

Российская Федерация
Кредитный анализ
(перевод с английского языка)

Город Москва

Рейтинги

	Текущие рейтинги
В иностранной валюте	
Долгосрочный	BBB+
Краткосрочный	F2
В национальной валюте	
Долгосрочный	BBB+
Национальный рейтинг	
Долгосрочный	AAA(rus)

Прогноз

По долгосрочным рейтингам	Стабильный
---------------------------	------------

Сводные данные

Москва

	31.12.07	31.12.06
Операционные доходы (млрд. руб.)	898,9	710,4
Прямой риск (млрд. руб.)	87,8	89,9
Операционный баланс / операционные доходы (%)	36,99	44,49
Обслуживание долга / текущие доходы (%)	3,48	4,45
Долг / текущий баланс (лет)	0,26	0,29
Операционный баланс / процентные расходы (x)	39,35	34,79
Капитальные расходы / всего расходов (%)	37,49	40,42
Профицит (дефицит) перед движением долга / всего доходов (не вкл. новые заимствования) (%)	2,78	8,94
Текущий баланс / капитальные расходы (%)	94,51	108,74

Аналитики

Владимир Редькин
+7 495 956 9901
vladimir.redkin@fitchratings.com

Фернандо Майорга
+34 93 323 84 00
fernando.mayorga@fitchratings.com

Аналитические материалы по теме

- [«Присвоение международных рейтингов местным и региональным органам власти» \(International Rating Methodology for Local and Regional Governments\)](#)
- [«Институциональная среда российских регионов» \(Institutional Framework for Russian Subnationals\)](#)
- [«Реформа местного самоуправления в Российской Федерации» \(Reform of Local Self-Governance in Russia\)](#)

Обоснование рейтингов

- Рейтинги Москвы отражают сильную и динамично развивающуюся экономику города, хорошие бюджетные показатели и высокие показатели обеспеченности долга. «Стабильный» прогноз учитывает ожидания Fitch, что город продолжит демонстрировать устойчивые бюджетные показатели на фоне сильной местной экономики и поддерживать высокие показатели обеспеченности долга.
- Москва имеет сильную экономику, ориентированную на сектор услуг, и ее вклад в ВВП Российской Федерации превышает 21%. Валовой продукт города и денежные доходы на душу населения в 3,1 раза и 2,6 раза выше среднероссийского показателя, что делает город одним из наиболее богатых регионов страны по этим параметрам. С учетом большой доли в бюджете Москвы прямых налогов, таких как налог на доходы физических лиц и налог на прибыль организаций, активное развитие местной экономики оказывает прямое воздействие на доходы городского бюджета.
- Город имеет очень сильную финансовую позицию. Он стабильно демонстрировал высокую операционную маржу (37% операционных доходов в 2007 г.) и существенный профицит бюджета (до движения долга) в 2005-2007 гг. В 2006 и 2007 гг. город аккумулировал значительные резервы денежных средств, которые превысили его прямой долг. Fitch ожидает, что город сохранит высокую операционную маржу в среднесрочной перспективе. Москва имеет значительную гибкость в плане расходов: на долю капитальных расходов приходилось около 37,5% всех расходов в 2007 г., что оставляет существенные возможности для маневра в случае ухудшения экономической ситуации.
- Общая долговая нагрузка города является низкой, при отношении долга к текущему балансу менее одного года. Москва имеет длинную и относительно гладкую структуру погашения задолженности до 2017 г. В то же время у города есть нехеджированный валютный долг (32% прямого риска на конец 2007 г.), что делает его подверженным валютному риску. Эта доля будет сокращена, потому что способность Москвы привлекать заимствования в иностранной валюте ограничена государственной политикой в отношении рефинансирования таких обязательств, и любой дополнительный долг будет привлекаться в национальной валюте.
- Власти города Москвы напрямую и косвенно контролируют обширную сеть из 432 государственных компаний и владеют мажоритарными долями в 447 компаниях. Это предполагает дополнительный условный риск, поскольку финансовая задолженность компаний под мажоритарным контролем города равна 16,6 млрд. руб. Город также является основным акционером Банка Москвы, долгосрочные заимствования которого на конец 2007 г. составляли 55,9 млрд. руб.

Ключевые факторы, которые могут оказать влияние на рейтинги

- Позитивное влияние на рейтинги Москвы может оказать повышение суверенных рейтингов.

- Давление в сторону понижения возможно в случае ухудшения бюджетных показателей города из-за увеличения бремени операционных расходов и снижения доходов, вызванного замедлением экономики.

Краткие сведения о городе

Москва является экономическим и финансовым центром Российской Федерации. В городе проживает свыше 10,4 млн. человек (2007 г.), что составляет 7,3% населения страны. Экономика Москвы ориентирована на сектор услуг, при существенной концентрации по сегментам розничной торговли и общественного питания, и важной, хотя и уменьшающейся, роли промышленности, транспорта и строительства.

Административно-политическая ситуация

Законодательные и исполнительные органы власти

Москва является городом федерального значения, что дает ей равный статус с другими субъектами федерации. Законодательным органом власти Москвы является городская Дума, а мэр и правительство города представляют исполнительную власть. Городская Дума состоит из 35 депутатов. Выборы в Думу проводятся раз в четыре года, как правило, отдельно от выборов мэра. Последние выборы состоялись 4 декабря 2005 г. Основная часть депутатов Думы - это представители пропрезидентской партии Единая Россия. В городской Думе также представлены КПРФ и партия Яблоко.

В состав правительства Москвы входят мэр (отвечающий за общую деятельность правительства), вице-мэр, пять первых заместителей мэра и четыре заместителя мэра. В функции последних входят общие направления деятельности, такие как, экономическая политика, социальное обеспечение, внешние связи, муниципальные услуги, городское хозяйство и застройка земельных участков. Кроме того, в состав правительства входят министры с конкретными управленческими функциями и префекты административных округов. Мэр, который является высшим должностным лицом города, избирается на четырехлетний срок прямым голосованием. В декабре 2003 г. действующий мэр Москвы Юрий Лужков был переизбран на следующий срок: он набрал 74,81% голосов при явке избирателей в 66%. Согласно новому российскому законодательству назначение глав регионов, которые ранее избирались путем общего голосования, одобряется региональным законодательным органом власти по представлению президента РФ. В июне 2007 г. г-н Лужков был вновь назначен на свой пост после выдвижения его кандидатуры Президентом Путиным.

Москва состоит из 10 округов (префектур), которые представляют собой территориальные органы исполнительной власти. Местное самоуправление представлено 125 муниципалитетами (или внутригородскими муниципальными образованиями), которые выполняют более узкий диапазон функций и в значительной мере финансируются из городского бюджета.

Приоритеты политической и экономической политики

Администрация города имеет следующие приоритеты:

- в социальной сфере: повышение уровня жизни населения и сокращение разницы в денежных доходах. Администрация города планирует: увеличение эффективности распределения бюджетных средств в области здравоохранения, образования и жилищного строительства; разработку системы для расширения возможностей трудоустройства инвалидов; совершенствование государственных услуг для инвалидов; повышение поддержки для семей с детьми; продолжение поддержки пенсионеров, включая предоставление субсидий для обеспечения им минимального прожиточного минимума, установленного городом; повышение минимальной

заработной платы государственных служащих до уровня, установленного для остальной части работающего населения.

- В сфере экономического развития: поддержка развития инноваций и высокотехнологичных секторов экономики, в особенности малых и средних предприятий, за счет предоставления административной поддержки, микрокредитов и венчурного капитала, а также посредством стимулирования развития особой экономической зоны в Зеленограде со специализацией на высоких технологиях и продуктах и услугах в компьютерной сфере. Город намерен модернизировать систему высшего и профессионального образования, чтобы удовлетворить спрос на высококвалифицированные кадры, а также продолжить улучшать транспортную инфраструктуру Москвы, включая развитие сети шоссейных дорог города, модернизацию аэропортов и продолжение развития сети метрополитена. Администрация города планирует повысить конкуренцию среди компаний, предоставляющих коммунальные услуги, и акционировать государственные компании города с их последующей приватизацией. В области жилищного хозяйства город планирует активизировать усилия, направленные на обновление жилищного фонда. Власти Москвы также намерены сделать город более привлекательным для туристов и развивать туризм за счет улучшения гостиничной сети и другой туристической инфраструктуры.
- В сфере финансов и государственного управления: совершенствование процесса формирования бюджета за счет постепенного внедрения бюджетирования, ориентированного на результат, и улучшения трехлетнего бюджетного планирования, повышение эффективности государственных расходов и качества предоставления государственных услуг за счет совершенствования процедуры государственных тендеров и поддержки государственно-частных партнерств («ГЧП»).

Социально-экономические показатели

Сопоставление экономических показателей города и страны в целом
Москва - экономический и финансовый центр Российской Федерации. Несмотря на то, что в Москве проживает лишь около 7,3% населения страны, вклад города в агрегированный ВРП российских регионов в 2006 г. составлял 23,1%. В 2007 г. валовый продукт города вырос на 7,7% относительно предыдущего года, что немногим ниже среднероссийского значения (8,1%). В то же время за последние шесть лет экономическое развитие города превышало среднероссийские показатели: кумулятивные годовые темпы роста экономики города в 2003-2007 гг. достигли 56,7%, опережая темпы в 45,6% для Российской Федерации в целом за тот же период.

В 2006 г. показатели валового продукта города и доходов на душу населения соответственно в 3,1 раза и 2,6 раза превышали среднероссийские значения, что делает город одним из наиболее богатых регионов России по этим показателям (Москва отстает лишь от редконаселенных нефтегазоносных регионов страны). Концентрация благосостояния делает Москву крупнейшим источником налоговых доходов федерального бюджета. Размер бюджета города значительно больше, чем у других российских субнациональных образований, и составлял 20% от консолидированного бюджета субъектов Российской Федерации.

Москва является самым крупным рынком в стране. Экономика города в целом ориентирована на сектор услуг, при значительной концентрации в области розничной торговли и общественного питания. Доля сектора услуг в Москве значительно выше, чем в среднем по России (в 2006 г. удельный вес сектора услуг в валовом продукте города составлял 81% в сравнении с 57% в среднем по

стране). Таким образом, структура экономики города сопоставима с развитой рыночной экономикой. В Москве зарегистрированы 50% российских финансовых организаций, и сосредоточены 84% активов банковского сектора.

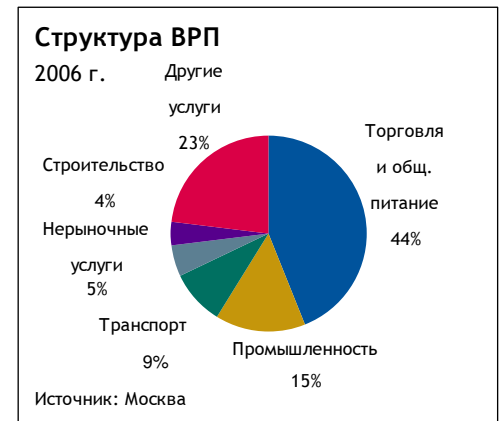
Показатели последнего времени

В 2006 г. валовый продукт города был равен 5 146 млрд. руб. (195 млрд. долл. по текущему рыночному обменному курсу). В 2007 г. рост валового продукта города в реальном выражении составил 7,7% относительно предыдущего года, и, согласно собственным прогнозам города до 2010 г., Москва ожидает среднегодовой рост валового продукта города около 7,2%. Основой этих прогнозов служит недавний рост покупательной способности населения в сочетании с увеличением заработной платы. В 2007 г. средний рост заработной платы превысил прогнозный уровень (25%) и достиг 28,7%. Город планирует рост в 25,3% в 2008 г., а затем постепенное сокращение темпов роста. Основной проблемой, с которой, вероятно, столкнутся местные производители, является усиление конкуренции со стороны импортных товаров по мере укрепления рубля.

Помимо высокого потребительского спроса, развитие городской экономики основано на значительных внутренних и иностранных инвестициях. Москва остается основным получателем прямых иностранных инвестиций в стране. В 2007 г. город привлек инвестиции в размере 70,1 млрд. долл., что в 2,9 раза выше, чем за предыдущий год. Основными секторами, куда были направлены эти инвестиции, являются транспорт, связь, недвижимость и промышленность. Самым крупным инвестором является правительство Москвы, на долю которого приходится 40% от общего объема внутренних инвестиций. По прогнозам правительства Москвы, инвестиции в основные средства будут в среднем увеличиваться на 6,5% относительно предыдущего года в 2008-2009 гг.

Основные отрасли экономики

Наиболее важный компонент валового продукта города - это торговля, включая оптовую и розничную торговлю на внутреннем рынке, а также международную торговлю. Концентрация оптовой торговли связана, главным образом, с экспортной деятельностью крупнейших российских компаний, штаб-квартиры которых расположены в Москве. На долю города приходилось около одной трети российского экспорта и импорта, и он выступал в роли канала поставок основных сырьевых товаров и крупного розничного рынка. В 2006 г. оборот розничной торговли в городе составил 20% от общероссийского значения, а розничный торговый оборот на душу населения в 2,8 раза превышал



Основные социально-экономические показатели некоторых регионов РФ (2006 г.)

	Численность населения		ВРП		ВРП на душу населения		Денежные доходы на душу населения (дек. 07 г.)	
	(млн.)	% от населения РФ	(млрд. руб.)	% от агрегир. ВРП	(руб.)	% от средн.	(руб.)	% от среднего
Российская Федерация	142,2	100,0	22 292	100,0	156 745	100	19 639	100
Москва	10,4	7,3	5 146	23,1	492 774	314	51 897	264
Санкт-Петербург	4,6	3,2	812	3,6	177 570	113	30 278	154
Московская область	6,6	4,7	938	4,2	141 209	90	20 360	104
Республика Татарстан	3,8	2,6	606	2,7	161 034	103	16 459	84

Источник: Российская Федерация

среднероссийский показатель.

Промышленный сектор города является не очень обширным, обеспечивая 15% валового продукта города, и в нем доминируют машиностроение и пищевая промышленность. Транспортный сектор также вносит существенный вклад в валовый продукт города (9%). Москва является транспортным узлом России и стран СНГ. В городе расположены 5 аэропортов, все из которых осуществляют как пассажирские, так и грузовые перевозки. Кроме того, в Москве находятся 6 крупных железнодорожных вокзалов, связывающих город с европейскими странами и регионами РФ.

Город находится в выгодном положении в силу своего столичного статуса, благодаря которому Москва получает налоговые поступления от крупнейших национальных компаний, штаб-квартиры которых расположены в столице, а производственные площадки - за ее пределами. В 2007 г. около 44% городского бюджета было сформировано за счет налога на прибыль организаций. Крупнейшим налогоплательщиком среди компаний является Газпром, который в 2007 г. выплатил 85 млрд. руб. в виде налога на прибыль организаций. Другие крупные налогоплательщики включали компании банковского сектора и нефтегазовые компании, обеспечивавшие 10% всех доходов бюджета. Несмотря на то что поступления от крупных нефтегазовых компаний в последнее время сократились ввиду общей тенденции переноса центров прибыли в нефтедобывающие регионы, экономика Москвы остается хорошо диверсифицированной и ориентированной на сектор услуг.

Демографическая ситуация и уровень занятости

На конец 2007 г. население города составляло 10,4 млн. человек, 12,3% из которых не достигло трудоспособного возраста (16 лет), а 22,5% имели пенсионный возраст (60 лет для мужчин и 55 лет для женщин). Население города несколько увеличилось за последние пять лет, поскольку положительная миграция компенсировала естественную убыль (уровень смертности выше уровня рождаемости). За счет иммиграции лиц трудоспособного возраста, привлекаемых более высокими заработками, доля трудоспособного населения в составе общего населения Москвы остается относительно стабильной с 2003 г., на уровне около 65%. По оценкам города, эти ключевые показатели вряд ли изменятся в обозримом будущем.

Трудоспособное население города сконцентрировано в следующих секторах – торговля (23,6% всех занятых в 2006 г.), недвижимость (17,5%), промышленность (13,6%) и строительство (12,3%). Москва традиционно имеет один из самых низких уровней безработицы в стране. На конец 2007 г. (по методологии Международной организации труда) данный показатель составлял 0,8%, что могло рассматриваться как полная занятость и служить ограничением для экономического роста в среднесрочной перспективе.

Налогово-бюджетные показатели

В силу своего статуса города федерального значения Москва получает доли налоговых сборов, имеет полномочия по установлению налоговых ставок, расходные полномочия, а также ограничения по задолженности и объему заимствований, схожие с другими субъектами РФ. Кроме того, Москва исполняет основной объем функций, обычно выполняемых муниципальными образованияами в других регионах страны, и получает доходы в соответствии с федеральным законодательством (региональные и местные налоги плюс доли федеральных налоговых сборов) для осуществления этих функций и предоставления государственных услуг.

Бюджетная система Москвы включает собственный бюджет города и муниципальные бюджеты 125 внутригородских территорий (районов). Эти муниципальные образования выполняют узкий набор функций и технически

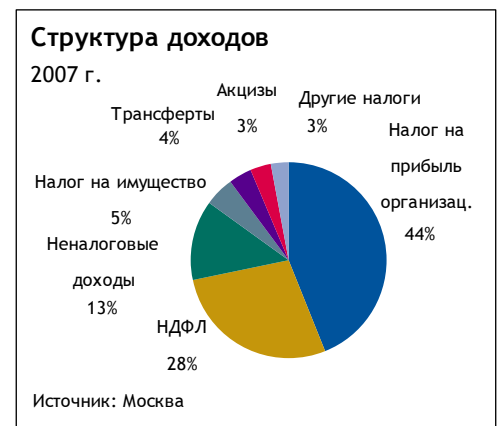
каждое из муниципальных образований формирует собственный бюджет. В реальности их бюджетная автономия является достаточно ограниченной небольшим числом обязательств, финансируемых напрямую из их бюджетов. Правительство города осуществляет общий контроль за деятельностью муниципальных образований, в том числе, за их бюджетами, которые в значительной степени состоят из трансфертов, получаемых из городского бюджета.

Город имеет достаточно крупный расширенный госсектор (см. раздел «Условные обязательства»), представленный государственными предприятиями в собственности города, а также акционерными компаниями, в которых город владеет пакетами акций. Предприятия расширенного госсектора формируют собственные бюджеты и готовят отчетность о прибылях и убытках, и результаты их деятельности не консолидируются в бюджет города.

Бюджетные и финансовые показатели, приведенные в приложении к данному отчету, относятся к городской администрации и не включают муниципальные бюджеты и компании в городской собственности. Кроме того, доходы и расходы бюджета города Москвы учитываются по кассовому методу и не включают дебиторскую и кредиторскую задолженности.

Доходы - тенденции и структура

Вклад города Москвы в консолидированный бюджет субнациональных образований Российской Федерации составляет 20%, и налоговые доходы являются крупнейшим источником доходов городского бюджета. В период с 2003 по 2007 гг. доля налоговых поступлений в совокупном объеме годовых доходов бюджета составляла в среднем 82%, а в 2007 г. достигла 84%. Исторически налог на прибыль организаций и налог на доходы физических лиц («НДФЛ») в совокупности вносили самый крупный вклад в общие доходы бюджета города. Структура доходов городского бюджета является относительно стабильной с 2004 г., когда был отменен налог с продаж, на долю которого приходилось 6% налоговых поступлений Москвы в 2003 г. Соответствующие потери были частично компенсированы за счет увеличения доли налога на прибыль организаций, выплачиваемой в бюджет города, а также нового налога на игорный бизнес. Это повысило роль НДФЛ и налога на прибыль организаций, доли которых выросли с соответственно 25% и 32% всех доходов в 2003 г. до 31% и 42% в 2007 г. В результате эти налоги стали основными источниками доходов городского бюджета. Доли налогов на имущество и акцизов в 2003-2007 гг. были стабильными (составляя в среднем соответственно 6% и 3% совокупных доходов). Неналоговые доходы в рассматриваемый период также были стабильными, обеспечивая в среднем 14% доходов.



В 2003-2006 гг. наблюдалось ускорение прироста доходов за счет увеличения налоговых поступлений. Общий рост доходов в 2003-2004 гг. составлял в среднем 10%, а затем увеличился до 33% в 2005 г. и до 45% в 2006 г. В 2007 г. рост доходов замедлился, однако оставался высоким на уровне 26%. Таким образом, с 2003 г. налоговые поступления удвоились, и общие доходы увеличились в 1,8 раза. Сокращение роста доходов в 2007 г. относительно предыдущего года было обусловлено исключительными результатами в 2006 г. из-за единовременных налоговых выплат, осуществленных крупными нефтегазовыми компаниями, которые проводили в указанном году

корпоративную реструктуризацию.

В 2007 г. была еще одна очень высокая выплата налога на прибыль организаций, которая фигурировала в официальных бюджетных данных, - город получил поступления в связи с выплатой задолженности по налогу на прибыль организаций в размере 229,6 млрд. руб. от НК ЮКОС. Эти средства были незамедлительно перечислены на счета федерального бюджета и не оказали какого-либо воздействия на бюджет города. Тем не менее, данная сумма была включена в отчет по доходам бюджета как поступления от налога на прибыль организаций и как отрицательный трансферт в федеральный бюджет. Fitch не учитывало данный трансферт в размере 229,6 млрд. руб. в доходах городского бюджета в рамках своего анализа.

Расходы - тенденции и структура

Так как Москва выполняет обязанности и как региональный, и как местный (муниципальный) орган власти, для города характерна особая структура текущих расходов в сравнении с другими российскими регионами. Две основные статьи расходов - это сектор ЖКХ и расходы на поддержку экономического развития.

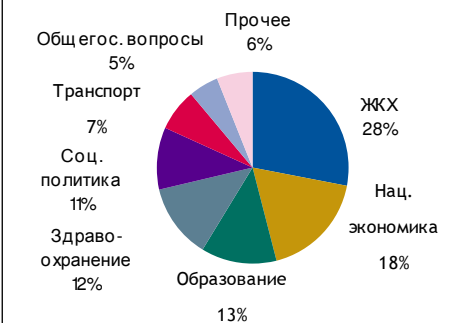
Крупнейшей статьёй расходов городского бюджета в 2007 г. были расходы на жилищно-коммунальное хозяйство («ЖКХ», 28% всех расходов), включающие, главным образом, расходы на ремонт и реконструкцию жилого фонда и инфраструктуры, а также расходы на благоустройство территории и субсидии компаниям сектора ЖКХ, прежде всего, производителям тепловой энергии. Второй по величине отдельной расходной статьёй являются расходы на промышленность, развитие рыночной инфраструктуры и строительство. Такие расходы в 2007 г. составили 18% всех расходов города.

Совокупные расходы на социальную сферу (образование, здравоохранение и социальная политика) составили значительную долю в 36% общих расходов. Власти города продолжают оказывать поддержку наиболее нуждающимся слоям населения, выплачивая специальные субсидии напрямую, а не поставщикам соответствующих услуг. Субсидии выплачивались, несмотря на реформу системы социального обеспечения от 2005 г., которая отменила бесплатное предоставление различных услуг таким группам населения как инвалиды, пенсионеры, ветераны и некоторые другие, и взамен были предусмотрены денежные компенсации. Власти Москвы приняли решение предоставлять обе формы социального обеспечения, и социальные льготы, и денежные выплаты. Эти шаги были предприняты по политическим мотивам, чтобы избежать социальной напряженности, которая последовала за проведением реформы в других регионах страны. Власти города настаивают на своем праве решать, в какой степени они будут субсидировать социальные льготы. В 2007 г. социальные расходы составили 98,8 млрд. руб., или 11% всех расходов. В среднесрочной перспективе Москва планирует постепенно снижать предоставляемые в настоящее время субсидии по ЖКХ, что ослабит давление на бюджет.

Помимо социальных выплат Москва несет расходы, связанные с инфраструктурой города. Город имеет разветвленную систему общественного транспорта, в том числе сеть железных дорог, которая широко используется как по будням, так и в выходные дни. Транспортная система города также включает метрополитен и наземный транспорт (автобусы, троллейбусы и трамваи). Крупной сетью

Структура расходов

2007 г.



Источник: город Москва

метрополитена столицы, протяженностью более 275 км, состоящей из 175 станций, в среднем пользуется около 13 млн. человек в день. Наземный общественный транспорт в день перевозит около 12 млн. пассажиров. Развитие сектора общественного транспорта в значительной степени зависит от города. Хотя строительство новых станций и линий метро является ответственностью федеральных властей, в последние годы расширение метрополитена финансируется, в основном, Москвой.

Дороги - еще одна сфера ответственности города, требующая больших капитальных расходов. Поскольку на территории Москвы нет дорог федерального значения, финансирование дорожной сети протяженностью 4 650 км, включающей 20 радиальных шоссе и 2 кольцевые дороги, по большей части, осуществляется из целевого бюджетного территориального дорожного фонда города Москвы. Расходы на транспорт и дорожное строительство в 2007 г. составили 97 млрд. руб., или 10% всех бюджетных расходов. С января 2008 г. дорожный фонд был упразднен, однако город намерен сохранить текущий уровень расходов в этой сфере.

В Москве активно реализуются строительные проекты в основном это строительство жилья. Департамент инвестиционных программ Москвы, в соответствии с программой жилищного строительства, строит многоквартирные дома. При этом часть поступлений от продаж используется для строительства новых объектов жилой и коммерческой недвижимости, а также для предоставления бесплатного муниципального жилья. В 2007 г. в Москве было построено 2,5 млн. кв. м жилья, из которых 0,4 млн. кв. м были распределены среди москвичей в рамках социальных программ. Кроме того, город активно участвует в сооружении социальной инфраструктуры. В 2007 г. город построил 100 новых детских садов, и в 2008 г. планируется построить еще 100 детских садов.

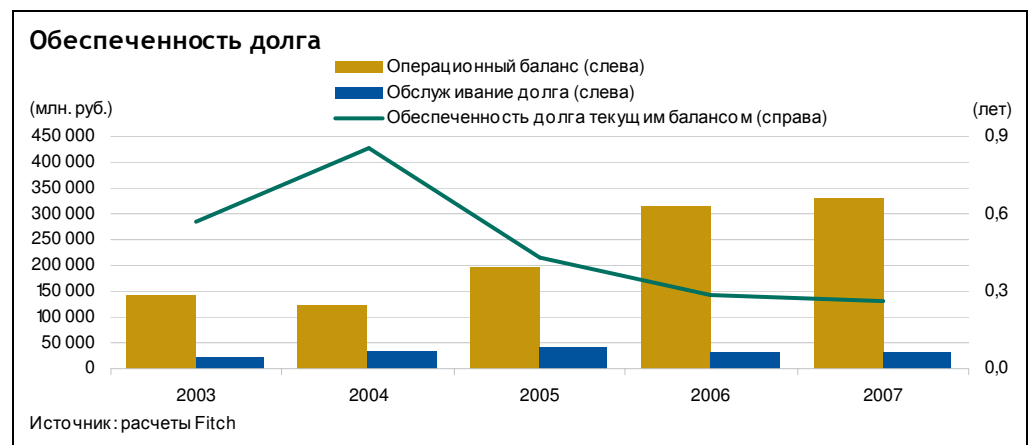
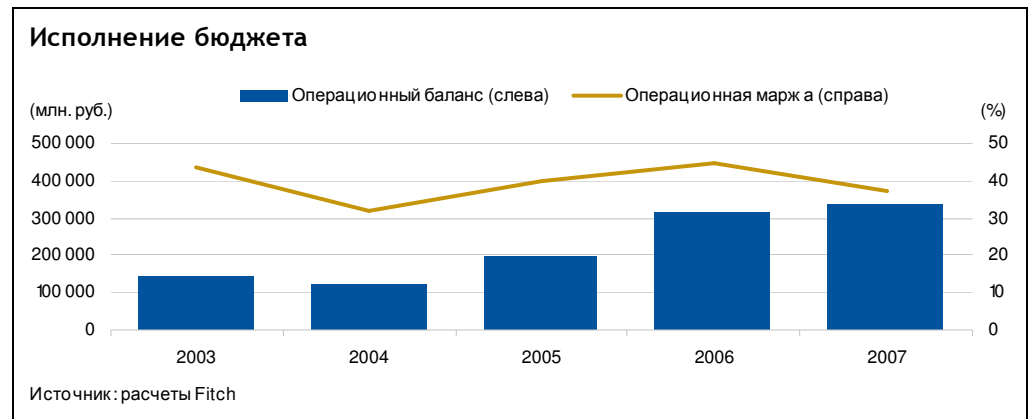
Исполнение бюджета

В 2000-х гг. город Москва демонстрирует очень высокие показатели исполнения бюджета. Операционная маржа в 2000-2002 гг. находилась на относительно высоком уровне, приблизительно 50%. Однако этот показатель постепенно снижался и составил 44% в 2003 г. и 32% в 2004 г. В период с 2005 по 2007 гг. операционные показатели города стабильно улучшались. В номинальном выражении текущий баланс почти утроился, увеличившись с 121 млрд. руб. в 2004 г. до 332 млрд. руб. в 2007 г. Благодаря исключительному росту доходов в 2006 г. показатели маржи увеличились приблизительно до 45%. В 2007 г. операционная маржа города составила 37,0%, что по-прежнему является высоким показателем по российским и международным стандартам и свидетельствует о способности города накапливать резервы, а также об инвестиционной привлекательности Москвы. В результате быстрого роста доходов городской бюджет в 2005-2007 гг. имел профицит (до движения долга).

В период с 2005 по 2007 гг. капитальные доходы оставались относительно стабильными в абсолютном выражении и в среднем составляли 43,5 млрд. руб. Однако относительная значимость капитальных доходов снизилась, по мере того как отношение капитальных доходов к капитальным расходам постепенно сократилось с 20,2% в 2005 г. до 12,9% в 2007 г. Основным источником капитальных доходов города являются продажи активов, и наибольшая часть таких поступлений приходится на продажи квартир (50% всех капитальных доходов в 2007 г.).

С учетом высокой доли капитальных расходов бюджет Москвы имеет достаточно высокую гибкость в сравнении с другими регионами Российской Федерации. Расходы на оплату труда стабилизировались на уровне 14% общих расходов в 2005-2007 гг., и с учетом текущих трансфертов всех видов негибкие расходы бюджета составили 36,1% всех расходов в 2007 г. Власти города осуществляют жесткий контроль за этими статьями и, как ожидается, сохранят существующую

структуру расходов в среднесрочной перспективе. Москва проводит высокие капитальные расходы, которые в 2005-2007 гг. в среднем составляли 38% всех расходов. Рост капитальных расходов последовал за ростом доходов. В период с 2005 по 2007 гг. капитальные расходы в номинальном выражении повысились с 199 млрд. руб. до 358 млрд. руб., что отражает крупный размер инвестиционной программы Москвы. В 2008 г. власти намерены сохранить текущий высокий уровень капитальных расходов.



Прогнозы исполнения бюджета

Москва использует консервативные прогнозы по доходам, в результате чего предусматриваются бюджетные дефициты, но фактические доходы постоянно превышают планируемые показатели. Так, в 2007 г. фактические доходы бюджета превысили запланированные на 28%. Такой подход позволяет городу контролировать операционные расходы, ограничивая их на стадии планирования, в то время как дополнительные доходы, полученные в течение года, направляются в бюджет развития и используются для финансирования капитальных расходов. Фактические капитальные расходы в 2007 г., как следствие, были на 16% выше, чем сумма, заложенная в бюджет. Власти Москвы придерживаются такого подхода и в 2008 г. - в бюджет на 2008 г. заложен дефицит в размере 208 млрд. руб. Основной причиной ожидаемого дефицита является консервативный прогноз по доходам, на уровне 998 млрд. руб., то есть всего лишь на 4% выше, чем фактический уровень доходов за 2007 г., в то время как расходы прогнозируются на уровне 1 206 млрд. руб. (рост на 30%). На основе исполнения городского бюджета за первые месяцы 2008 г. власти города внесли поправки в бюджет и повысили прогноз по доходам до 1 191 млрд. руб., по расходам - до 1 395 млрд. руб. Уровень дефицита, заложенный в бюджет, был понижен до 204 млрд. руб. Fitch ожидает, что город сократит заложенный в бюджет уровень дефицита к концу года, однако существует высокая вероятность дефицита до движения долга впервые

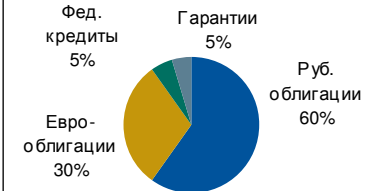
с 2004 г. Это соответствует политике города, так как в 2008 г. власти намерены использовать значительную долю денежных резервов.

Долг, условные обязательства и ликвидность

В период с 2004 по 2007 гг. Москва зафиксировала постепенное снижение долговой нагрузки. К концу 2007 г. общий риск города (долг плюс предоставленные гарантии) находился на умеренном уровне в 9,5% текущих доходов. В абсолютном выражении общий риск города составил 92,1 млрд. руб. (3,75 млрд. долл.) и имел довольно сбалансированную структуру: 37,6% долга было номинировано в иностранной валюте, а 62,4% - в рублях.

Структура долга

2007 г.

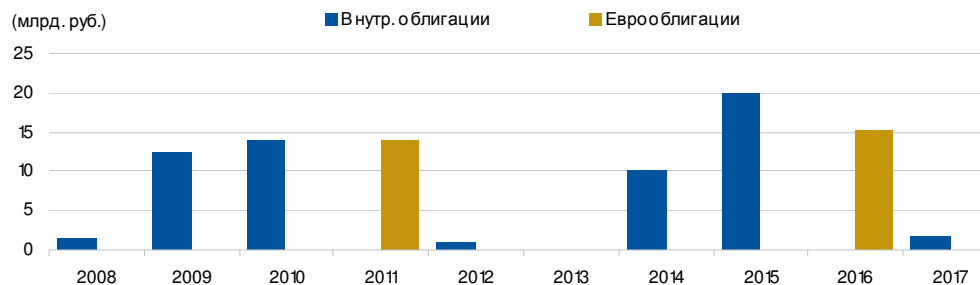


Источник: город Москва

Прямой риск

Прямой риск города состоял из рублевых облигаций (55,2 млрд. руб. на конец 2007 г.) и еврооблигаций (28 млрд. руб.), а остальные 4,6 млрд. руб. приходились на долларовые кредиты из федерального бюджета. За счет исключительно благоприятной ситуации с бюджетными доходами Москве не пришлось прибегать к новым заимствованиям в 2006-2007 гг., и относительное долговое бремя городского бюджета понижалось на протяжении последних пяти лет с пикового уровня в 25,8% текущих доходов в 2004 г. до низкого уровня в 9,5% текущих доходов в конце 2007 г. Однако в 2008 г. город снова начал привлекать задолженность и в течение первого квартала текущего года провел несколько размещений обязательств на общую сумму 5,26 млрд. руб. Первоначальный бюджет на 2008 г. предусматривал увеличение общего долга на 122,5 млрд. руб. к концу года, однако фактическое увеличение может быть существенно меньше ввиду быстрого роста доходов бюджета. Москва ожидает, что фактическое увеличение долга составит 50 млрд. руб., что повысит общий долг города до 155 млрд. руб., или примерно 13% общих доходов. Несмотря на планируемое увеличение задолженности, ее уровень относительно операционных доходов или текущего баланса останется умеренным и будет благоприятно смотреться на фоне сопоставимых городов в России и за рубежом. В то же время показатель обеспеченности долга текущим балансом в 2007 г. составлял 2,5 месяца. Этот уровень, скорее всего, не превысит одного года в течение рассматриваемого периода.

Структура погашения портфеля облигаций



Источник: город Москва

Город имеет нехеджированные валютные долговые обязательства, что подвергает его дополнительному валютному риску. Однако Москва захеджировала купонный платеж на текущий финансовый год в рамках бюджетного планирования. Основная часть существующей задолженности Москвы в иностранной валюте - это два выпуска облигаций, представляющих собой участие в кредите. В октябре 2004 г. Москва погасила облигации,

представляющие собой участие в кредите, на сумму 350 млн. евро со сроком погашения в 2005 г. за счет нового выпуска облигаций объемом 374 млн. евро с погашением в 2011 г. В октябре 2006 г. Москва погасила другой выпуск облигаций, представляющих собой участие в кредите, на сумму 400 млн. евро со сроком погашения в 2006 г. за счет нового выпуска облигаций объемом 407 млн. евро с погашением в 2016 г. Размещение облигаций было проведено через Dresdner Bank, который выступал в качестве эмитента. Поступления по эмиссии были переданы городу в соответствии с кредитными соглашениями. Ответственность банка ограничена денежными средствами, предоставляемыми городом для выплаты основной суммы долга и процентов. Таким образом, соответствующие кредитные риски полностью ложатся на Москву. Условия обоих выпусков содержат положения о перекрестном невыполнении обязательств, то есть, увязаны друг с другом.

Помимо указанных заимствований у города есть лишь два других валютных обязательства - это два кредита из федерального бюджета. Один из них, на сумму 238 млн. евро, был предоставлен федеральным правительством в начале 90-х гг. для стабилизации цен на продукты питания. Второй кредит в размере 129,8 млн. долл. был выдан Министерством финансов для финансирования закупок оборудования. Наибольшую часть таких кредитов планируется погасить к 2011 г., а остальную часть - к 2016 г. В «Приложении А» к настоящему отчету Fitch отнесло такие кредиты в раздел «прочая задолженность по классификации Fitch».

В период с 2006 по 2007 гг. город продолжал улучшать структуру долга по срокам погашения. В 2007-2008 гг. власти города заменили внутренние облигации на сумму 22,4 млрд. руб. с погашением в 2007-2008 гг. на облигации на сумму 20,5 млрд. руб. с погашением с 2009 по 2015 гг., увеличив общий срок погашения существующих долговых обязательств. Средний срок погашения увеличился с 3,7 лет до 5,4 лет. При этом 90% всех заимствований, привлеченных на внутреннем рынке, в настоящий момент представлено четырьмя выпусками облигаций объемом в среднем от 10 млрд. руб. до 20 млрд. руб.

Ликвидность

В 2006-2007 гг. Москва накопила существенную избыточную ликвидность. Денежные резервы составили 130 млрд. руб. к концу 2006 г. и 155 млрд. руб. к концу 2007 г., что превышает уровень прямого долга города по состоянию на 2006 и 2007 гг. Несмотря на то что управление всеми счетами города осуществляет Федеральное казначейство, город, имея статус донора федерального бюджета, может размещать избыточные средства на краткосрочных депозитах в банках на конкурсной основе. В 2007 г. Москва получила процентный доход в размере 10,9 млрд. руб. при средней ставке по депозитам в 6,4%. Наличие высокого уровня денежных резервов имеет большое значение для города в связи со значительными сезонными колебаниями бюджетных расходов. Около 50% общих расходов приходится на четвертый квартал года, а максимум в 25% всех расходов за год отмечается в декабре. Возникновение кассовых разрывов в конце финансового года усиливается тем, что городу приходится перечислять средства бюджетополучателям до 25 декабря, а крупные налоговые перечисления поступают 30 декабря.

Город тщательно отслеживает свои позиции ликвидности. Так как отчетность составляется с использованием кассового метода, она точно отражает общую финансовую позицию города с точки зрения потоков денежных средств. В случае возникновения срочной потребности в ликвидности или при недостатке денежных средств Москва может довольно быстро привлечь финансирование на внутреннем рынке (новый выпуск может быть проведен в течение 10 дней), при условии, что такой выпуск не будет выходить за рамки ограничений по задолженности, предусмотренных бюджетом. Кроме того, город может привлечь значительные

рублевые кредиты у Сбербанка и Банка Москвы.

Условные обязательства

Гарантии

В конце 2007 г. объем действующих гарантий, предоставленных Москвой, составлял 4,3 млрд. руб., что было эквивалентно 5% общего долга. В 2003-2007 гг. удельный вес гарантий был относительно стабильным. Около 47% гарантий номинировано в иностранной валюте и предоставлено компании ЗИЛ (расположенный в Москве автомобильный завод) для стабилизации финансовой ситуации и обеспечения производства, а 31% гарантий приходился на акционерную компанию «Новинский бульвар» (гарантии предоставлены для реструктуризации задолженности). Валютные гарантии охватывали период до 2011 г. Рублевые гарантии были предназначены для поддержки ипотечной программы города (объем 1,1 млрд. руб. с погашением в 2012 г.) и развития розничных сетей, нацеленных на население с низким уровнем дохода (программа объемом 1,15 млрд. руб. с погашением в 2015 г.). Fitch расценивает риск того, что по этим гарантиям будут предъявлены требования, как минимальный.

Расширенный госсектор

Расширенный госсектор Москвы включает в себя компании в 100-процентной собственности властей города, а также коммерческие предприятия, в которых Москва владеет долями акций. В 2005-2007 гг. власти города предпринимали значительные шаги, направленные на сокращение общего числа компаний в госсобственности, и приватизировали несколько пакетов акций.

Финансовые результаты компаний госсектора (2006 г.)

(млрд. руб.)	Всего активов	Чистый результат	Доходы	Финансовая задолженность
ГУПы	953,9	4,3	79,7	1,8
Компании с долей госсобственности >50%	85,9	15,9	53,5	16,6
Всего	1 039,8	20,2	133,2	18,4

Источник: Город Москва

По состоянию на 2005 г. городу напрямую принадлежало около 1 148 неконсолидированных госкомпаний, ведущих деятельность в различных отраслях экономики. К 2007 г. количество государственных предприятий в собственности города сократилось до 475 в результате реорганизации, банкротств и приватизации. В 2007 г. общее число госкомпаний продолжило снижаться, и на начало 2008 г. в Москве действовали лишь 432 госкомпании. К 2009 г. власти города намерены сократить общее число государственных компаний до 250.

По мнению Fitch, город имеет серьезные моральные обязательства по оказанию поддержки лишь некоторым таким компаниям. Это касается предприятий, предоставляющих москвичам основные виды социальных услуг, в частности, компаний общественного транспорта (Мосгортранс и Московский метрополитен) и коммунальных компаний (Мосгаз и Мосводоканал). В 2006 г. два других крупных государственных унитарных предприятия (компания тепло- и энергоснабжения Мосгортепло и Мосстеплоэнерго) были реорганизованы в акционерную московскую энергетическую компанию «МОЭК», в которой 100% акций принадлежит Москве.

Кроме того, Москва имеет акции в 447 компаниях, из которых 150 находятся в 100-процентной собственности города, а в 72 предприятиях городу принадлежат мажоритарные пакеты акций. В число крупнейших компаний входят МОЭК, автомобильный завод ЗИЛ, аэропорт Внуково, Московская страховая компания,

Московский шинный завод и авиакомпания Атлант Союз.

Кроме того, город имеет в прямой и непрямой собственности контрольный пакет акций Банка Москвы (рейтинги «BBB»/«F3»/«D»/«2»/прогноз «Стабильный»). На конец 2007 г. совокупные активы банка составляли 528 млрд. руб., а собственные средства - 48,6 млрд. руб. Общий объем обязательств составлял 479,5 млрд. руб., из которых 55,9 млрд. руб. приходилось на долгосрочные заимствования. По мнению Fitch, в случае возникновения у банка проблем с ликвидностью или других сложностей, городские власти с высокой степенью вероятности вмешаются и предоставят фондирование в форме взноса капитала или в какой-либо иной форме. У Банка Москвы более 100 отделений в городе.

Основные госкомпании (3 кв. 2007 г.)

(млн. руб.)	Нетто-результат	Финансовая задолженность	Кредиторская задолженность	Дебиторская задолженность	Полученные субсидии
Мосгаз	305	20	755	1 046	2,1
Мосводоканал	978	0	н.д.	н.д.	5,8
Московский метрополитен	1 722	0	4 084	868	32,5
Мосгортранс	284	0	н.д.	н.д.	10,4
Московская объединенная энергетическая компания	-905	183	11 605	9 942	0,4

н.д. = нет данных
Источник: город Москва

Совокупная задолженность госкомпаний, предоставляющих основные виды услуг городу (таких как транспорт, водоснабжение, канализация и дорожное строительство) в 2005 г. составляла 3,6 млрд. руб., а в 2006 г. - 1,8 млрд. руб. Совокупная задолженность компаний, в которых город владеет пакетами акций, к концу 2006 г. была равна 16,6 млрд. руб., при том что совокупная стоимость активов таких предприятий оценивалась в 85,8 млрд. руб., а совокупный доход достиг 53,4 млрд. руб. Нетто-результат компаний, в которых городу принадлежит более 50% акций, был положительным в 2006 г., хотя семь компаний имели убытки. Самые низкие финансовые результаты продемонстрировали компании Московский шинный завод и Атлант Союз. Самый высокий уровень долга имел автозавод ЗИЛ (6,9 млрд. руб.). Правительство города тщательно следит за 15 компаниями, которые, как полагают власти, могут оказаться не в состоянии выполнять свои долговые обязательства.

Потенциальный косвенный риск, связанный с государственными компаниями и компаниями, в которых город владеет пакетами акций, в определенной мере сглаживается за счет двух основных факторов. Во-первых, коммунальные и транспортные предприятия имеют лишь минимальный объем долгосрочных финансовых обязательств, и только у немногих из них имеется незначительный краткосрочный долг. При этом основную часть этого долга составляет кредиторская задолженность. Во-вторых, город как владелец этих предприятий принимает непосредственное участие в их управлении: директора компаний назначаются городскими исполнительными властями и подотчетны им. Кроме того, все заимствования таких предприятий должны быть одобрены и контролируются властями Москвы. Москва активно проводит реформирование и программу приватизации государственных унитарных предприятий. В соответствии с программой компании сначала акционируются, а затем осуществляется их продажа.

Приложение А
Город Москва

(млн. руб.)	Исполнение				
	2003	2004	2005	2006	2007
Налоги	263 389,0	316 966,4	431 467,1	634 913,6	806 146,5
Трансферты полученные	6 616,5	21 082,5	7 586,6	15 786,6	19 328,3
Сборы, штрафы и др. операционные доходы	55 519,0	41 710,9	52 738,5	59 742,7	73 397,9
Операционные доходы	325 524,4	379 759,9	491 792,3	710 442,9	898 872,7
Операционные расходы	-182 731,7	-258 431,3	-295 378,9	-394 389,4	-566 363,1
Операционный баланс	142 792,7	121 328,6	196 413,4	316 053,6	332 509,6
Финансовые доходы	1 317,6	1 422,5	3 446,0	7 574,8	14 972,3
Процентные расходы	-6 570,5	-7 459,4	-8 814,4	-9 084,8	-8 450,7
Текущий баланс	137 539,7	115 291,8	191 045,0	314 543,6	339 031,2
Капитальные доходы	19 902,73	19 798,63	41 289,11	42 764,63	46 364,70
Капитальные расходы	-113 251,07	-141 480,45	-204 577,79	-289 259,23	-358 721,41
Капитальный баланс	-93 348,3	-121 681,8	-163 288,7	-246 494,6	-312 356,7
Профицит (дефицит) перед движением долга	44 191,4	-6 390,1	27 756,3	68 049,0	26 674,5
Погашение долга	-17 310,5	-28 875,1	-34 133,9	-22 839,3	-23 360,3
Новые заимствования	36 096,5	48 850,0	21 538,5	31 666,8	22 453,9
Движение чистого долга	18 786,0	19 975,0	-12 595,3	8 827,5	-906,3
Общий финансовый результат	62 977,3	13 584,9	15 161,0	76 876,5	25 768,2
ДОЛГ					
Краткосрочный	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Долгосрочный	70 429,1	91 214,9	76 399,4	84 421,0	83 277,7
Прямой долг	70 429,1	91 214,9	76 399,4	84 421,0	83 277,7
+ прочая задолженность по классификации Fitch	8 165,2	7 339,8	6 607,4	5 493,8	4 561,9
Прямой риск	78 594,3	98 554,6	83 006,8	89 914,7	87 839,6
- денежные средства, ликвидные депозиты, фонд погашения задолженности или предварительное финансирование	30 979,9	43 869,2	52 802,0	129 756,9	155 525,1
Чистый прямой риск	47 614,4	54 685,4	30 204,8	-39 842,2	-67 685,5
Гарантии и прочие условные обязательства	4 433,5	4 925,6	5 869,0	4 907,1	4 274,9
Чистый непрямой долг (долги предприятий госсектора, без учета гарантий)	н.д.	н.д.	42 989,6	63 765,5	н.д.
Чистый общий риск	52 047,9	59 611,0	79 063,5	28 830,4	н.д.
Справка: прямой долг (%)					
В иностранной валюте	40,9	32,4	35,0	32,1	33,7
Ценные бумаги	91,5	97,5	99,8	100,0	100,0
Долг с фиксированной процентной ставкой	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

н.д. = нет данных
 Источник: город Москва

Приложение В
Город Москва

(%), если не указано иное	Исполнение				
	2003	2004	2005	2006	2007
Сравнительные финансовые показатели					
Операционный баланс/Операционные доходы (%)	43,87	31,95	39,94	44,49	36,99
Текущий баланс/Текущие доходы ^а (%)	42,08	30,25	38,58	43,81	37,10
Профицит (дефицит) перед движением долга/Всего доходов ^б (%)	12,74	-1,59	5,17	8,94	2,78
Общий финансовый результат/Всего доходов (%)	18,16	3,39	2,83	10,10	2,68
Прирост операционных доходов (изм. за год в %)	20,27	16,66	29,50	44,46	26,52
Прирост операционных расходов (изм. за год в %)	26,52	41,43	14,30	33,52	43,61
Прирост текущего баланса (изм. за год в %)	12,00	-16,18	65,71	64,64	7,79
Сравнительные показатели долга					
Рост прямого долга (изм. за год в %)	44,69	29,51	-16,24	10,50	-1,35
Процентные расходы/Операционные доходы (%)	2,02	1,96	1,79	1,28	0,94
Операционный баланс/Процентные расходы (х)	21,73	16,27	22,28	34,79	39,35
Обслуживание прямого долга/Текущие доходы (%)	7,31	9,53	8,67	4,45	3,48
Обслуживание прямого долга/Операционный баланс (%)	16,72	29,95	21,87	10,10	9,57
Прямой долг/Текущие доходы (%)	21,55	23,93	15,43	11,76	9,11
Прямой риск/Текущие доходы (%)	24,05	25,85	16,76	12,52	9,61
Общий чистый риск/Текущие доходы (%)	15,92	15,64	15,96	4,02	-6,94
Прямой долг/Текущий баланс (лет)	0,51	0,79	0,40	0,27	0,25
Прямой риск/Текущий баланс (лет)	0,57	0,85	0,43	0,29	0,26
Прямой долг/ВРП (%)	2,86	3,20	1,91	1,64	н.д.
Прямой долг на душу населения (руб.)	6 778	8 765	7 328	8 084	7 954
Сравнительные показатели доходов					
Операционные доходы/Бюджетные операционные доходы (%)	н.д.	н.д.	123,90	145,02	125,39
Налоговые доходы/Операционные доходы (%)	80,91	83,46	87,73	89,37	89,68
Изменяемые налоговые доходы/Всего налоговых доходов	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Текущие трансферты, полученные/Операционные доходы (%)	2,03	5,55	1,54	2,22	2,15
Операционные доходы/Всего доходов ^а (%)	93,88	94,71	91,66	93,38	93,61
Общий доход ^а на душу населения (руб.)	33 370	38 530	51 465	72 853	91 708
Сравнительные показатели расходов					
Операционные расходы/Бюджетные операционные расходы (%)	н.д.	н.д.	112,44	102,48	107,44
Оплата труда/Операционные расходы (%)	18,29	18,23	22,82	24,05	23,45
Текущие трансферты, проведенные/Операционные расходы (%)	57,56	63,62	42,03	37,00	35,80
Капитальные расходы/Бюджетные капитальные расходы (%)	н.д.	н.д.	103,74	178,72	119,30
Капитальные расходы/Всего расходов (%)	35,41	32,43	37,68	40,42	37,49
Капитальные расходы/ВРП (%)	4,61	4,96	5,11	5,62	н.д.
Всего расходов на душу населения (руб.)	30 783	41 919	52 077	68 524	91 391
Финансирование капитальных расходов (%)					
Текущий баланс/Капитальные расходы	121,45	81,49	93,39	108,74	94,51
Капитальные доходы/Капитальные расходы	17,57	13,99	20,18	14,78	12,92
Движение чистого долга/Капитальные расходы	16,59	14,12	-6,16	3,05	-0,25

^а С учетом финансовых доходов

^б Без учета новых заимствований

н.д. = нет данных

Источник: город Москва

© 2008 г. Владелец авторских прав: Fitch, Inc., Fitch Ratings, Ltd. и дочерние компании. 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 из иных 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 заверений и гарантий. Рейтинги Fitch представляют собой мнение относительно кредитоспособности ценной бумаги. Рейтинги не являются мнением относительно риска убытков вследствие каких-либо факторов, кроме кредитных рисков, за исключением случаев, когда это оговорено отдельно. Fitch не занимается размещением или продажей ценных бумаг. Отчет с обоснованием рейтингов Fitch не является проспектом эмиссии и не может рассматриваться в качестве информации, которая была подобрана и проверена эмитентом или его агентами и представлена 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. Обоснование рейтингов не является мнением относительно приемлемости рыночной цены или 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, поручителей, прочих заемщиков и андеррайтеров за присвоение рейтингов ценным бумагам. Размер такого вознаграждения, как правило, варьируется в пределах от 1 000 долл. до 750 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте) за эмиссию. В некоторых случаях Fitch присваивает рейтинг всем или нескольким эмиссиям эмитента, либо эмиссиям, застрахованным/гарантированным одним страховщиком/поручителем, за одно общее годовое вознаграждение. Размер такого вознаграждения обычно варьируется в пределах от 10 000 долл. до 1 500 000 долл. (или соответствующий эквивалент в другой валюте). Присвоение, публикация или распространение рейтингов Fitch не является разрешением агентства на использование его названия 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 более высокой эффективности электронных средств публикации и распространения информации, аналитические отчеты Fitch могут поступать подписчикам электронных версий до трех дней раньше, чем подписчикам печатных версий.