

### Российская Федерация Кредитный анализ

(перевод с английского языка)

### Город Москва

#### Рейтинги

	Текущий	Предыдущий	Рейтинг. действие
<b>В иностранной валюте</b>			
Долгосрчный	BBB	BBB-	авг. 2005
Краткосрчный	F3	B	ноября 2004
<b>В национальной валюте</b>			
Долгосрчный	BBB	BBB-	авг. 2005
<b>Национальный рейтинг</b>			
Долгосрчный	AAA (rus)	-	авг. 2005
Прогноз			Стабильный

#### Аналитики

Андрей Пискунов, Москва  
+7 095 956 9901  
andrei.piskunov@fitchratings.com

Фернандо Майорга, Барселона  
+34 93 323 84 09  
fernando.mayorga@fitchratings.com

#### Сводные данные

	31 дек. 04	31 дек. 03
Текущие поступления (млрд. руб.)	393,6	312,5
Задолженность (млрд. руб.)	98,6	78,6
Текущий баланс/ Текущие поступления (%)	41,5	39,1
Обслуживание долга/Текущие доходы (%)	9,2	7,6
Задолженность/Текущий баланс (г.)	0,6	0,7
Процентные расходы/ Текущий баланс (х)	1,9	2,1
Капвложения / Всего расходов (%)	38,9	42,6
Профицит (Дефицит) перед движением долга/Всего доходов (не вкл. новые займы) (%)	-1,6	-10,9
Текущий баланс/ Капвложения (%)	91,9	72,8

#### Общие сведения

Город Москва является субъектом Российской Федерации, а также экономическим и финансовым центром страны. Численность населения города превышает 10,5 млн. человек, что составляет 7,2% населения России, а доля Москвы в ВВП страны составила 18,7% в 2004 г. В сферу ответственности городских властей входят инфраструктура, общественный транспорт, жилищный сектор, социальное обеспечение и соответствующие муниципальные услуги. Экономика Москвы ориентирована, преимущественно, на сектор услуг. Отмечается значительная концентрация на розничной торговле и общественном питании. Важную, но все меньшую роль играет промышленность, а также транспортный и строительный секторы. Капиталовложения составили по-прежнему большую долю в общих расходах: 38,6%. По состоянию на конец 2004 г. в структуре задолженности Москвы основное место занимали облигации (60%), а обязательства в иностранной валюте составили 37,4% общей задолженности.

#### ■ Рейтинговое действие и прогноз

Повышение рейтинга отражает продолжение роста экономики города Москвы, которая отличается стабильностью и динамичным развитием. Этому способствуют дальнейшие улучшения в экономике России, значительный текущий профицит и большие возможности по финансированию задолженности. В то же время текущие рейтинги города учитывают недостаток информации, необходимой для оценки рисков со стороны расширенного госсектора, и принимают во внимание подверженность рискам ввиду нехеджированной задолженности в иностранной валюте. Прогноз «Стабильный» отражает ожидания агентством Fitch того, что динамичный рост доходов города, обусловленный налоговыми поступлениями, а также стимулируемый улучшениями национальной и местной макроэкономики, обеспечит сохранение сильной кредитоспособности.

#### ■ Ключевые рейтинговые факторы и показатели

К ключевым позитивным рейтинговым факторам относятся следующие:

- Москва стабильно демонстрирует более высокие экономические показатели, чем в среднем по стране. В 2004 г. темпы роста валового регионального продукта («ВРП») составили 7,9% по сравнению со средним в России ростом ВРП на уровне 6,6%. Данная тенденция продолжилась и в первом квартале 2005 г. Учитывая высокий уровень динамично растущих налогов в бюджете города, таких как подоходный налог с физических лиц и налог на прибыль организаций, состояние городской экономики имеет прямое влияние на доходы бюджета Москвы.
- Консервативная политика по привлечению заимствований привела к значительным показателям обеспеченности долга и успешной истории обслуживания задолженности. Показатель задолженности к текущим доходам был стабильным с 2003 г. на уровне 25%. Наибольшую часть долга города составляют облигации, а доля обязательств в иностранной валюте снижается. Принимая во внимание ожидаемый рост доходов, отношение долга к операционным доходам и текущему балансу останется управляемым и умеренным, как по национальным, так и по международным стандартам.
- Город продолжает демонстрировать значительную гибкость в части расходов. Капитальные вложения составили около 39% общих расходов в 2004 г., что дает большие возможности для маневра при ухудшении экономической ситуации.

К ключевым негативным рейтинговым факторам относятся следующие:

- Москва подвержена значительным рискам в связи с нехеджированной задолженностью в иностранной валюте (37,4% от общей задолженности в 2004 г.). Однако эта ситуация должна улучшиться, так как возможности города привлекать займы в иностранной валюте ограничены заимствованиями для рефинансирования таких обязательств согласно решению федерального центра.
- Дополнительным бременем для бюджета является решение сохранить предоставленные ранее социальные льготы, несмотря на реформу системы социального обеспечения, по которой также необходимо проводить денежные выплаты по льготам. Хотя пока такая нагрузка незначительна, индексация платежей может усилить давление на текущие расходы в будущем.
- Недостаточная информация о расширенном госсекторе. Москва владеет акциями примерно в 1 300 неконсолидированных предприятиях, ведущих деятельность в различных секторах экономики. Хотя по величине персонала доля таких предприятий незначительна, на них приходится существенная часть объема промышленного производства в городе. Однако не представляется возможным оценить потенциальное влияние на город в случае, если данным предприятиям потребуется поддержка.

### ■ Институциональная база

Москва – столица Российской Федерации («РФ»). Этот статус определен в Конституции РФ и федеральном законе «О Статусе столицы Российской Федерации», который вступил в силу 15 апреля 1993 г. Кроме того, Москва обладает статусом города федерального значения, что по конституции делает этот город равным с остальными 88 субъектами РФ. В соответствии с этим статусом Москва, как и другие субъекты, имеет право на доли налоговых поступлений, налоговые полномочия, расходы согласно федеральным мандатам, а также ограничения на заимствования. Более того, город исполняет основной объем функций, обычно выполняемых муниципальными образованиями в других регионах страны, и получает доходы в соответствии с федеральным законодательством (региональные и местные налоги плюс доли федеральных налоговых сборов) для выполнения этих функций.

В отличие от других регионов РФ, Москва и Санкт-Петербург имеют право определять круг ответственности округов/районов под юрисдикцией городских властей и источники финансирования этих функций. В настоящее время Москва имеет 128 районных управ (префектур), которые выполняют более ограниченный набор функций по сравнению с местными органами власти в других регионах РФ. В частности, к таким функциям относится поддержание муниципального жилищного фонда, нежилых помещений и социальной инфраструктуры местного значения, а также сохранение местных исторических достопримечательностей и объектов, имеющих значимость для туризма. В результате из основного бюджета Москвы финансируется начальное и среднее образование, ЖКХ и здравоохранение, общественный транспорт и другие социальные услуги. В других регионах РФ эти функции обычно выполняются муниципальными образованиями.

Маловероятно, что на Москву окажет влияние бюджетная реформа, которая, в частности, направлена на перераспределение к 2006 г. ответственности между тремя уровнями власти - федеральным, региональным и муниципальным. Москва сохранит за собой право на распределение сфер ответственности между своим бюджетом и бюджетами административных округов путем издания собственных законов. По информации Fitch, настоящее распределение обязанностей между городом и его административными округами, скорее всего, останется без изменений.

Институциональные изменения также оказывают влияние на доходы городского бюджета. Наиболее важные из таких изменений произошли в 2003 г. После 2005 г. не запланировано существенных изменений. Таким образом, не ожидается каких-либо значимых перемен в структуре доходов городского бюджета в ближайшем будущем. Кроме того, было объявлено, что с 2006 г. и далее дополнительные обязанности будут передаваться только вместе с соответствующим источником финансирования.

### Законодательная власть Москвы

Законодательная власть Москвы представлена Городской Думой («Мосгордума»), а мэр и правительство г. Москвы являются исполнительной властью. Городская Дума состоит из 35 депутатов, которые избираются на четырехлетний срок. Выборы в Городскую Думу обычно проходят отдельно от выборов мэра. В сферу ответственности Думы входит одобрение консолидированного городского бюджета, который включает целевые фонды (ранее именованные «внебюджетными фондами»), а также мониторинг использования средств и реализации различных программ. Мосгордума устанавливает ставки региональных и местных налогов и налоговые льготы в рамках лимитов, определенных федеральным законодательством. В особых случаях городская Дума вправе выражать недоверие правительству Москвы, его членам и мэру города.

### Правительство Москвы

В состав правительства Москвы входят мэр (отвечающий за общую деятельность правительства), Вице-мэр, пять первых заместителей мэра и три заместителя мэра. В функции последних входят общие направления деятельности, например, экономическая политика, социальное обеспечение, внешние связи, городское хозяйство и застройка земельных участков. Наконец, в состав правительства входят министры с конкретными управленческими функциями и префекты административных округов.

Мэр, который является высшим должностным лицом города, избирается на четырехлетний срок в ходе прямого голосования. В декабре 2003 г. действующий мэр Москвы Юрий Лужков был переизбран на следующий срок: он набрал 74,81% голосов при явке избирателей 66%. Однако по новому законодательству главы регионов, которые ранее избирались общим голосованием, теперь будут назначаться президентами России и одобряться местными законодательными собраниями.

### Структура бюджета

Бюджетные и финансовые показатели, приведенные в приложении к данному отчету, относятся к городской администрации и не включают компании с пакетами акций в собственности города. Кроме того, доходы и расходы бюджета Москвы учитываются по кассовому методу, без учета дебиторской и кредиторской задолженности.

Основным источником доходов города являются налоговые и неналоговые поступления, а также целевые фонды. Последние представляют собой специальные счета в бюджете, на которые переводятся определенные доли городских налоговых, неналоговых и прочих доходов для финансирования конкретных проектов, таких как строительство и содержание дорог в Москве. Такие фонды не включены в общие доходы и расходы бюджета города. Бюджетные средства Москвы выделяются на административные и правоохранительные органы, на обслуживание и погашение долга города, нужды жилищно-коммунального хозяйства, а также транспорт, образование, культуру, здравоохранение и социальную политику.

Москва состоит из нескольких округов со своими органами управления и бюджетами, в полномочия которых входит более узкий круг функций, и которые финансируются, преимущественно, из городского бюджета. Округа также могут получать финансовую помощь из городского бюджета, в том числе средства для финансирования расходов, дотации и субсидии на определенные издержки, а также краткосрочные займы для финансирования текущего дефицита бюджета. Правительство города осуществляет общий контроль над деятельностью муниципальных образований, в том числе, за их бюджетами, которые в значительной степени состоят из дотаций, субсидий и средств, полученных из городского бюджета.

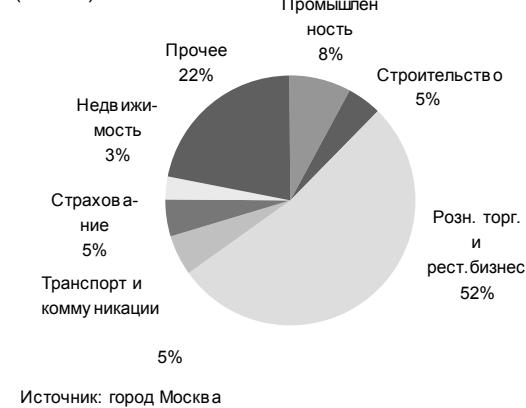
### Экономика

Москва - экономический и финансовый центр России. Численность населения города составляет около 7,2% от общей численности населения страны, в то время как доля Москвы в ВВП РФ варьировалась от 14,3% в 1998 г. до 18,7% в 2004г.

В 2003 г. валовой городской продукт («ВГП») составил 2 926 млрд. руб. (105,5 млрд. долл. по текущему рыночному валютному курсу). В 2004 г. валовой региональный продукт («ВРП») увеличился на 7,9% и еще на 7,3% за первый

квартала 2005 г. ВВП *на душу населения* и доход в среднем более чем в 2,5 раза превышали средние показатели по России. Это делает Москву одним из самых богатых регионов страны по данным показателям. Москву опережает только Тюменская область и Ханты-Мансийский автономный округ, главные районы добычи газа и нефти в РФ. Концентрация благосостояния делает Москву основным налогоплательщиком в федеральный бюджет. Поступления от местных налогоплательщиков составляли от 26% до 36% общих налоговых поступлений в последние годы. Размер бюджета города намного больше, чем бюджеты других субъектов РФ, и более чем в два раза больше, чем второй по размеру бюджет субъекта РФ, Ханты-Мансийского автономного округа.

### Валовой региональный продукт (2004 г.)



### Хорошо развитый сектор услуг ...

Москва – самый крупный отдельный рынок в стране. Экономика города ориентирована, преимущественно, на сектор услуг со значительной концентрацией на розничной торговле и общественном питании. Также важную, но все меньшую роль играют промышленность, транспортный и строительный секторы. Доля сектора услуг в городе значительно выше, чем в среднем по России (2003 г.: доля сектора услуг в ВВП Москвы составляла 76% против 45% в среднем по стране). Таким образом, структура экономики города сопоставима с развитой рыночной экономикой.

Самый важный компонент ВВП – торговля и сектор общественного питания, включая оптовую и розничную торговлю на внутреннем рынке, а также международную торговлю. По данным на 2002 г. 58% всех крупных и средних российских оптовых торговых компаний работали в Москве, как и 27% всех небольших торговых фирм. Оборот розничной торговли *на душу населения* в том же году был в пять раз больше, чем в

среднем по России. Это объясняется одним из самых высоких показателей дохода *на душу населения* в стране. Концентрация же оптовой торговли связана, в основном, с экспортной деятельностью крупнейших российских компаний, чьи штаб-квартиры находятся в Москве. В 2004 г. доля города, выступающего в роли канала поставок основных сырьевых товаров, составила 25% в общем объеме российского экспорта и 38% - в общем объеме импорта.

В Москве зарегистрировано 50% российских финансовых организаций, и здесь находятся 84% активов банковского сектора.

### **... и важные направления производственной деятельности**

Доминирующее положение в промышленности Москвы занимают машиностроение и пищевая промышленность. Транспортный сектор - еще одна важная составляющая ВВП. Москва является транспортным узлом России и стран СНГ. В городе расположены 5 аэропортов, занимающихся как пассажирскими, так и грузовыми перевозками. Также в Москве находятся 6 крупных вокзалов, связывающих город с европейскими странами и регионами РФ.

Прогресс городской экономики основан на значительных внутренних и прямых иностранных инвестициях. Москва по-прежнему остается основным объектом прямых иностранных инвестиций в стране: в 2004г. 38%. Объектами вложений иностранных инвестиций в 2004 г. были розничная торговля и сектор общественного питания, промышленность, транспортный сектор и коммуникации. Самым крупным инвестором является правительство Москвы: на долю его инвестиций приходится 39% от общего объема внутренних инвестиций.

Основная часть рабочей силы города заняла в трех секторах: промышленность (12,1% в 2003 г.), строительный сектор (13,9%) и торговля (24,1%). Традиционно в Москве самый низкий уровень безработицы в стране. В конце 2003 г. уровень безработицы, рассчитанный по методологии Международной организации труда («МОТ»), составлял около 60 тыс. чел., или 1,1%.

Город находится в выгодном положении в силу своего столичного статуса, благодаря которому получает налоговые поступления от крупнейших национальных компаний, чьи штаб-квартиры расположены в столице, а производственные площадки - за ее пределами. В 2003 г. около 32% городского бюджета было сформировано за счет поступлений от налога на прибыль организаций.

Хотя поступления от крупных нефтяных и газовых компаний сократились в последнее время ввиду общей тенденции регистрации прибыли в регионе деятельности, экономика Москвы хорошо диверсифицирована и ориентирована на сектор услуг. Согласно оценкам экономического развития города до конца 2006 г. ожидается дальнейший рост ВВП на уровне около 7%. Основанием такого прогноза является рост покупательной способности вслед за увеличением заработных плат. Основной проблемой, с которой могут столкнуться местные производители, станет усиление конкуренции с импортными товарами по мере укрепления рубля.

### **Старение населения**

Демографическая ситуация в Москве характеризуется старением и снижением численности населения, хотя темп снижения численности немного уменьшился с середины 90-х годов. Показатели рождаемости в Москве постоянно был ниже, чем в среднем по стране, что лишь частично компенсировалось иммиграцией. В конце 2002 г. жители в возрасте до 15 лет составляли 14,3% населения, а жители старше 55 лет – 26,3% по сравнению с 18,5% и 24,4%, соответственно, в 1992 г. Средняя продолжительность жизни в городе снизилась с 69,9 лет в 1991 г. до 67,4 лет в 2001 г.

Рост числа жителей пенсионного возраста не следует рассматривать буквально: по результатам последней переписи населения, проведенной в 2002 г., это является лишь следствием иммиграции. Если данная тенденция не изменится, вероятно, будет необходимо увеличение расходов на здравоохранение, которое является одним из ключевых в сфере ответственности города.

Иммиграция населения трудоспособного возраста, привлекаемого более высокими заработками, позволила сохранить долю трудоспособного населения в общем населении Москвы относительно стабильной с 2003 г. на уровне около 65%. По расчетам городских властей, несмотря на какие-либо изменения базовых данных, в обозримом будущем не ожидается изменений ключевых показателей.

### **■ Расширенный госсектор**

Расширенный госсектор города включает целый ряд предприятий, которые полностью принадлежат городским властям, а также коммерческие компании, в которых город владеет частью акций. Такая структура дает Москве как заемщику возможности для маневра, но в то же время при определенных

обстоятельства это может привести к возникновению дополнительных обязательств.

К 2004 г. городу напрямую принадлежали около 1 300 неконсолидированных компаний, ведущих деятельность в различных отраслях промышленности. Доля этих компаний с точки зрения численности персонала незначительна, однако на них приходилась существенная часть промышленного производства города. Некоторые из этих компаний было решено приватизировать, и Fitch полагает, что город будет иметь моральные обязательства по оказанию помощи лишь небольшой части упомянутых компаний. Особенно это касается тех предприятий, которые предоставляют основные виды социальных услуг москвичам, в частности, коммунальные (Мосводоканал, Мосгортепло и Мостеплоэнерго) и предприятия общественного транспорта (Мосгортранс и Московский Метрополитен). Чистая прибыль десяти крупнейших муниципальных компаний транспортного и коммунального сектора в совокупности составила 1,14 млрд. руб. в 2004 г. При этом лишь две компании (Мосводоканал, занимающийся водоснабжением, и Доринвест, компания по строительству дорог) объявили о совокупном убытке в размере 739 млн. руб. Сюда не были включены субсидии на билеты на проезд, которые город компенсирует транспортным компаниям (Мосгортрансу и Московскому метрополитену) на сумму 12 млн. руб., а также 5,37 млрд. руб., перечисленные Мосгортепло, компании по теплоснабжению, как компенсации за регулируемые тарифы.

В настоящее время политика, проводимая на общегосударственном уровне, предполагает постепенный переход к полной оплате расходов на коммунальные услуги и транспорт населением. С 2002 г. пассажиры оплачивают 70% стоимости проезда в общественном транспорте по сравнению с 60% ранее. Однако после отмены ряда льгот в 2005 г. (см. раздел «**Финансовые результаты и показатели**» далее) доля эксплуатационных расходов, покрываемых за счет тарифов, должна увеличиться. Тарифы на использование воды и электроэнергии уже на 100% покрывают соответствующие расходы, а тарифы за отопление для населения возросли до 63% эксплуатационных расходов в 2004 г. по сравнению с 48% в 2003 г. Городские власти планируют постепенное увеличение тарифов до 100% стоимости оказания коммунальных услуг к 2007-2008 гг. В настоящее время тарифы для населения покрывают до 54% стоимости услуг. Такой переход к полной оплате позволит городу сохранить действующие субсидии

коммунальным службам и предприятиям общественного транспорта на уровне 12-13% текущих расходов.

Помимо субсидирования, город полностью финансирует затраты на ремонт и расширение предприятий коммунальных услуг и общественного транспорта, что является частью капиталовложений.

Московское правительство владеет пакетами акций и в ряде других компаний, при этом в 236 компаниях – не менее 25%. Это такие компании, как автомобильный завод ЗИЛ, Мостелеком (московский телеканал, 89,97%), отель Балчуг Кемпински (69%) и различные другие гостиницы, Банк Москвы (62,7%, рейтинги Fitch: «ВВВ-»/«F3», «Стабильный», «2», «D», см приложение С) и Московская страховая компания. Двенадцать крупнейших компаний, в которых Москве принадлежат пакеты акций более 25%, в 2003 г. объявили о совокупной чистой прибыли в размере 2,24 млрд. руб.

Москве также принадлежит «Московское Ипотечное Агентство» («МИА», величина активов составляла 1,82 млрд. руб. в конце 2004 г.). Как следует из названия, МИА предоставляет ипотечные кредиты и покупает ипотечные кредиты, выданные российскими банками. В августе 2002 г. Москва предоставила гарантии на сумму 2,2 млрд. руб. (около 70 млн. долл.) по 10-летним ипотечным облигациям МИА, обеспеченным недвижимостью (основная сумма этих долговых обязательств будет выплачена десятью равными ежегодными частями). Начав размещение в ноябре 2002 г., к концу сентября 2003 г. облигации на сумму 727 млн. руб. были уже в обращении. Держатели облигаций могут обратиться к городским властям, только если у агентства не будет средств на удовлетворение требований держателей.

Потенциальный косвенный риск, связанный с указанными предприятиями, несколько смягчается следующими факторами. Во-первых, коммунальные и транспортные предприятия имеют незначительные долгосрочные финансовые обязательства, и лишь у некоторых имеется краткосрочная задолженность, также в минимальных объемах, и наибольшую часть такой задолженности составляет торговая кредиторская задолженность. Во-вторых, город как владелец этих предприятий напрямую участвует в их управлении: директора компаний назначаются городскими исполнительными властями и подотчетны им. Кроме того, все заимствования таких предприятий должны

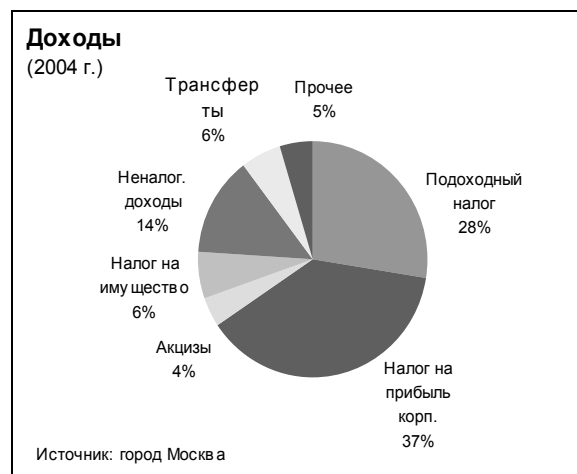
получить одобрение от властей Москвы, а затем контролируются последними.

Приватизация пакетов акций в различных компаниях дала городу дополнительные доходы в размере 1,7 млрд. руб. в 2004 г. Москва активно проводит реформы и программу приватизации муниципальных компаний. Согласно данной программе такие компании сначала акционируются. В план приватизации на 2005 г. включена 31 компания.

### ■ Финансовые результаты и показатели

#### Доход: значительная доля местных налогов

Несмотря на неблагоприятные последствия налоговой и бюджетной реформы, в Москве до сих пор наблюдается стабильный прирост доходов бюджета. Этому способствует рост местной экономики. Однако большая доля налогов (в 2004 г.: 80,5% текущих поступлений) в структуре доходов московского бюджета делает его зависимым от показателей местной экономики. Такая зависимость от налогов, в частности, федеральных, делает городской бюджет подверженным влиянию решений, принимаемых федеральным правительством.



Москва, как и другие субъекты Российской Федерации, имеет право на доли одних и полное получение других федеральных налогов. Вместе такие сборы составляют основную часть налоговых доходов города. Налоги, устанавливаемые на федеральном уровне, составляют 65% бюджетных доходов, далее в структуре доходов Москвы идут местные налоги (9%) и Дорожный фонд (10%), который является крупнейшим из целевых фондов. Другие фонды

составляют лишь 4% общих текущих поступлений города. Ключевыми из них являются инвестиционный фонд (из которого согласно бюджету город должен получить 11,6 млрд. руб. в 2004 г.) и фонд развития территорий города (14,6 млрд. руб.).

Наибольшую часть годового дохода бюджета составляют два источника доходов: налог на прибыль организаций (37,9%) и подоходный налог с физических лиц (27,64%).

Структура налога на прибыль организаций отражает структуру ВРП. Так, самая большая доля приходится на розничную торговлю и сектор питания (36,6% в 2004 г.), затем идет промышленный сектор (14,2%), финансовые услуги (10,2%), коммуникации (5,8%), строительный сектор (4,2%) и транспорт (4,1%).

В соответствии с постановлением Конституционного суда в 2004 г. был отменен налог с продаж, на который в 2002 г. приходилось 10% налоговых поступлений города. Соответствующие потери были частично компенсированы за счет увеличения доли налога на прибыль организаций, выплачиваемой в бюджет города, а также нового налога на игровой бизнес. По подсчетам города отмена налога с продаж обошлась примерно в 22 млрд. руб. в 2004 г., в то время как компенсировано было лишь 6,5 млрд. руб. Кроме того, доля налога на прибыль организаций, выплачиваемая городу, была сокращена на 1,5% в пользу федерального правительства (до 17,5%). В то же время лишение права на получение части налога на добычу полезных ископаемых не оказало существенного влияния на бюджет Москвы, так как город не полагается на данный источник доходов, в частности, потому что нефтяные и газовые компании сменили центр регистрации прибыли. С 2002 г. вся сумма подоходного налога, собранного в городе, идет в бюджет Москвы.

После 2005 г. в Москве не ожидается дальнейших значительных институциональных изменений. Таким образом, структура доходов города была, в основном, сформирована в 2004 г. В такой ситуации доходы Москвы будут, главным образом, определяться показателями местной экономики.

Налоговые доходы города увеличились на 21 млрд. руб. до 338 млрд. руб. одновременно со снижением неналоговых доходов. Чистый результат по-прежнему был положительным и составил 14 млрд. руб.

### Расходы

Так как город выполняет обязанности и как региональный, и как местный (муниципальный) орган власти, для него характерна особая структура текущих расходов. Самые большие статьи расходов - жилищно-коммунальное хозяйство и социальное обеспечение, а затем идет здравоохранение, которое традиционно являются наиболее затратной сферой ответственности субъектов Федерации.

Затраты на заработную плату и выплаты сотрудникам составляют небольшую долю текущих расходов, как по российским, так и по международным меркам, что отражено на графике далее. Несколько повышений зарплат для бюджетников, санкционированных федеральными властями и администрацией Москвы, привели к росту доли расходов на зарплату, но лишь в небольшой степени.

На самую большую отдельную статью расходов – промышленный и строительный сектор – приходится наибольшая часть капиталовложений города. Далее идут расходы на жилищно-коммунальное хозяйство, которые состоят, в основном, из расходов на ремонт и реконструкцию жилого фонда и объектов инфраструктуры города, а также из расходов на благоустройство территорий и субсидий компаниям сектора ЖКХ, причем, прежде всего, тем, что производят энергию для отопления.

Как уже было упомянуто, Москва постепенно будет снижать предоставляемые в настоящее время субсидии по ЖКХ. Однако, в то время как это снизит требования к бюджету, власти будут продолжать оказывать поддержку самым нуждающимся слоям населения напрямую через выплату специальных субсидий, а не поставщикам соответствующих услуг.

В 2005 г. был пройден завершающий этап реформ системы льгот, в результате чего было отменено бесплатное пользование различными услугами такими группами населения, как инвалиды, пенсионеры, ветераны и др., вместо которых им была предоставлена денежная компенсация. Однако власти Москвы приняли решение финансировать обе формы предоставления социального обеспечения, то есть и льготы, и денежные пособия. Это увеличит расходы бюджета на 2,4 млрд. руб. в 2005 г. На оплату коммунальных услуг определенными группами населения были предоставлены субсидии в размере 8 млрд. руб. Данные решения были приняты по политическим мотивам, чтобы избежать социальной напряженности, которая последовала за проведением реформ в других

регионах страны. Несмотря на все правовые сложности такого шага власти города настояли на праве решать то, в какой степени они будут субсидировать социальные льготы. В 2004 г. социальные расходы составили 47,6 млрд. руб., или 12% всех расходов.



### Существенные капитальные вложения

Доля капитальных вложений увеличивалась в реальном выражении с 2000 г., однако сократилась в общем объеме расходов с 42,6% в 2003 г. до 38,6% в 2004 г. Это отражает естественное снижение количества инвестиционных проектов. Тем не менее, данный уровень является довольно высоким, даже по международным стандартам.

Помимо социальных льгот на расходы города влияет местная инфраструктура. Москва имеет разветвленную систему общественного транспорта, включающую железную дорогу, которая широко используется как по будням, так и по выходным дням. Кроме того, транспортная система города включает метрополитен и наземный транспорт. Огромный метрополитен столицы, протяженностью более 275 км и состоящий из 175 станций, ежедневно использует около 13 млн. человек. Наземным общественным транспортом ежедневно пользуются около 12 млн. пассажиров. Экономическое состояние всего сектора в значительной степени зависит от города: строительство новых станций и линий метро является ответственностью федеральных властей, однако в последние годы строительство метрополитена финансировалось, в основном, Москвой.

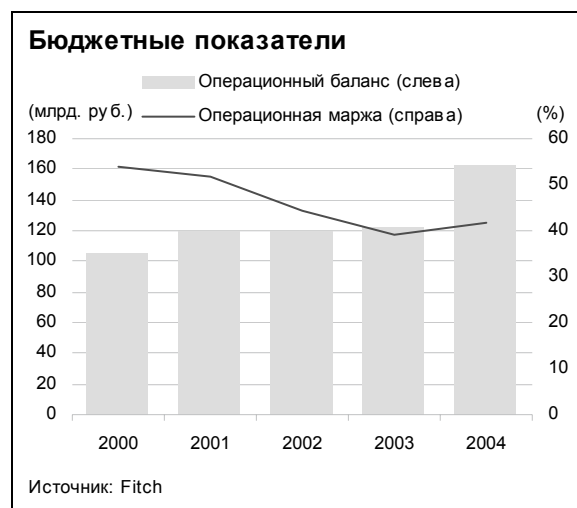
Другая сфера ответственности города, требующая больших капиталовложений, – дороги. На территории Москвы нет дорог федерального значения. Общая протяженность дорог Москвы более 4 650 км. В городе 20 радиальных шоссе и

2 кольцевые дороги. Данная сфера ответственности финансировалась и, по большей части, финансируется из целевого бюджетного территориального дорожного фонда г. Москвы.

В Москве активно реализуются строительные проекты, в основном это строительство жилья. На компании, принадлежащие городу или контролируемые городскими властями, приходится около 75% всего объема строительства жилья в Москве. Департамент инвестиционных программ, в соответствии со строительной жилищной программой, строит многоквартирные дома, и часть доходов от продаж используется для строительства новых жилых и нежилых помещений, а также для бесплатного муниципального жилья. Москва не субсидирует Департамент инвестиционных программ.

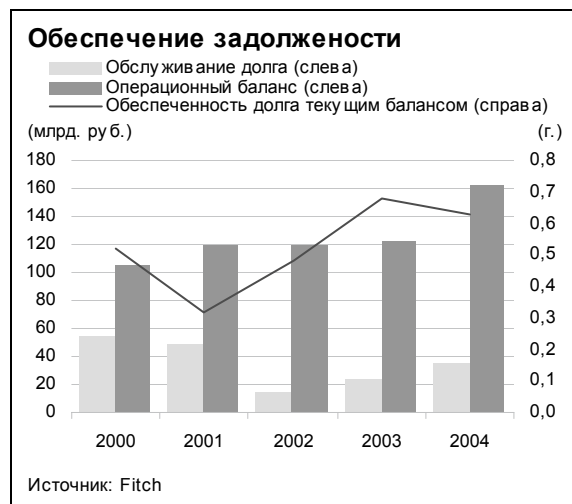
### Бюджетные показатели

Текущий баланс города Москвы стабильно улучшается. В номинальном выражении темпы его роста, вычисленные по методу сложного процента, за период с 2000 по 2004 гг. составили свыше 50%. Однако рост текущих расходов превысил рост текущих доходов за тот же период (19,2% против 26,6%), что привело к ухудшению текущей маржи.



Текущая маржа г. Москвы находилась на довольно высоком уровне в 50% в 2000-2001 гг., а затем стабильно снижалась до 37% в 2003 г., после чего наблюдался небольшой рост – до 39,6% в 2004 г. Данный уровень по-прежнему расценивается как высокий, как по российским, так и по международным стандартам, и является индикатором способности города аккумулировать сбережения, а также показателем инвестиционной среды в Москве.

В результате по-прежнему значительных объемов капитальных вложений Москва имела дефицит бюджета (перед движением долга) с 2002 г. В 2005 г. снова ожидается дефицит бюджета в размере 57,8 млрд. руб. Однако фактический дефицит может быть меньше, так как в первом квартале 2005 г. доходы превысили заложенные в бюджет показатели.



Прогнозируется сохранение дефицита каждый год вплоть до конца 2009 г., но его объем, как ожидается, будет снижаться на протяжении всего этого периода. Тем не менее, Москва будет привлекать новые заимствования лишь для инвестиций, и только при наличии в бюджете источников обслуживания такой задолженности. При этом преследуется цель сохранять общий уровень задолженности ниже 33% от общих доходов. Применяя такой подход, городские власти компенсируют недостаток возможностей по рефинансированию.

### ■ Задолженность и ликвидность

#### Прямая задолженность

После снижения задолженности до относительно низкого уровня в 15,9% от текущих поступлений в конце 2001 г., Москва начала привлекать новые заимствования. К концу 2004 г. уровень задолженности по-прежнему находился на умеренном уровне в 25% текущих доходов. Управление долгом осуществляет Комитет муниципальных займов и развития фондового рынка, учрежденный в 1996 г. Как следует из названия, в его обязанности входит привлечение средств и управление долгом Москвы через финансовое агентство Москвы (административное подразделение комитета). С 2003 г. комитет является единственным органом с полномочиями по привлечению заимствований от имени города и управлению долгом. Однако



задолженность, привлеченная ранее, по-прежнему находится на балансе различных предприятий, которые принадлежат городу или контролируются им. В 2003 г. Комитет муниципальных займов и развития фондового рынка был переименован в Комитет государственных заимствований г. Москвы.

Волатильность курса рубля может вызывать заметные колебания объема задолженности, что, прежде всего, и объясняет разницу между объемом долга на конец года и фактическими годовыми движениями долга в приложении А. Данные по задолженности в иностранной валюте в целях сопоставимости были конвертированы по обменному курсу на конец года.



В конце 2004 г. задолженность составила 98,6 млрд. руб. (включая рублевый эквивалент задолженности в иностранной валюте). Структура долга Москвы была довольно сбалансированной: 37,4% долга было номинировано в иностранной валюте, а 60% - в рублях (две эмиссии обязательств, номинированных в евро и предоставляющих участие в ссуде, были классифицированы как банковские займы).

Ожидается, что Москва будет привлекать новые заимствования для финансирования инвестиционной программы. Это означает постепенное увеличение общей задолженности, которая в среднем составит 186 млрд. руб. до конца 2012 г., и достигнет максимума в 33% доходов к 2008 г. Тем не менее, показатель обеспеченности задолженности текущим балансом, который составлял 0,6 лет в 2004 г., скорее всего, останется до уровня менее одного года на протяжении указанного периода. Этот уровень значительно ниже, чем в 1998 г., когда данный показатель достиг высокого уровня в 5 лет. Таким образом, несмотря на увеличение задолженности, показатели последней

относительно текущих поступлений или текущего баланса остаются умеренными и более благоприятными по сравнению с сопоставимыми городами в России и за рубежом.

Москва, как и все остальные субъекты Федерации, не имеет право привлекать какие-либо дополнительные заимствования в иностранной валюте (за исключением рефинансирования обязательств в иностранной валюте с наступающими сроками платежей). Поэтому увеличение задолженности города будет происходить в форме принятия долговых обязательств, номинированных в рублях.

Наибольшая часть долговых обязательств города, номинированных в иностранной валюте, состоит из двух выпусков облигаций, предоставляющих участие в ссуде. В октябре 2004 г. Москва погасила облигации, предоставляющие участие в ссуде, на сумму 350 млн. евро со сроком погашения в 2005 г. за счет нового выпуска, проведенного в том же месяце, на 374 млн. евро и сроком погашения в 2011 г. Второй выпуск облигаций, предоставляющих участие в ссуде, был выпущен на сумму 400 млн. евро со сроком погашения в 2006 г. Данные облигации были размещены через Dresdner Bank и JP Morgan, которые выступили в роли эмитентов. Доходы от облигаций были направлены городу согласно кредитным соглашениям. Ответственность банков ограничена денежными средствами, предоставляемыми городом для выплат основной суммы долга и процентов. Таким образом, соответствующие кредитные риски полностью ложатся на Москву. Оба выпуска содержат положения о перекрестном невыполнении обязательств, то есть, связаны друг с другом.



Кроме этого, у города есть лишь два внешних обязательства - в виде кредитов. Один из них, на сумму 35 млн. долл., был предоставлен федеральным правительством в начале 90-х гг. на

особые цели: для стабилизации цен на продукты питания. Второй кредит является задолженностью перед Министерством финансов, предоставившим кредитную линию на 209 млн. долл. для финансирования закупок оборудования.

Так как следующий платеж по облигациям, предоставляющим участие в ссуде, приходится на 2006 г., Москва намерена рефинансировать эту задолженность на рынках капитала. Банковские кредиты, номинированные в рублях, все больше замещаются выпусками облигаций на внутреннем рынке. На последние пришлось около 95% выпущенных долговых обязательств по состоянию на конец августа 2004 г. Практически все облигации имеют фиксированную процентную ставку.

### **Ликвидность**

Город осуществляет внимательный контроль над позициями ликвидности. За истекший период 2005 г. средние остатки средств бюджетов составляли 43 млрд. руб. – от 52 млрд. руб. до 32 млрд. руб. Так как счета учитываются по кассовому методу, они точно отражают общую финансовую позицию города.

В случае возникновения срочной потребности в ликвидности или при недостатке денежных средств Москва может довольно быстро получить доступ на внутренний рынок (новый

выпуск может быть проведен в течение 10 дней), при условии, что такой выпуск не будет выходить за рамки ограничений по задолженности согласно бюджету. Кроме того, город может привлечь значительные рублевые кредиты у Сбербанка и Банка Москвы.

### **Условные обязательства**

В конце 2004 г. общие риски (задолженность и предоставленные гарантии) составляли 26,3% текущих поступлений по сравнению с 26,6% в конце 2003 г. Гарантии по обязательствам в иностранной валюте были предоставлены некоторым коммерческим организациям, которые в прошлом получали финансирование из федерального бюджета, в то время как рублевые гарантии были предоставлены МИА (1,98 млрд. руб. в 2002 г.). Основная часть гарантированных обязательств в иностранной валюте (71 млн. долл.) приходится на деловой центр. По мнению городских властей, данный центр в состоянии выплатить этот долг, который недавно был реструктурирован в федеральном бюджете.

В период между 2003 г. и 2004 г. требования об исполнении гарантий были предъявлены лишь по обязательствам двух компаний (в обоих случаях обязательства были предъявлены Министерством финансов). Это были гарантии компаниям Инфратур (1,4 млрд. руб.) и Московские учебники (40 млн. долл.).

### ■ Приложение А

#### г. Москва

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>(млрд. руб.)</b>						<b>по бюджету</b>
Налоги	132,3	165,2	236,4	259,3	317,0	338,3
Полученные трансферты	0,0	7,7	8,6	6,6	22,1	7,9
Сборы, платежи и другие текущие поступления	62,6	57,9	26,0	46,6	54,5	50,7
<b>Текущие поступления</b>	<b>194,9</b>	<b>230,8</b>	<b>271,0</b>	<b>312,5</b>	<b>393,6</b>	<b>396,9</b>
Текущие расходы	-89,7	-111,3	-151,3	-190,3	-230,1	-262,7
<b>Операционный баланс</b>	<b>105,2</b>	<b>119,5</b>	<b>119,7</b>	<b>122,2</b>	<b>163,5</b>	<b>134,2</b>
Финансовые доходы	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Процентные расходы	-8,4	-3,5	-4,5	-6,6	-7,5	-12,3
<b>Текущий баланс</b>	<b>96,8</b>	<b>116,1</b>	<b>115,2</b>	<b>115,6</b>	<b>156,0</b>	<b>121,9</b>
Капитальные поступления	1,1	2,5	10,8	8,2	7,4	17,5
Капитальные вложения	-76,9	-114,0	-148,1	-158,8	-169,8	-197,2
Баланс капитала	-75,8	-111,5	-137,3	-150,6	-162,4	-179,7
<b>Профицит (дефицит) перед движением долга</b>	<b>21,0</b>	<b>4,6</b>	<b>-22,2</b>	<b>-34,9</b>	<b>-6,4</b>	<b>-57,8</b>
Погашение задолженности	-45,7	-45,7	-9,9	-17,3	-28,9	-19,5
Новые заимствования	26,3	43,1	23,1	36,1	49,0	51,9
Движение чистой задолженности	-19,5	-2,6	13,3	18,8	20,1	32,4
<b>Суммарный результат</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>-8,9</b>	<b>-16,2</b>	<b>13,7</b>	<b>-25,4</b>
<b>Задолженность</b>						
Краткосрочная	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Долгосрочная	50,5	36,7	55,4	78,6	98,6	134,0
<b>Задолженность, итого</b>	<b>50,5</b>	<b>36,7</b>	<b>55,4</b>	<b>78,6</b>	<b>98,6</b>	<b>134,0</b>
- Денежные средства и ликвидные депозиты	17,7	21,6	13,3	25,9	н.д.	н.д.
<b>Нетто-обязательства</b>	<b>32,8</b>	<b>15,1</b>	<b>42,1</b>	<b>52,7</b>	<b>н.д.</b>	<b>н.д.</b>
<b>Справка</b>						
% от задолженности в ин. валюте (%)	67,9	73,9	59,3	47,0	37,4	27,9
% от выпущенных долговых обязательств (%)	24,8	15,7	26,0	46,8	60,5	61,2
% от задолженности с фикс. проц. ставкой	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Гарантии	0,1	4,8	4,6	4,4	4,9	н.д.

н.д. – нет данных

### ■ Приложение В

#### г. Москва

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Сравнительные финансовые показатели</b>					
Операционный баланс/Текущие поступления (%)	54,0	51,8	44,2	39,1	41,5
Текущий баланс/Текущие поступления * (%)	49,7	50,3	42,5	37,0	39,6
Профицит (дефицит) перед движением долга/ Всего доходов ** (%)	10,7	2,0	-7,9	-10,9	-1,6
Суммарный результат/Всего доходов (%)	0,8	0,8	-3,2	-5,0	3,4
Прирост текущих поступлений (изм. за год в %)	н.д.	18,4	17,4	15,3	26,0
Прирост текущих расходов (изм. за год в %)	н.д.	24,1	35,9	25,8	20,9
Прирост текущего баланса (изм. за год в %)	н.д.	19,9	-0,8	0,4	34,9
<b>Сравнительные показатели задолженности</b>					
Задолженность (изм. за год в %)	н.д.	-27,4	51,1	41,8	25,4
Процентные расходы/Текущие поступления (%)	4,3	1,5	1,7	2,1	1,9
Операционный баланс / Процентные расходы (x)	12,5	34,4	26,4	18,6	21,8
Обслуживание задолженности/Текущие доходы (%)	27,8	21,3	5,3	7,6	9,2
Обслуживание задолженности/Операционный баланс (%)	51,5	41,2	12,0	19,5	22,3
Задолженность/Текущие доходы (%)	25,9	15,9	20,5	25,2	25,0
Задолженность и выданные гарантии /Текущие доходы (%)	25,9	18,0	22,2	26,6	26,3
Задолженность/Текущий баланс (г.)	0,5	0,3	0,5	0,7	0,6
Задолженность/ВВП (%)	3,9	2,4	2,8	3,2	3,4
Остатки средств на счетах на конец периода/Обслуживание задолженности (%)	н.д.	35,9	150,2	55,8	71,3
Задолженность на душу населения (руб.)	5 913	4 296	5 330	7 557	9 476
<b>Сравнительные показатели доходов</b>					
Налоговые поступления/Текущие поступления (%)	67,9	71,6	87,2	83,0	80,5
Полученные текущие трансферты/Текущие поступления (%)	0,0	3,3	3,2	2,1	5,6
Текущие поступления /Всего доходов (%)	99,4	98,9	96,2	97,4	98,2
Всего доходов на душу населения (руб.)	22 948	27 318	27 094	30 840	38 556
<b>Сравнительные показатели расходов</b>					
Заработная плата и выплаты сотрудникам/ Текущие расходы (%)	11,3	13,2	15,3	15,5	16,0
Текущие проведенные трансферты/Текущие расходы (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Капитальные вложения/Всего расходов (%)	34,8	41,5	47,2	42,6	38,9
Всего расходов на душу населения (руб.)	25 845	32 140	30 172	35 865	41 952
<b>Финансирование капитальных вложений</b>					
Текущий баланс/Капитальные вложения (%)	125,9	101,8	77,7	72,8	91,9
Капитальные поступления/Капитальные вложения (%)	1,4	2,2	7,3	5,2	4,3
Движение чистой задолженности/Капитальные вложения (%)	-25,3	-2,3	9,0	11,8	11,8
Изменения резервов/Капитальные вложения (%)	-2,0	-1,7	6,0	10,2	-8,1

\* Вкл. финансовые доходы

\*\* Не вкл. новые заимствования

### ■ Приложение С

## Российская Федерация **Банк Москвы** Кредитное обновление

### Рейтинги

#### Банк Москвы

#### В иностранной валюте

Долгосрчный	BBB-
Краткосрчный	F3
Прогноз	Стабильный

Индивидуальный	D
Рейтинг поддержки	2

#### Национальный

Долгосрчный	AA+(rus)
Прогноз	Стабильный

#### Суверенные рейтинги

Долгосрчный в ин. валюте	BBB
Долгосрчный в нац. валюте	BBB
Прогноз	Стабильный

### Финансовые показатели

#### Банк Москвы

	31 дек.04	31 дек.03
Всего активов (млн. долл.)	5 724,1	4 068,1
Собственные средства (млн. долл.)	701,8	437,4
Чистая прибыль (млн. долл.)	112,7	92,6
Доходность на средние активы (ROAA) (%)	2,25	2,56
Доходность на средний капитал (ROAE) (%)	19,34	24,61
Собственные средства/Активы (%)	12,26	10,75

\* Неаудированные данные в годовом исчислении

### Аналитики

Владлен Кузнецов, CFA, Москва  
+7 095 956 9901  
vladlen.kuznetsov@fitchratings.com

Джеймс Уотсон, Москва  
+7 095 956 9901  
james.watson@fitchratings.com

### Общие сведения

- Банк Москвы был основан в 1994 г. и входит в десятку крупнейших российских банков. С 1995 г. контрольный пакет акций банка принадлежит правительству города Москвы (62% акций принадлежат городу или аффилированным предприятиям).
- Городские власти и ассоциированные организации являются существенным и зачастую дешевым источником финансирования для банка, а также крупными заемщиками. В то же время в банке наблюдается быстрый рост объема услуг физическим лицам. Банк имеет широкую филиальную сеть, как в Москве, так и в других регионах России.

### Обоснование рейтингов

#### Оценка

- Долгосрчный рейтинг, присвоенный Банку Москвы, обусловлен возможностью получения поддержки от города Москвы при возникновении у банка финансовых трудностей.
- Индивидуальный рейтинг Банка Москвы отражает концентрацию его баланса, высокий уровень операций с городской администрацией и связанными сторонами потенциальную волатильность доходов, а также кредитные и операционные риски, связанные со стратегией быстрого роста. Помимо этого рейтинг учитывает низкий уровень резервов на покрытие возможных потерь по кредитам и определенные риски операционной среды, значительную клиентскую базу банка в Москве и приемлемое качество его активов.
- Показатели прибыльности банка несколько уменьшились (но остались значительными) в 2004 г. в результате более низких результатов торговых операций с ценными бумагами, более высоких налоговых платежей и высвобождения резервов в 2003 г. Однако финансовые показатели банка поддерживались за счет увеличения чистой процентной маржи и комиссионного дохода, а также ввиду более низких показателей затрат.
- Банк предоставляет кредиты, в основном, крупным российским компаниям, и под обеспечение. Кредитный портфель банка увеличился на 41% в 2004 г., что стало возможным, прежде всего, за счет увеличения кредитования предприятий промышленного сектора и бума в московском строительном секторе. Озабоченность вызывают уровни концентрации кредитного портфеля. Кроме того, значительным было кредитования города Москвы или сторон, на которые городская администрация оказывает влияние.
- Качество активов Банка Москвы оценивается как хорошее для российского банка, однако вероятно увеличение резерва на покрытие возможных потерь по кредитам по прошествии определенного времени с момента выдачи кредитов в быстро растущем кредитном портфеле банка. Вследствие данного быстрого роста и больших рисков, свойственных операционной среде, Fitch полагает, что коэффициент резервов на покрытие возможных потерь по кредитам к общему объему кредитов, составляющий 1%, является потенциально недостаточным.
- Рыночные риски усилились ввиду увеличения портфеля ценных бумаг банка. Однако банк применяет адекватные лимиты по индивидуальным эмитентам, и наибольшую часть портфеля составляют ценные бумаги с фиксированным доходом.
- Наибольшую часть фондирования (89%) в конце 2004 г. банк получал за счет привлечения средств клиентов вслед за ростом на 33% в том году. Депозиты физических лиц составили значительную часть финансирования банка: 38%. Фондирование банка было краткосрочным, хотя 32% средств клиентов были получены от города и связанных с ним организаций, в отношении которых банку легче делать прогнозы.
- В 2004 г. и первой половине 2005 г. банк выпустил облигации, предоставляющие участие в суде, на 250 млн. долл. и 300 млн. долл., соответственно. Банк планирует и дальше увеличивать заимствования на международных рынках капитала для улучшения диверсификации и структуры погашения базы фондирования.
- Показатель достаточности капитала банка улучшился по сравнению с 14,2% в конце 2003 г. (при этом показатель достаточности капитала первого уровня тогда составлял 13,2%) и достиг 18,0% (а показатель достаточности капитала первого уровня: 16,4%) в конце 2004 г. Частично это было обусловлено эмиссией акций на 3,75 млрд. руб. в декабре 2004 г.

#### Поддержка

- Принимая во внимание тесные связи Банка Москвы с администрацией города Москвы, а также учитывая возможности города по предоставлению поддержки, что отражено в долгосрочном рейтинге в иностранной валюте на уровне «BBB», Fitch считает, что существует высокая вероятность предоставления банку поддержки от правительства Москвы в случае необходимости.

19 августа 2005 г.

© 2005 Владелец авторских прав: Fitch, Inc., Fitch Ratings, Ltd. и дочерние компании. One State Street Plaza, NY, NY 10004  
Телефон: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Факс: (212) 480-4435. Любое воспроизведение данного материала, полностью или частично, без разрешения владельца запрещено. Все права защищены. Вся приведенная здесь информация основывается на данных, полученных от эмитентов, других заемщиков, андеррайтеров и других источников, которые Fitch считает надежными. Fitch не проводит аудита и не проверяет правильность или точность таких данных. Соответственно, информация, содержащаяся в настоящем отчете, публикуется на условиях «как есть», без каких-либо заявлений или гарантий. Рейтинги Fitch представляют собой мнение относительно кредитоспособности ценной бумаги. Рейтинги не являются мнением относительно риска убытков вследствие каких-либо факторов, отличных от кредитных рисков, за исключением случаев, когда это оговорено отдельно. Fitch не занимается размещением или продажей каких-либо ценных бумаг. Отчет, содержащий рейтинги Fitch, не является проспектом эмиссии и не может рассматриваться в качестве эквивалента информации, собранной, проверенной и представленной эмитентом и его агентами инвесторам в связи с продажей ценных бумаг. Рейтинги могут быть изменены или отозваны, временно или окончательно, в любое время и по любой причине по усмотрению Fitch. Агентство Fitch не предоставляет каких-либо консультаций по вопросам инвестиций. Рейтинги не являются рекомендацией покупать, продавать или «держат» какую-либо ценную бумагу. Рейтинги не являются комментарием относительно адекватности рыночной цены и соответствия той или иной ценной бумаги целям и задачам конкретных инвесторов, а также относительно применения налоговых освобождений или налогообложения каких-либо выплат в отношении ценных бумаг. Fitch получает вознаграждение от эмитентов, страховщиков, гарантов, прочих заемщиков и андеррайтеров за присвоение рейтингов ценным бумагам. Размеры такого вознаграждения, как правило, варьируются в пределах от \$1 000 до \$750 000 (или применимый эквивалент в иной валюте) за эмиссию. В некоторых случаях Fitch присваивает рейтинг всем или нескольким эмиссиям конкретного эмитента, либо эмиссиям, застрахованным или гарантированным конкретным страховщиком или гарантом, за одно общее годовое вознаграждение. Размер такого вознаграждения обычно варьируется в пределах от \$10 000 до \$1 500 000 (или применимый эквивалент в иной валюте). Присвоение, публикация или распространение рейтингов Fitch не является разрешением на использование названия агентства в качестве ссылки на экспертное мнение в связи с какими-либо регистрационными документами, предоставляемыми согласно законодательству США о ценных бумагах, Закону Великобритании о финансовых услугах и рынках 2000 г. или законодательству о ценных бумагах соответствующей страны. Вследствие относительной эффективности электронных средств публикации и распространения информации, исследования Fitch могут поступать подписчикам электронных версий до трех дней раньше, чем подписчикам печатных версий.