Світлана Дяченко,
аспірант кафедри економічної теорії
та історії економіки НАДУ

Ідентифікація та управління ризиками місцевих запозичень в Україні

У статті розглянуто різновиди ризиків місцевих запозичень, запропоновано механізми управління ними. Зазначено, що для мінімізації ризиків за місцевими позиками потрібно проводити комплексний аналіз фінансового і економічного стану потенційного позичальника та оцінку його кредитоспроможності.
Ключові слова: ризики місцевих запозичень, управління ризиками, обмеження місцевого боргу, зобов'язання муніципалітетів.

In the article the kinds of risks of municipal borrowings are considered, the mechanisms of managing of these risks are offered. It is marked that for minimization of risks of the municipal borrowings it is needed to conduct the complex analysis of the financial and economic position of potential borrower and estimation of his credit capacity.
Key words: risks of municipal borrowings, management of risks, limitation of local debt, obligation of municipalities.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими та практичними завданнями. У багатьох постсоціалістичних країнах у процесі децентралізації все більша частина зобов'язань з розвитку економічної і соціальної інфраструктури населених пунктів передається органам місцевого самоврядування. В Україні передача на місцевий рівень відповідальності з надання населенню найважливіших послуг у соціальній і комунальній сферах не підкріплюється, на жаль, передачею у відповідному обсязі фінансових коштів. Недофінансування систем теплопостачання, об'єктів водопостачання й водовідведення протягом останнього десятиліття призвело до їх катастрофічного фізичного і морального зношування. Міста відчувають брак фінансових ресурсів навіть для утримання муніципальної інженерної інфраструктури у відповідному стані [11].

У цьому сенсі важливим способом розв'язання зазначених проблем є розвиток ринку місцевих запозичень. Емісія муніципальних позик дозволяє успішно вирішувати багато щоденних питань, починаючи з будівництва доріг і комунікацій і закінчуючи розвитком комунального господарства, систем освіти і охорони здоров'я. Водночас, здійснюючи випуск місцевих

облігацій, варто пам'ятати, що, крім дійсної привабливості позик, органи місцевого самоврядування стикаються з відповідною проблемою ризикованості таких випусків. Поряд з цим в Україні існує низка специфічних труднощів перехідного періоду, таких як: економічна нестабільність, висока інфляція та недостатня розвиненість юридичної бази. Фінансовим ризикам можуть піддаватися всі учасники емісійного процесу, у першу чергу емітент муніципальних цінних паперів та інвестори. Усе це негативно позначається на готовності інвесторів вкладати кошти в муніципальні цінні папери та намірах емітентів брати на себе зобов'язання. Отже, основним напрямом дій щодо забезпечення привабливості місцевої позики для інвесторів є мінімізація ризиків, які виникають на всіх етапах життєвого циклу цього фінансового інструменту. Ці проблеми потребують детального аналізу аспектів ризикованості місцевих запозичень та розгляду шляхів управління ризиками з метою їх мінімізації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми, та виділення невирішених раніше питань. Вітчизняні та зарубіжні науковці, досліджуючи проблему розвитку муніципальних запозичень, тією чи іншою мірою торкались питання ризикованості відповідних боргових інструментів. Зокрема, О.Іваницька [7], В.Кравченко [9], О.Кириленко [8], А.Лучка [8], Б.Малиняк [8], В.Падалка [12], досліджуючи сучасний стан розвитку ринку місцевих запозичень в Україні крізь призму зарубіжного досвіду, підкреслюють проблеми надмірного боргу для фінансової стабільності. Д.Гриджук [3], Г.Данилін [4] розглядають причини, які перешкоджають розвиткові ринку місцевих запозичень в Україні, та підкреслюють, що надто жорсткі обмеження, встановлені чинним законодавством, стримують можливість українських міст запозичати. Разом із тим І.Акімова [1], Т.Вахненко [1; 10], І.Луніна [10], аналізуючи негативний досвід випуску муніципальних цінних паперів в Україні, наголошують на необхідності збільшення обмежень щодо випуску облігацій місцевої позики.

Таким чином, у науковій літературі досі існують різні підходи до розгляду природи та джерел виникнення ризиків за місцевими позиками, ступеня втручання держави у ситуаціях банкрутства муніципалітетів, встановлення обмежень рівня

місцевого боргу, що актуалізує подальші наукові пошуки шляхів розв'язання цих питань.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). *Метою* статті є створення впорядкованої системи класифікації ризиків місцевих запозичень та на цій основі розроблення ефективних механізмів управління ними.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Світова практика налічує безліч фактів, коли органи місцевої влади з різних причин не мали можливості як погасити зобов'язання перед кредиторами, так і здійснити соціальні виплати. До основних причин дефолтів органів місцевого самоврядування належать ризикована боргова політика місцевих органів влади, зростання позабалансового боргу, непрофесіоналізм окремих посадових осіб місцевого самоврядування, погіршення економічної ситуації в регіоні і кон'юнктури на фінансовому ринку, несприятлива політична ситуація.

Не уникнула муніципальних дефолтів і Україна. Найбільший резонанс викликав дефолт м. Одеси за облігаціями місцевої позики. Загалом одеська позика була однією з найневдаліших спроб залучити кошти від населення та юридичних осіб [7]. Прецедент, що мав місце, спричинив істотні зміни законодавчої бази, але окремі питання відносин між боржниками і кредиторами залишаються, як і раніше, законодавчо неврегульованими.

Досвід, накопичений різними країнами, відносно практики захисту прав кредитора в разі дефолту органу місцевого самоврядування і механізму виведення неплатоспроможного муніципалітету з кризи, свідчить про існування двох основних підходів. У ряді зарубіжних країн діють законодавчі акти про банкрутство органів місцевого самоврядування, а врегулювання неплатоспроможності шляхом активного втручання держави не застосовується і вважається порушенням прав місцевого самоврядування. У країнах, де процедури банкрутства муніципалітетів не існує, як правило, діють досить жорсткі законодавчі обмеження відносно місцевих запозичень, і посилюється роль центрального уряду при забезпеченні фінансового оздоровлення неплатоспроможного муніципалітету [14].

Наприклад, в США, де спеціальна процедура банкрутства органів місцевого самоврядування діє з 1934 р., втручання центрального уряду може полягати лише в наданні фінансової допомоги муніципалітету у разі виникнення реальної загрози дефолту. Ініціювати процедури банкрутства може лише орган місцевого самоврядування, отримавши попередню згоду більшості кредиторів. Неплатоспроможний муніципалітет, отримуючи при цьому тимчасову відстрочку для стабілізації системи місцевих фінансів і фінансового оздоровлення, залишається самостійним у вирішенні питань самоврядування, продовжує здійснювати свої функції і поступово розраховується з боргами [14].

В європейських країнах відновлення платоспроможності муніципалітетів відбувається здебільшого шляхом надання фінансової допомоги з вищестоящого бюджету і посилення контролю з боку держави. У Болгарії надання субсидій на покриття дефіциту відбувається лише за умови збільшення місцевих податків і зборів і зниження обсягів послуг, що надаються на місцевому рівні. У Німеччині діють органи з контролю за муніципалітетами з правом затверджувати річні бюджети муніципальних утворень. Затвердження бюджету з дефіцитом можливе лише у виняткових випадках, а субсидії, що надаються федеральними землями, мають бути повернені протягом двох років. У Франції система надання субсидій на покриття дефіциту передбачає фінансування винятково програм капітальних вкладень з метою фінансового оздоровлення регіонів. У Бельгії для нагляду за фінансовими показниками регіонів у муніципальне утворення може направлятися регіональний інспектор [14].

В Україні питання, що стосуються своєчасності й повноти платежів за боргами українських муніципалітетів, лише частково охоплені нормативно-правовим полем. Чинною нормативною базою, що регулює фінансово-кредитні відносини органів місцевого самоврядування в Україні, Бюджетним кодексом України [2], Законом України "Про місцеве самоврядування в Україні" [5], постановою Кабінету Міністрів України "Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів" [13] встановлено ряд обмежень на здійснення запозичень органами місцевого самоврядування. Насамперед, обмеження на право щодо залучення позикових коштів: позики

можуть здійснювати виключно міські ради і Верховна рада Автономної Республіки Крим, а на зовнішній ринок можуть виходити лише міста, чисельність населення яких перевищує 800 тис. осіб. Існує також обмеження, що встановлює граничний обсяг коштів з обслуговування боргу, - не більше 10% загального фонду бюджету міста-позичальника, і заборона на здійснення міською радою, яка порушила графіки платежів за боргами, нових запозичень протягом наступних п'яти років. При цьому українським законодавством не встановлений граничний обсяг муніципального боргу, а міра відповідальності міст у разі порушення зобов'язань (п'ятирічна заборона на здійснення запозичень) не є досить серйозним стимулом для мобілізації зусиль з метою погашення муніципального боргу. Це може призвести до неконтрольованого зростання муніципальних боргів, істотного віддалення термінів остаточного розрахунку міста-боржника з кредиторами, а також не унеможливлює відмови нових міських властей (після проведення чергових виборів у місцеву раду) платити за боргами попередників. Вітчизняне законодавство не дає інвесторам важелів впливу на органи місцевого самоврядування в разі дефолту за муніципальними позиками. Крім того, поряд з відсутністю процедури банкрутства органів місцевого самоврядування, роль держави в питаннях урегулювання муніципального боргу також обмежена [14]. Ці проблеми потребують детального аналізу аспектів, пов'язаних з ризикованістю місцевих запозичень, та розгляду шляхів мінімізації відповідних ризиків.

Отже, у процесі здійснення місцевих запозичень муніципалітети та кредитори стикаються з різними видами ризиків. Ризики муніципальних запозичень є комплексними та багатоаспектними: основними і похідними [12]. У загальному вигляді ризики можна розподілити на ризики емітента, ризики інвестора та ризики інших учасників емісійного процесу; а стосовно емітента - зовнішні, що виникають з незалежних від емітента причин, і внутрішні, що виникають у результаті діяльності емітента.

Можна виділити три основні групи ризиків - це макроекономічні ризики, правові ризики та ризик дефолту.

Макроекономічні ризики багатоаспектні. Це можливість настання фінансової кризи й економічного спаду у світі та, як наслідок, у країні. Ці ризики можуть спричинити зміни

фінансового стану міста. Зміна макроекономічної ситуації в країні впливає на фінансовий стан муніципалітету та на інвестиційні очікування кредиторів. Наслідком можуть бути паніка інвесторів, масовий продаж муніципальних цінних паперів та надання кредиторами фінансових ресурсів лише за надзвичайно високими цінами [12]. Відповідні ризики можуть бути пов'язані з діями центрального уряду, які можуть негативно вплинути на загальноекономічну ситуацію в країні, що знижує здатність емітента своєчасно покрити свої боргові зобов'язання. До цієї групи ризиків можна віднести інфляційний ризик, тобто ймовірність зростання інфляції в країні і, як наслідок, знецінення доходів від цінних паперів. Він супроводжує довгострокові проекти, в яких обчислюється вартість реалізації проектів без урахування інфляційної складової. Цей вид ризику особливо притаманний Україні [7]. Політичний ризик завжди існує в країні з нестабільним законодавством, де ймовірність зміни політичної ситуації може зруйнувати відносини між позичальниками та кредиторами. Особливо небезпечними місцеві запозичення є перед проведенням чергових виборів до місцевих органів влади. Потенційні позикодавці мають оцінити, як міська влада буде себе поводити в ситуації фінансової та політичної кризи. В Україні постійно діючим фактором політичного ризику стосовно розвитку ринку місцевих запозичень є можливість зменшення дотацій містам для збалансування національного бюджету або вилучення більшої частини місцевих доходів у центральний бюджет. Крім того, коригуванню постійно підлягає база місцевих податків та зборів, зокрема плата за комунальні послуги [7]. Валютний ризик - це ризик коливання валютних курсів або різкий обвал національної валюти, що останнім часом спостерігається в Україні; ризик втрат, пов'язаних зі зміною обмінних курсів валют при здійсненні запозичень на зовнішньому ринку. Також це можливість зміни ринкової кон'юнктури - зміни співвідношення між попитом і пропозицією на позичковий капітал у країні. Зростання пропозиції призводить до зниження ціни на позичковий капітал, а зменшення - відповідно до її підвищення [9]. Сюди ж можна віднести ризик фінансового ринку і відсотковий ризик - коли прибутковість вкладень в облігації виявляється нижчою порівняно з вкладеннями в інші цінні папери через зміну відсоткових ставок на фінансовому ринку.

Правові ризики зводяться до можливих змін форм власності на комунальне майно, що належить муніципалітету та може бути використане як застава за позикою [12]. Наявність забезпечення муніципальної позики комунальним майном, землею або майбутніми надходженнями до місцевого бюджету дає кредиторові додаткові гарантії виконання муніципалітетом своїх зобов'язань, але не позбавляє від труднощів при здійсненні стягнень на вищезгадану комунальну власність у разі відмови міста здійснювати розрахунки за позикою. Проблеми відшкодування збитків кредитора у разі дефолту за муніципальними позиками можуть бути пов'язані як із якістю майна, яке є предметом застави, так і з процедурою його відчуження. Крім того, відповідно до чинного законодавства, на певні види активів не може бути накладене стягнення на вимоги кредиторів. Це стосується, передусім, земельних ділянок. Згідно з положеннями Земельного кодексу України (ст. 83) органи місцевого самоврядування не можуть відчужувати землі загального користування, землі під/над транспортним сполученням, землі під об'єкти природно-заповідного, історико-культурного та оздоровчого фонду, лісогосподарського призначення, водного фонду та ін [6]. Якщо забезпеченням позики є майбутні надходження коштів до міського бюджету, то можливість здійснення стягнення на ці кошти викликає сумнів у зв'язку з відсутністю відповідного механізму, затвердженого законодавством [14].

Таким ризикам притаманні можливі судові позови на муніципалітети, які не виконали своїх зобов'язань за позиками. Особливо важливою є оцінка цього ризику при залученні коштів на зовнішніх ринках, оскільки кредитор та позичальник є резидентами різних держави їхня діяльність регламентується різними правовими нормами. У розвинутих країнах широко застосовується практика позову до судів. При цьому виникає небезпека появи непередбачуваних витрат, пов'язаних з відшкодуванням моральної та матеріальної шкоди за рішенням суду. Тому при здійсненні запозичень на зовнішніх ринках значну увагу необхідно приділити саме юридичній стороні справи. Для країн з перехідною економікою також характерні ризики, що виникають при частих змінах у нормах законодавства, що регулює ринок місцевих запозичень або ж, навпаки, за відсутності відповідних правових норм. В Україні цей вид ризику

існує через нестабільність, нечіткість та багатозначність тлумачення українського законодавства [7].

Ризик дефолту (неплатежу) також є комплексним - це ймовірність непогашення позичальником зобов'язань у повному обсязі або належних відсотків в обумовлені строки. Як свідчить практика, ризик неплатежу часто починається з появи з різних причин занепокоєння у кредиторів та інвесторів, їх бажання швидше продати свої облігації. А це, у свою чергу, створює ситуацію, коли доводиться погашати незаплановану частину боргу з поточного бюджету. Якщо сума боргу дуже велика, то виникає загроза банкрутства муніципалітету.

Ризик дефолту також пов'язаний з інфляційним ризиком, оскільки інфляція зменшує купівельну спроможність грошей і, як наслідок, зумовлює неможливість реалізувати заплановані проекти. У свою чергу, інфляція призводить до зниження платоспроможності споживачів. Ризик зміни платоспроможного попиту потенційних інвесторів виникає на стадіях розробки і реалізації емісійного проекту, особливо якщо запозичення орієнтовані на приватних інвесторів. Можливий також і ризик нерозміщення цінних паперів, який пов'язаний з низьким рівнем попиту на цінні папери, що викликаний відсутністю інтересу потенційних інвесторів. Або ж конкурентний ризик, пов'язаний зі зниженням попиту на випущені цінні папери, унаслідок появи конкуруючих фінансових інструментів.

Ще один аспект ризику дефолту - це ризик ліквідності муніципальних цінних паперів або можливість зміни коефіцієнта ліквідності. Коефіцієнт може зменшитись, коли темпи зростання заборгованості перевищують темпи зростання фінансових ресурсів муніципалітету, які можуть бути спрямовані на погашення такої заборгованості. При зниженні ліквідності цінних паперів інвестори будуть намагатися швидше їх продати, що спричинить зростання поточної заборгованості та збільшить витрати з поточного бюджету муніципалітету [12].

До цієї групи ризиків слід віднести фінансовий ризик. При зменшенні обсягів фінансових ресурсів, які потрібно спрямовувати на обслуговування боргу, постає проблема неплатежу за зобов'язаннями. Оцінюючи цей ризик, інвестори мають упевнитись у тому, що муніципалітет матиме достатній доход, щоб здійснювати регулярні виплати за позикою. Також слід враховувати періодичність надходжень та надійність джерел,

з яких вони надходять. Визначаючи фінансовий ризик, потрібно проаналізувати такі показники, як точність складання балансу бюджету міста на початку року; точність та глибина охоплення показниками фінансової звітності діяльності органів місцевого самоврядування; стабільність доходів від податків, зборів та інших джерел надходжень; гарантії за позикою та її покриттям [7].

Також у процесі запровадження доходного проекту варто визначити і проектний ризик, який пов'язаний зі зниженням фактичної рентабельності інвестиційного проекту, що фінансується за рахунок емісії муніципальних цінних паперів. Він виникає тоді, коли мета позики недостатньо продумана емітентом, не проведений економічний аналіз проекту, у тому числі оцінка його окупності. У разі нереалізації відповідного проекту не отримуються заплановані від нього доходи, які б дали змогу окупити витрати та погасити боргові зобов'язання. Проектний ризик пов'язаний з ринковим ризиком - можливістю розбіжностей між попередніми розрахунками економічних характеристик об'єкта, що фінансується, і реальною ринковою ситуацією. Отже, передусім оцінюється обґрунтованість самого проектного рішення. До уваги беруться технічна обґрунтованість проекту, досвід органів місцевого самоврядування у виконанні подібних проектів, те наскільки якісно здійснені розрахунки за фінансовим планом проекту, чи вистачить коштів у міста в подальшому на утримання об'єкта після реалізації проекту, чи достатня компетенція працівників органів влади для завершення проекту і т.ін. [7]. Для зниження проектного ризику необхідною є спільна робота організаторів позики і залучених при відборі інвестиційного проекту експертів.

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Отже, підсумовуючи викладене, можна зробити висновок, що наявність неврахованих боргових зобов'язань може згодом призвести до пікових навантажень на міський бюджет і, відповідно, зумовити труднощі у позичальника щодо забезпечення своєчасних і повних розрахунків за муніципальними позиками. Основним шляхом мінімізації ризиків за місцевими позиками є проведення комплексного аналізу фінансового і економічного стану потенційного позичальника і оцінка його кредитоспроможності. При цьому особливу увагу слід приділити оцінці рівня консолідованого

боргового навантаження на місцевий бюджет, наявності джерел погашення боргових зобов'язань, а також боргової політики органів місцевого самоврядування.

Наявність у муніципалітеті-позичальнику стратегії управління боргом дозволяє у процесі її реалізації істотно знизити рівень ризиків. До сфери управління муніципальним боргом належать питання обліку боргових зобов'язань, визначення обсягів і умов залучення позикових коштів, з точки зору забезпечення оптимальної структури боргу і мінімізації витрат на його обслуговування, підтримка економічно безпечного рівня боргового навантаження, забезпечення рівномірного графіка виплат за боргами [14].

Для уникнення небезпеки неплатоспроможності потрібно намагатися інвестувати ресурси у високоякісну систему управління містом, а саме: складання бюджету розвитку, створення електронної системи бухгалтерського обліку, для перевірки правильності обліку регулярно замовляти зовнішній аудит фінансових документів міста висококваліфікованими аудиторами. Потрібно регулярно складати власні звіти для оцінки розміру операційного профіциту, дотримуватись принципів фінансової прозорості. Обсяг боргу, кредитоспроможність і платоспроможність позичальника мають бути ретельно прораховані. Принципово важливим є співвідношення боргу і обсягу доходів відповідного місцевого бюджету. Існують різні підходи для обрахування обсягу безпечного місцевого боргу, його співвідносять з річними доходами місцевого бюджету. Як правило, він становить 30-40% річних доходів місцевого бюджету [9]. В Україні ж законодавчо обмежуються лише видатки на обслуговування боргу, а не сам розмір боргу. Тому це питання залишається невирішеним і суперечливим та потребує невідкладного врегулювання на законодавчому рівні, а також є предметом подальших наукових досліджень у даному напрямі.

Список використаних джерел

1. *Акімова І.* Становлення ефективної системи регулювання місцевих запозичень в Україні / І. Акімова, Т. Вахненко // Економіка, фінанси, право. - 2004. - № 5. - С. 15-22.

2. Бюджетний кодекс України від 21 черв. 2001 р. № 2542-III : офіц. текст із змін. [Електронний ресурс]. - Режим доступу : http:// zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi

3. *Гриджук Д.* Організація емісії облігацій місцевої позики. Погляд лід-менеджера / Д. Гриджук // Вісн. НБУ. - 2005. - № 2. - С. 23-25.

4. *Данилін Г.* Місцеві запозичення обіцяють прибутки кредиторам [Електронний ресурс] / Г. Данилін // Галиц. контракти. 2003. - № 20. - Режим доступу : http://www.kontrakty.com.ua/ukr/gc/ nomer/2003/20/10.html

5. Закон України про місцеве самоврядування в Україні : офіц. текст із змін. [Електронний ресурс]. - Режим доступу : http:// zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi

6. Земельний кодекс України від 25 жовт. 2001 р. № 2768-III : офіц. текст із змін. [Електронний ресурс]. - Режим доступу : http:// zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi

7. *Іваницька О. М.* Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури : монографія. - К. : Вид-во НАДУ, 2005. - 276 с.

8. *Кириленко О.* Історичний досвід і перспективи розвитку місцевих запозичень в Україні / О. Кириленко, А. Лучка, Б. Малиняк // Журн. європ. економіки. - 2005. - Т. 4 (№ 1). - № 3. - С. 82-104.

9. *Кравченко В.* Запозичення: боргова яма чи рятівне коло місцевого самоврядування в країнах зарубіжжя? / В. Кравченко // Проблеми трансформації територіальної організації влади : зб. матеріалів та док. / наук. ред. М. Пухтинський. - К. : Атіка, 2005. - С. 503-510.

10. *Луніна І.* Підвищення ефективності місцевих запозичень в Україні / І. Луніна, Т. Вахненко // Економіст. - 2005. - № 10. С. 38-41.

11. *Никифоров С.* Муниципальное кредитование в России [Электронный ресурс] / С. Никифоров // Журн. "Управа". - 15 апр. 2006. - Режим доступа : http://www.urbaneconomics.ru/publications/?mat_id=324

12. *Падалка В. М.* Ризики муніципальних запозичень / В. Падалка // Фінанси України. - 2005. - № 2. - С. 114-122.

13. Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів / [Електронний ресурс] : Постанова Кабінету

Міністрів України від 24 лют. 2003 р. № 207 : офіц. текст із змін. Режим доступу : http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi

14. *Самойлова Е.* Кредит-рейтинг монитор: Чем рискует инвестор, вкладывая средства в муниципальные облигации? [Электронный ресурс] / Е. Самойлова // Агентство "Кредит-Рейтинг". Аналитические статьи. - 29 авг. 2008 р. - Режим доступа : http://www. credit-rating.com.ua/ru/Analysis.html?_m=publications &_t=r ec&id=4588