

ним з класичних прикладів "чистого" проектного фінансування є проект "Євротунеля", що з'єднав Великобританію з європейським континентом. Цей проект заснований на інвестиціях приватного сектора, без участі державних органів та міжнародних організацій. Загальний обсяг фінансування проекту склав 7 млрд. фунтів стерлінгів. В проекті взяло участь 198 банків 15 держав.

Високі темпи економічного зростання, характерні для розвитку світового господарства в першій половині 90-х років, обумовили велику потребу форм проектного фінансування. Перш за все вона стосувалась ринків, що розвиваються. До світової фінансової кризи 1997-1998 років лідерами на світовому ринку проектного фінансування були країни Південно-Східної Азії. В 1996 році в Гонконгу було реалізовано 36 інвестиційних проектів обсягом 19, 3 млрд дол., в Індонезії – 72 проекти обсягом 14,1 млрд дол., в Таїланді – 31 проект обсягом 9,4 млрд дол. Всього в 1996 році в азіатських країнах було профінансовано 400 інвестиційних проектів на суму 86,2 млрд дол. Це більше, ніж в країнах європейського та американського континентів [2].

Наприкінці 90-х років азіатські країни втратили свої позиції і лідерами знову стають США та західноєвропейські країни. Але останнім часом азіатські (Китай, Філіппіни, Малайзія, Індонезія) та східноєвропейські країни, відійшовши від кризових явищ, знову намагаються забезпечувати високі темпи економічного зростання за рахунок залучення іноземних інвестицій.

Враховуючи глобальний характер проектного фінансування, варто зазначити, що воно широко використовується Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР) та Світовим банком для фінансування великих проектів, пов'язаних з розробкою природних багатств в країнах, що розвиваються, а також для фінансування ряду проектів в країнах Східної Європи, які зазнають дефіцит капітальних ресурсів. Застосування проектного фінансування забезпечує позичальникам необхідні гарантії, захищає їх від різного роду ризиків.

Проектне фінансування є відносно новою формою довгострокового банківського кредитування. Хоча використовується термін "проектне фінансування", мова, по суті, йде про особливу форму кредитування проектів на певний строк при забезпеченні повернення вкладених коштів доходами від експлуатації даного об'єкту. Специфіка цієї форми кредитування також визначається тим, що основні етапи інвестиційного циклу пов'язані між собою: гарантії, зобов'язання та інтереси учасників проекту узгоджені та входять до компетенції банку-кредитора.

Як правило, для вдалого виконання проекту використовуються різні комбінації видів боргового та дольового,

внутрішнього та зовнішнього фінансування, гарантій та організаційних структур, а також різні стандартні форми та схеми фінансування великих проектів. Прикладами можуть слугувати великомасштабні інфраструктурні проекти (проекти будівництва великих електростанцій, автомобільних та залізничних доріг, аеропортів тощо).

Окрім проектів створення інфраструктури всіх типів (соціальної, виробничої, інформаційної тощо) такі механізми та схеми проектного фінансування починають все частіше застосовуватись для широкого кола проектів, починаючи з розробки нафтових та газових родовищ чи інших природних ресурсів та закінчуючи будівництвом та управлінням великих готелів.

Специфічні умови розвитку української економіки породжують деякі особливості організації проектного фінансування. Перш за все, це відноситься до організаційно-правових форм реалізації проекту. Ініціатор проекту, якщо він розраховує на швидкий успіх, має бути наближеним до владних структур. Деяким українським банкам це не під силу. Тому успіх буде на боці банківських об'єднань – консорціумів. В такі консорціуми можуть увійти й фірми-учасники проекту. Але головна роль має належати комерційним банкам.

Більш активно банки беруть участь у фінансуванні інвестиційних проектів в межах фінансово-промислових груп, коли кредитується підприємство, на яке банк має безпосередній вплив. Це полегшує процедуру контролю за реалізацією проекту та погашення кредиту. Наступний крок – участь українських банків у міжнародних банківських консорціумах при фінансуванні серйозних об'єктів, що мають міжнародне значення.

Зростаюче застосування різних форм проектного фінансування має значно розширити можливості залучення іноземних інвестицій в Україну. Проектне фінансування стає одним з головних напрямів діяльності іноземних банків на території нашої держави. Для України проектне фінансування може стати ефективним дієвим інструментом перш за все по відношенню до довгострокових інвестиційних проектів.

1. Катасонов В.Ю., Морозов Д.С. Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование. — М., 2000. — С. 15. 2. Capital DATA Project Finance. Ware, 1999. 3. Шенаев В.Н, Ирнязов Б. С. Проектное кредитование. Зарубежный опыт и возможности его использования в России. — М.: "Консалтбанк", 1996. — 120с. 4. Benoit Philippe. Project Finance at the World Bank. An Overview of Policies and Instruments. — World Bank Technical Paper Number 312, The World Bank, Washington, D.C. — 1996. — 110 pp. 5. Tax and Project Finance. Special Issue // International Business Lawyer. — May 1998. — Vol. 26. — № 5. — Pp. 193–240. 6. Philip R.Wood. Project Finance, Subordinated Debt and State Loans. — London, Sweet & Maxwell. — 1995. — 308 pp.

Надійшла до редколегії

О.Д. Рожко, асп.

ІННОВАЦІЙНІ МЕХАНІЗМИ В УПРАВЛІННІ ДЕРЖАВНИМ КРЕДИТОМ: ДОСВІД ЗАРУБІЖНИХ КРАЇН

У статті визначаються особливості застосування різноманітних механізмів управління державним кредитом. Розглядається досвід зарубіжних країн щодо реструктуризації боргів.

The peculiarities of application of different mechanisms of the public credit management are determined in this article. The experience of the international countries in transformation of the debts are considered.

В умовах переходу України до ринкової економіки одним із пріоритетних завдань фінансової політики повинна стати модернізація системи управління державним кредитом, який є потужним джерелом фінансових ресурсів для реалізації інвестиційних, інноваційних та соціальних програм розвитку економіки України. Головною метою при цьому є не лише ефективне використання позикових коштів, а й дотримання оптимального

співвідношення між зовнішнім та внутрішнім боргом, що впливає на стан фінансової безпеки країни. Зовнішній борг займає приблизно 70 % у загальній структурі державного боргу України, що підкреслює необхідність пошуку та застосування новітніх методів реструктуризації (перетворення) зовнішнього боргу. У той же час країни, що розвиваються, накопичили значний досвід реструктуризації державних боргових зобов'язань. Процедура

реструктуризації, у різних її формах, дозволила ряду країн розв'язати проблему непомірних витрат на обслуговування державного боргу, домогтися довіри інвесторів, досягти фінансової стабілізації й, відповідно, забезпечити умови для подальшого припливу на внутрішній ринок іноземних інвестицій.

Теоретичним основам та аналізу світової практики застосування інноваційних механізмів реструктуризації державних запозичень присвятили свої праці такі знані вітчизняні та зарубіжні вчені як: В. Базилевич, О. Барановський, А. Вавілов, Т. Вахненко, М. Енг, Н. Кравчук, І. Луніна, І. Лютий, Р. Масгрейв, А. Саркісянц, Л. Федякіна та інші. Варто відзначити, що в Україні ще недостатньо досліджено економічні наслідки застосування деяких інструментів реструктуризації боргів в умовах трансформаційної економіки. Саме це зумовлює актуальність статті.

Метою статті є комплексне дослідження економічних наслідків застосування різноманітних механізмів в управлінні державним кредитом, зокрема перетворення (реструктуризації) державних боргових зобов'язань.

При написанні статті використовувалися загальнонаукові методи пізнання та взаємозалежності економічних процесів та явищ, під час дослідження особливостей дії різних механізмів реструктуризації боргів застосовувався метод аналізу і синтезу.

У світовій практиці існує цілий ряд механізмів обміну боргів на інші економічні цінності, як у країні-боржнику, так й у міжнародному співтоваристві. У першому випадку використовуються такі види боргової конверсії, як обмін боргових зобов'язань на придбання акцій підприємств (debt-for-equity), облігацій/цінних паперів (debt-for-bonds), викуп боргів (debt-for-buy backs), обмін одних боргів на інші (debt-for-debt swaps), обмін боргів на проведення різних програм і заходів у сфері розвитку економіки (debt-for-development), освіти (debt-for-education). У другому – діє, так званий, вторинний ринок боргів, де можна виставити на продаж борги й/або придбати їх за ринковою ціною (нижче номіналу).

У переговорах про реструктуризацію боргів використовуються різні форми перетворення боргових цінностей, наприклад, у політичні цінності – демонстрація успішного проведення соціальних й економічних реформ, зовнішньоторговельні поступки, проведення заходів щодо демілітаризації країни.

В 1980-і роки з'явилися механізми обміну боргів на екологічні цінності (обміни "борги на проведення природоохоронної діяльності" (debt-for-nature swaps) – БНП.

Типова схема перетворення боргів включає три етапи:

1. Купівля державного боргу із знижкою від номінальної величини агентством по наданню допомоги або соціально-економічному розвитку, неурядовою організацією або комерційним інвестором.

2. Ліквідація боргу в обмін на його виплату із знижкою або передачею покупцеві боргу урядом-боржником у місцевій валюті або активами.

3. Використання отриманих у місцевій валюті коштів агентством по наданню допомоги або соціально-економічному розвитку, неурядовою організацією або інвестором для фінансування інвестиційного або соціально-економічного проекту в країні-боржнику.

Механізм перетворення боргів звичайно включає 3 зацікавлені сторони: країну-кредитора (представлена уповноваженим банком), країну-боржника (представлена уповноваженим банком, відповідним підрозділом в уряді й неурядовою організацією, що разом з ними й/або з іноземним інвестором готує проектну пропозицію) і покупця боргу (інвестор, донор, комерційна компанія, агентство по соціально-економічному розвитку, неурядова організація).

Для реструктуризації боргу звичайно укладається угода між країною-боржником й її кредиторами, що може включати наступні елементи (на прикладі Швейцарської коаліції по реструктуризації боргів): коефіцієнт перерахування валюти боргу в місцеву валюту, організацію виплат країною-боржником, пріоритетні сектори реалізації проектів, управлінську структуру фонду фінансування проекту й вимоги до фінансової й іншої звітності.

Зазвичай використовуються наступні механізми перетворення боргів:

1. Обміни "борги на фінансові інструменти" (debt-for-financial instruments): борги обмінюються на облігації, векселі у вигляді одноразової угоди або траншів.

2. Обміни "борги на проведення законодавчих, економічних й інших реформ" (debt-for-policy reform): відбувається ліквідація боргів в обмін на проведення або зміну економічної, соціальної або іншої політики урядом-боржником.

3. Обміни "борги на створення фондів у місцевій валюті" (debt cancellation for local currency funds/ debt for counterpart funds). У цьому випадку агентство по соціально-економічному розвитку (АР) не інвестує свої кошти для покупки боргу із знижкою, а списує борг країни-боржника в обмін на створення нею фонду в місцевій валюті, який потім виділяє кошти місцевим і міжнародним АР для виконання проектів соціально-еколого-економічного розвитку в країні-боржнику.

4. Обміни "борги на виконання проектів розвитку" (debt-for-development conversion). Зазвичай, це проекти в галузі освіти, охорони здоров'я, підтримки малого й середнього бізнесу, міської й сільської інфраструктури, збереження навколишнього природного середовища.

Існує думка, що обміни "борги на активи" є більш вигідними кредиторам і заохочуються ними, а обміни "борги на виконання проектів розвитку" приносять вигоду третій стороні в країні-боржнику або місцевій установі. Виключенням є ситуація, коли ініціатива таких обмінів виходить від міжнародних природоохоронних організацій [1, с. 3].

Таким чином, обміни "борги на виконання проектів розвитку" приносять кошти, що сприяють досягненню довгострокових цілей країни-боржника у сферах, які традиційно не одержують достатнього фінансового забезпечення. Тому ініціатива в цьому випадку повинна йти від боржника.

5. Обміни "борги на активи" (debt-for-equity swaps). Такі операції, у їхньому сучасному вигляді, уперше були реалізовані в країнах Латинської Америки в 1980-х роках і стали відповіддю на боргову кризу, що вибухнула. Країни регіону були більше не в змозі обслуговувати свої зовнішні борги, і необхідно було знайти механізм, що дозволив би врегулювати кризу з найменшими втратами для сторін. Одними з таких механізмів стали обміни "борги на активи", які однаково влаштовували й боржників, і кредиторів, і були успішно реалізовані в декількох країнах, особливо в Чилі.

Суть обміну "борги на активи" полягає у тому, що інвестор купує деяку суму державного боргу на вторинному ринку й потім обмінює цей борг, з певною знижкою, на валюту даної країни, вкладаючи отримані кошти в акції приватизованих підприємств.

Для обмінів "борги на активи" велике значення мають грошова оцінка й вартість активів, а також законність їхньої передачі. Даний вид перетворення боргів вимагає відповідної правової бази, чіткої програми приватизації, соціального захисту, участі іноземного капіталу та визначення прав власності для іноземців.

6. Викуп боргів (debt-for-buy backs). Цей вид реструктуризації боргу являє собою операцію по викупу дер-

жавою своїх власних боргів на вторинному ринку боргу або, рідше, у прямих кредиторів [2, с.65]. Звичайно для цього треба домогтися підписання угоди про реструктуризацію боргів із закордонними комерційними банками й одержати їхню санкцію. Світовий Банк звичайно підтримує такі угоди, виділяючи кошти й пільгові кредити.

Особливістю цієї операції в порівнянні з обмінами "борги на активи" є те, що держава використовує свої валютні резерви для купівлі своїх зобов'язань на вторинному ринку. Це дозволяє державі одержати всю знижку вторинного ринку боргів, що робить викуп боргів особливо привабливим для неплатоспроможного уряду.

Для країни-боржника викуп боргу – саме вигідне рішення проблеми зовнішнього боргу. Однак, такий варіант не влаштовує кредиторів. Банки звертають увагу міжнародних фінансових інститутів й урядів на те, що, на їхню думку, ціна боргу на вторинному ринку є значно заниженою.

7. Обміни "борги на проведення природоохоронної діяльності" (debt-for-nature swaps) – БНП. Хоча обміни БНП можна вважати різновидом механізму перетворення боргів, є істотна відмінність: дані обміни не націлені на одержання прибутку. Більше того, при БНП відсутня передача власності або репатріація капіталу закордонному інвесторові.

Протягом останнього десятиріччя обмін БНП викликав цілий ряд країн, що розвиваються: Бразилія, а також такі східноєвропейські країни з ринковою економікою, як Польща й Болгарія.

Обміни БНП є, по суті, ринковим механізмом здійснення природоохоронної діяльності, що має як національне, так і наднаціональне, глобальне значення [3, с.136]. Мається на увазі, що країнах із розвинутою ринковою економікою є "попит" на те, щоб у країнах-боржниках зберігалися заповідні території, і проводилася адекватна природоохоронна діяльність. Відповідно, країни-боржники готові більше піклуватися про природу й вкладати в це частину своїх коштів, одержуючи в обмін на це істотно більше скорочення боргів.

Обміни "борги на проведення природоохоронної діяльності" – це одне із джерел фінансування екологічної діяльності в умовах значної зовнішньої заборгованості країни й спосіб зменшення державного боргу в обмін на екологічні інвестиції.

Механізм обмінів БНП був уперше викладений у статті віце-президента WWF Т. Лавджоя "Екологія країни-боржника" у газеті "Нью-Йорк Таймс" від 4 жовтня 1984 р. [4, с.31]. Цей механізм полягає в тому, що країна-кредитор домовляється із країною-боржником про підписання угоди, відповідно до умов якої перша сторона (кредитор) списує борг або його частину в обмін на зобов'язання іншої сторони (країна-боржник) вкласти відповідну суму в місцевій валюті в збереження природи й раціональне природокористування. Таким чином, борги країни-боржника з певною знижкою купує у кредитора (а точніше у банка-кредитора) міжнародна неурядова організація, наприклад Всесвітній фонд дикої природи (WWF), і обмінює на зобов'язання країни-боржника фінансувати вітчизняні екологічні програми в місцевій валюті.

В Україні існують передумови для здійснення обмінів "борги на проведення природоохоронної діяльності". У проведенні таких обмінів потенційно зацікавлені всі сторони, і Україна, і банки-кредитори, і природоохоронні організації. Тим часом, специфіка українських умов,

зокрема, відсутність організованого вторинного ринку зовнішнього боргу, відсутність досвіду проведення подібних операцій й операцій по викупу боргів, а також іноді напружені відносини з міжнародними фінансовими інститутами, може позначитися на ймовірності проведення перших операцій БНП. З огляду на складну екологічну й економічну ситуацію, постійну нестачу коштів на фінансування природоохоронних заходів в Україні, обміни БНП можуть стати унікальним й ефективним інструментом, що дозволить залучити значні кошти на захист природи, одночасно зменшуючи тягар зовнішнього боргу.

У результаті значного зростання державної заборгованості (як перед внутрішніми так і перед зовнішніми кредиторами) та неможливості фінансування державного боргу за рахунок доходів бюджету Уряд України (Міністерство фінансів) у 1998 році здійснив конверсію ОВДП. Комерційні банки погодилися на проведення добровільної програми обміну короткострокових ОВДП вартістю 803 млн. грн. на довгострокові деноміновані у гривнях конверсійні державні облигації (КОВДП). Учасником цієї програми було запропоновано 40 % річний дохід протягом першого року та плаваючу ставку доходу у наступні роки. Наступним кроком проведення реструктуризації державного боргу стала конверсія державних цінних паперів, придбаних нерезидентами. Інвесторам, які володіють фінансовими інструментами з гарантованим обмінним курсом запропонували виплатити 20 % поточної вартості належних їм ОВДП та СОВДП, а на 80 %, що залишилися – видати деноміновані у доларах США єврооблігації строком на 2 роки. Дохідність цих єврооблігацій становила 20 % річних [5, с.735]. У 2000 році перед Україною знову постала загроза дефолту і Уряд знову застосував реструктуризацію державних боргів. Унаслідок здійснених конверсій відношення витрат з обслуговування та погашення державного зовнішнього боргу до доходів Державного бюджету зменшилося з 36,9 % до 14,9 %.

Наслідки проведення операцій з перетворення державних запозичень були досить суперечливими: з одного боку – зниження навантаження на державний бюджет та уникнення "банкрутства" держави, а з іншого – втрата довіри кредиторів та зниження кредитних рейтингів України.

Отже, не зважаючи на те, що на даний момент в Україні проводиться зважена боргова політика і не існує значної загрози фінансовій безпеці країни, Уряду необхідно зосередити увагу на зменшенні боргових виплат і зростанні інвестиційно-інноваційного розвитку держави. При цьому може стати у нагоді багатий світовий досвід врегулювання заборгованості приватним кредиторам. Ефективним інструментом для досягнення цієї стратегічної цілі є, на нашу думку, обмін "боргові зобов'язання на активи держави". Крім зниження боргового тягара Україна може отримати зростання іноземних інвестицій та суттєво модернізувати реальний сектор економіки.

1. Mukherjee M. How can debt swaps be used for development? Financial advisory service working papers. The World Bank. WPS 895, April 1992.
2. Buckley R. P. Debt Exchanges Revisited: Lessons from Latin America for Eastern Europe. Northwestern Journal of International Law & Business, № 18:655, 1998.
3. Chambers P., Jensen R., Whitehead J. Debt-for-Nature swaps as non-cooperative outcomes. Ecological Economics, vol.19, No.2, 1996.
4. Lovejoy T., Aid debtor nation's ecology. New York Times, 4 October 1984.
5. Міжнародні фінанси: Підручник/ за ред. О.І. Погача. – К.: Либідь, 2003. – 784с.

Надійшла до редколегії 01.09.05