облигаций, является верной на какую-либо дату, следующую за датой предоставления такой информации или за датой, указанной в документах, содержащих такую информацию, если эта дата отличается от даты предоставления информации.

В связи с тем, что вложения в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, при принятии инвестиционного решения мы рекомендуем инвесторам самостоятельно определять для себя значимость информации, содержащейся в настоящем инвестиционном меморандуме, и при рассмотрении возможности приобретения Облигаций опираться на исследования и иные проверки, которые могут быть сочтены необходимыми. Организаторы выпуска не принимают и не принимают на себя обязательств по изучению положения дел и финансового состояния Эмитента в течение срока действия договоренностей, предусмотренных инвестиционным меморандумом, и не обязуются консультировать кого-либо из инвесторов или потенциальных инвесторов в Облигации относительно изложенной информации.