



**СЕРГЕЙ ПАХОМОВ**  
председатель Комитета государственных  
заимствований г. Москвы

## МЕЖДУНАРОДНАЯ ПРАКТИКА КОЛЛЕКТИВНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ И УПРАВЛЕНИЯ РЕГИОНАЛЬНЫМ И МУНИЦИПАЛЬНЫМ ДОЛГОМ

К настоящему моменту в странах Западной Европы сложилась эффективная система муниципальных и региональных заимствований и управления ими в виде финансовых институтов, которые, несмотря на свою узкую специализацию, стали крупнейшими в плане финансовых активов и наиболее надежными по кредитному рейтингу не только в своих странах, но и в масштабах мирового финансового рынка

Данные финансовые институты представляют собой учреждаемые европейскими государствами и муниципалитетами банки и финансовые агентства. Функционирование подобных организаций в настоящее время жестко и эффективно регулируется национальным законодательством, обеспечивается многоступенчатой системой финансовых гарантий, в том числе и государственных. Через эти финансовые структуры европейские муниципалитеты, за исключением крупнейших европейских столиц, выходят на рынок внутренних и внешних заимствований совместно. Наиболее успешно такие финансовые институты действуют во Франции, Голландии и в странах Скандинавии.

Рынок муниципальных и региональных облигационных займов в Европе развивается бурными темпами. В 1999 г. он не достигал 12 млрд евро, в 2002 г. превысил 42,8 млрд евро, а в 2003 г., по про-

гнозам, должен составить не менее 60 млрд евро. Фактически на еврооблигационном рынке появился новый класс ценных бумаг. Наибольшее количество эмиссий было проведено земельными правительствами Германии, 88% всех облигационных заимствований Европы до 2003 г. пришлось на их долю. В этом случае уверенно лидирует Северный Рейн — Вестфалия, где в 2002 г. было осуществлено 32 облигационных займа общим объемом более 9,5 млрд евро. Второе место занимают итальянские провинции, для которых характерен новаторский подход к заимствованиям. В 2002—2003 гг. они активно использовали для привлечения займов разные виды структурного финансирования, в том числе и выпуск облигаций, обеспеченных секьюритизацией их активов и будущих бюджетных финансовых потоков. Лидируют Ломбардия и Лацио. Регион Лацио в начале 2003 г. успешно разме-

стил еврозаем объемом 1,1 млрд евро, обеспеченный будущими субсидиями со стороны центрального правительства для покрытия дефицита расходов по программам здравоохранения.

### ФРАНЦИЯ. ГРУППА DEXIA: НА ПУТИ К ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Крупнейшей структурой Европы, обслуживающей нужды муниципалитетов и региональных правительств, является международная банковская группа *Dexia Group*, которая в настоящий момент входит в состав 25 крупнейших европейских банковских объединений, контролирует 42% рынка муниципального финансирования во Франции, 45% — в Бельгии, 20% — в Италии и обладает консолидированными активами более чем в 337 млрд евро. Группа создана в 1996 г. французским банком *Credit Local de France S.A.* («Креди

Локаль де Франс», КЛФ) с общей суммой активов в 95 млрд долл. вместе с бельгийским муниципальным банком *Credit Communal de Belgique* («Креди Коммуналь де Бельжи», ККБ) — 114 млрд долл. активов. Структура собственности этой банковской группы широко диверсифицирована. 52% акций обращаются на открытом рынке и находятся в руках большого количества акционеров. Остальные распределены между финансовыми институтами, контролируемые французскими, бельгийскими и голландскими муниципалитетами.

Названная банковская группа переживает период активной международной экспансии, сохраняя при этом свою узкую специализацию — финансирование местных органов власти. Через *Dexia Group* и напрямую через КЛФ приобретены значительные доли участия в ряде банков, занимающихся муниципальным и региональным финансированием в разных европейских странах и в США. Так, КЛФ контролирует 49% акций австрийского муниципального банка *Oesterreichische Kommunalkredi AG*.

В июле 1998 г. *Dexia* приобрела 40% акций ведущего испанского муниципального банка *Banco de Credito Local de Espana*. В 1999 г. создано Муниципальное агентство *Dexia (Dexia Municipal Agency)*. В 2001 г. в состав группы вошла также *Financial Security Assurance Inc.* (далее — *FSA*), крупнейшая в США компания, страхующая американские муниципальные облигации в целях повышения кредитоспособности американских муниципальных эмитентов, контролирующая 27% американского рынка этих услуг. Данные организации заслуживают того, чтобы на их деятельности остановиться подробнее.

**FSA** — американская страховая компания, в задачи которой входит предоставление гарантий облигационным займам муниципальных эмитентов через страхование риска их непогашения. Компания является мировым лидером в организации размещения и страхования структурированных облигационных займов, обеспеченных активами (*Asset Backed Securities*).

Необходимость предоставления дополнительных финансовых гарантий такой категории займов обусловлена тем, что в их структуре, как правило, участвуют несколько источников секьюритизируемых потоков наличности, которые различаются по степени риска. Методология рейтинговых агентств в таких случаях требует, чтобы рейтинг, присвоенный всему займу, не был выше рейтинга самого слабого звена всей структуры, что не может удовлетворить эмитента и значительно повышает стоимость привлекаемых ресурсов. Гаран-

тия со стороны *FSA* автоматически означают присвоение всему займу рейтинга AAA.

Портфель облигаций местных органов власти для осуществления муниципальных проектов в самых разных областях со всего мира (США, Великобритания, Португалия, Франция, Испания, Австралия), гарантированный *FSA*, превысил в 2002 г. 200 млрд долл. Общий портфель застрахованных займов превысил в 2002 г. 357 млрд долл. Почти 50% гарантий выдано муниципалитетам США, 35,5% — структурированным проектным займам в США, которые обеспечены залогом финансовых потоков, 14,4% составляют гарантии муниципальным займам и проектам за пределами США.

Для ведения операций в Австралии и ЕС были созданы дочерние предприятия, которые также имеют кредитный рейтинг высшей категории AAA. *FSA* предоставила гарантии облигационным займам, направленным на осуществление проектов по строительству дорог, аэропортов, больниц, объектов электроснабжения, водоснабжения, канализационных сетей, по переработке и утилизации мусора, по строительству общественных зданий, дворцов конгрессов, модернизации университетов.

Гарантия облигационных займов со стороны *FSA* дает им международный кредитный рейтинг высшей категории AAA, хотя сам эмитент таким рейтингом не обладает, а подчас и вообще не имеет рейтинга (как некоторые французские провинции). Не следует, однако, полагать, что *FSA* дает свои гарантии кому угодно: 89% портфеля гарантий компании предоставлены эмитентам с рейтингом AA и выше. Именно качество этого портфеля и жесткие процедуры отбора и контроля обеспечивают высшую категорию международного кредитного рейтинга [1].

Особый интерес для нас представляет созданное в сентябре 1999 г. Муниципальное **агентство *Dexia***, задачей которого является выпуск ипотечных облигаций и получение средств для финансирования европейских региональных и муниципальных проектов через структуры *Dexia*. Интересной чертой юридического статуса агентства является его полная изоляция от угрозы возможного банкротства учредившего его французского банка *Dexia Credit Local*. Облигации с особым статусом обеспечения (*obligations foncieres*), выпускаемые Муниципальным агентством *Dexia*, имеют максимально возможный кредитный рейтинг AAA, хотя у самого агентства никакого кредитного рейтинга нет.

Деятельность *Dexia* регулируется принятым во Франции в июне 1999 г. законом об облигациях, обеспеченных денеж-

ными потоками от ипотечного кредитования и кредитования местных органов власти. В соответствии с этим законом могут создаваться финансовые институты с особым статусом (*Societe de Credit Foncier*), обладающие монопольным правом на выпуск облигаций с особым статусом обеспечения и имеющие иммунитет от банкротства, поскольку на них не распространяются положения французского законодательства о банкротстве.

К концу 2003 г. Муниципальное агентство *Dexia* выпустило таких облигаций на 31 млрд евро [2]. Фактически агентство выпускает облигационные займы, обеспеченные секьюритизированными кредитами, которые выдает банк *Dexia Credit Local* и другие банки группы в рамках финансирования ипотечного жилищного строительства, проектов местных органов власти Франции и прочих стран ЕС. Такой портфель кредитов оценивается рейтинговыми агентствами как наименее рискованный и наиболее обеспеченный гарантированными денежными потоками и залогом имущества.

## ДАНИЯ. КРЕДИТНЫЙ КООПЕРАТИВ В РОЛИ ДОЛГОВОГО АГЕНТСТВА МУНИЦИПАЛИТЕТОВ

Муниципалитеты Дании имеют право выпускать на финансовые рынки свои долговые обязательства в соответствии с правительственным Декретом № 343 от 5 мая 1994 г., который накладывает на местные органы власти достаточно жесткие ограничения в отношении привлечения займов. Финансовые ресурсы могут привлекаться с рынков только на одобренные государством категории капитальных проектов, прежде всего на развитие электростанций, газоснабжения, водоснабжения, приобретение земли, реконструкцию городов, улучшение окружающей среды и строительство домов для престарелых. Декрет регулирует заимствования муниципалитетов в иностранной валюте и процедуру заключения ими контрактов своп для страхования валютных рисков. Местные органы власти регулярно предоставляют аудиторские отчеты центральному правительству для подтверждения легитимности целевого использования заемных средств.

Для выхода на финансовые рынки датские муниципалитеты активно используют старейший из скандинавских муниципальных банков — банк *KommuneKredit*, созданный в 1898 г. специальным законодательным актом датского парламента.

*KommuneKredit* принадлежит своим членам, в число которых входят все датские муниципалитеты и 13 из 14 регио-

нальных округов. В соответствии с законодательством датские местные власти не могут объявить себя банкротами. Единственной целью банка является кредитование муниципалитетов и региональных округов — членов банка (выдача кредитов строго ограничена только кругом членов *KommuneKredit*). Привлечение средств на финансовых рынках, банк затем должен все без остатка использовать на указанные выше цели. Члены *KommuneKredit* (все вместе и каждый в отдельности) являются гарантами всех обязательств банка. Банк в соответствии с законом может выдавать кредиты, которые полностью гарантированы хотя бы одним из его членов. Коллективная гарантия может быть прекращена только в случае полной расплаты банка по всем без исключения обязательствам [3].

За деятельностью банка наблюдает совет директоров, состоящий из 10 членов (8 избираются муниципалитетами, а 2 — правительствами местных округов). Каждый избирается на срок не более 6 лет, через 3 года состав совета должен обновляться наполовину [3].

Особое внимание уделяется управлению рисками. В соответствии с законом сроки кредитования со стороны банка должны строго совпадать со срочностью пассивов самого банка [3].

Законом запрещается привлекать средства в иностранной валюте и выдавать кредиты в датских кронах или в других валютах, отличных от валюты заимствования, без принятия мер к хеджированию валютного риска. В результате за столетнюю историю банка не было ни одного случая невозврата кредита банку, как и ни одного случая неплатежеспособности банка по своим обязательствам. Международный кредитный рейтинг банка относится к высшей категории надежности и составляет AAA по обязательствам в датской кроне и AA+ по обязательствам в иностранных валютах [4].

Банк привлекает средства через выпуск своих облигаций на датском и международном рынках капитала. Общий объем долга *KommuneKredit* в конце 1998 г. составлял 53,7 млрд крон (7,55 млрд долл.); 50,97 млрд крон (7,3 млрд долл.) были предоставлены банком в качестве кредитов своим членам [4].

К середине 2003 г. долг банка достиг 66 млрд крон [5].

Банк контролирует на настоящий момент примерно 70% всего рынка муниципального кредитования в Дании. В новом финансировании, предоставляемом местным органам власти, его доля достигает уже 90%. Поскольку *KommuneKredit* является некоммерческой организацией,

то стоимость предоставляемых им кредитов является наиболее низкой на финансовом рынке. Банк содержится за счет комиссии в 0,08%, которую добавляет к стоимости привлеченных им на рынке капитала средств. Любая прибыль, полученная банком, идет на пополнение его гарантийного фонда. По закону этот фонд не может быть ниже 0,5% от уровня совокупной задолженности *KommuneKredit*. В конце 2003 г. гарантийный фонд банка достиг 3,3 млрд крон (5% обязательств банка). В 2002 г. размер активов банка вырос до 77 млрд датских крон [5].

Банк обязан использовать гарантийный фонд в том случае, если один из его заемщиков не вернул кредит [6].

### **НОРВЕГИЯ. ГОСУДАРСТВЕННОЕ ДОЛГОВОЕ АГЕНТСТВО: ЦЕНТРАЛИЗАЦИЯ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ**

Несколько иной, но не менее успешный опыт создания системы муниципального финансирования существует в Норвегии. Его отличительной особенностью является жесткий контроль над кредитованием муниципалитетов со стороны центрального правительства страны. В 1926 г. норвежское правительство в лице Министерства по делам местных властей учредило *Norges Kommunalbank*, акции которого на 100% принадлежат государству и все обязательства которого полностью гарантируются правительством Норвегии. Банк был основан для преодоления финансовых трудностей, которые в то время испытывали норвежские муниципалитеты и местные органы управления. Задачей банка является предоставление дешевых финансовых ресурсов для выполнения программ развития, инициированных органами местного управления.

Следует отметить, что органы местного самоуправления Норвегии находятся под очень жестким контролем центрального правительства. Норвегия разделена на 19 административных округов и 435 муниципалитетов. Центральное правительство назначает специального финансового контролера для наблюдения за местными бюджетами. Каждый год местные органы управления должны предоставлять центральному правительству Норвегии 4-летние финансовые планы, которые включают информацию о планируемых доходах, долговых выплатах, процентных платежах. Такой план передается вместе с годовым бюджетом на утверждение в Министерство местного самоуправления и регионального

развития (ранее — Министерство по делам местных властей).

Выполнение планов проверяется финансовым контролером, который одобряет все предполагаемые заимствования. Норвежские муниципалитеты могут заимствовать на капитальное строительство или на рефинансирование имеющихся долгов, заимствования на другие цели запрещены. Дополнительные доходы бюджета от продаж муниципальной собственности не разрешается использовать на финансирование текущих расходов. В соответствии с законодательством страны муниципалитет или орган местного самоуправления не может объявить себя банкротом, однако имеет право остановить платежи по обслуживанию своего долга. В таком случае центральное правительство немедленно назначает специального администратора по контролю над финансовым положением муниципалитета. Однако в Норвегии до сих пор не было ни одного случая неплатежеспособности муниципалитета.

Банку разрешается выдавать кредиты только местным органам управления либо третьим лицам под гарантии местных органов управления Норвегии. Можно кредитовать предприятия и организации, тесно ассоциированные с местными органами управления; компании, действующие в области водо- и энергоснабжения, которые контролируются муниципалитетами; предприятия и организации, которые строят больницы и социально значимые объекты, а также предоставлять гарантии для муниципальных займов, используемых на строительство школ.

В настоящее время банк может размещать на рынках свои долговые обязательства только с санкции Министерства местного самоуправления и регионального развития и в координации с Министерством финансов. Пределы кредитования муниципалитетов и региональных органов власти со стороны *Norges Kommunalbank* предусматриваются в годовом бюджете страны. С 1986 г. банку запрещено размещать долговые обязательства в других валютах, кроме как в норвежских кронах. Однако для рефинансирования существующих обязательств в иностранной валюте разрешено размещать облигационные займы аналогичного профиля. За предоставление государственных гарантий банк выплачивает правительству Норвегии комиссию в размере 0,15%.

Большая часть облигационных займов *Norges Kommunalbank* размещена на финансовых рынках Норвегии, а наличие государственной гарантии позволяет банку привлекать средства по ставкам, практически аналогичным займам правительства Норвегии.

Значительное внимание уделяется управлению финансовыми рисками. Регулирующими деятельность банка документами предусмотрено, что срочность и стоимость его обязательств должны точно соответствовать срочности и стоимости предоставляемых им кредитов. Жестко регламентирована процедура выдачи кредитов. Банк имеет право самостоятельно принимать решение о предоставлении кредитов, которое зависит от финансового положения потенциального заемщика, подтвержденного финансовым контролером, назначаемым правительством Норвегии. После этого банк имеет право отклонить кредитную заявку, и это происходит регулярно в связи с лимитами кредитования, которые через государственный бюджет устанавливаются парламентом страны.

Банк обязан использовать свопы для хеджирования валютных рисков. Временно свободные средства разрешается инвестировать только в государственные обязательства Норвегии или использовать для краткосрочного кредитования правительства Норвегии. В результате жесткого контроля над рисками банк не имеет ни одного случая невозврата кредита или невыполнения своих обязательств. За свою историю ему не пришлось прибегнуть к использованию правительственной гарантии, и не было случаев использования гарантий, предоставленных банком муниципалитетам.

В конце 1997 г. общий объем предоставленных банком кредитов достиг 26,4 млрд норвежских крон (3,6 млрд долл.), а общий объем его долга составил 30 млрд крон (4,1 млрд долл.). Около 50% всех кредитов было предоставлено на обустройство школьных учреждений, больниц и объектов водоснабжения. Кредиты предоставляются сроком до 40 лет и выдаются как по фиксированной, так и по плавающей ставке с минимальной премией над стоимостью заимствований самого *Norges Kommunalbank* [7].

### ШВЕЦИЯ. ПО СТОПАМ АГЕНТСТВА ПО УПРАВЛЕНИЮ СУВЕРЕННЫМ ДОЛГОМ

Шведское агентство *Kommuninvest i Sverige AB* (далее — Агентство) было создано в 1986 г. как консорциум или общество по выпуску муниципальных долговых обязательств несколькими муниципалитетами общины Орebro. В 1993 г. правительство Швеции разрешило Агентству распространить свою деятельность на всю страну, и на данный момент в состав членов Агентства входят 139 муниципалитетов и 4 местные общины, на территории которых проживает 34% населения страны.

Долг Агентства гарантируется всеми членами *Kommuninvest* в целом и каждым в частности. Агентство имеет право финансировать только проекты капитального строительства своих членов в области образования, энергоснабжения, здравоохранения, а также осуществлять рефинансирование уже взятых муниципалитетами кредитов, на что идет значительная часть привлекаемых Агентством финансовых ресурсов.

Доступ в члены сообщества открыт и другим муниципалитетам, однако перед вступлением каждый новый потенциальный член консорциума проходит тщательную проверку на предмет кредитоспособности, финансовой устойчивости и соответствия финансовым критериям, установленным для входящих в Агентство муниципалитетов. *Kommuninvest* имеет право исключить из своего состава тех членов, которые перестают соответствовать установленным финансовым требованиям. Таких случаев с начала деятельности Агентства не отмечено.

Согласно действующему законодательству выдаваемые *Kommuninvest* кредиты должны строго соответствовать по срокам и уровню процентов тем долговым обязательствам, которые размещает на рынках само Агентство. Хотя оно существует в форме акционерного общества, принадлежащего *Kommuninvest Cooperative Society* (Кооперативное общество «Коммунинвест»), Агентство является по статусу некоммерческой организацией и передает средства своим членам с минимальной маржой в свою пользу, которой достаточно для покрытия операционных издержек *Kommuninvest*.

В 1995 г. Агентство начало выпускать муниципальные облигации как на внутреннем, так и на международных финансовых рынках. В настоящий момент краткосрочные нужды Агентства удовлетворяются за счет выпуска еврокоммерческих бумаг, долгосрочные финансовые ресурсы привлекаются через программу выпуска еврооблигаций. Используется также привлечение банковских кредитов для поддержания дополнительной ликвидности. Часто в качестве источника финансирования используются временно свободные средства шведских муниципалитетов, среди которых для этой цели Агентство размещает специальные облигации. Агентство само распространяет свои облигации внутри страны, не привлекая к этому банки.

Значительное внимание уделяется эффективному управлению рисками. За-

прет на выдачу кредитов, превышающих по сроку размещенные Агентством долговые обязательства, а также обязательное использование деривативных финансовых инструментов (контрактов типа своп) позволяют успешно минимизировать валютный и процентный риски. Совместная гарантия всех членов консорциума по выдаваемым Агентством кредитам минимизирует риск невозврата выданных средств. Все это обеспечивает высокий международный кредитный рейтинг долговым обязательствам *Kommuninvest (Aaa)*, совпадающий с кредитным рейтингом Швеции.

В 2002 г. Агентство обеспечило 40% всех займов, сделанных шведскими муниципалитетами и провинциями. Агентство работает очень эффективно. В его составе 30 человек. Издержки по кредитованию местных властей минимальны, что дает Агентству дополнительные преимущества на рынке. В 2003 г. предоставленные Агентством займы достигли 47,8 млрд шведских крон, из них 60% займов — местным властям, остальные 40% — компаниям, имеющим государственные гарантии или гарантии местных властей Швеции [8].

### ФИНЛЯНДИЯ. МУНИЦИПАЛИТЕТЫ — ГАРАНТЫ СВОЕГО ДОЛГОВОГО АГЕНТСТВА

Финские муниципалитеты в соответствии с Конституцией страны обладают неограниченными правами устанавливать местные налоги на своей территории. В среднем местные налоги составляют 18% от доходов налогоплательщиков и дают до 40% всех доходов муниципалитетов. Одновременно с этим в Финляндии существует традиционно сильное регулирование деятельности муниципалитетов со стороны государства. От 65 до 70% всех расходов муниципалитетов определяются и финансируются Правительством Финляндии. В стране действуют жесткие правила бухгалтерского учета и отчетности со стороны муниципалитетов, и вся информация по этим вопросам является общедоступной.

В 1998 г. все расходы муниципалитетов страны составили 24 млрд евро и были потрачены на социальное обеспечение и медицинское обслуживание (45%), образование (25%), текущие расходы и инвестиции (20%), обслуживание долга (10%). В структуре доходов доминируют налоги (50%), гранты со стороны правительства (15%), реализация муниципальных услуг населению (26%). Займы дали только 3% доходов муниципалитетов. Каж-



дый муниципалитет самостоятельно определяет уровень заимствований и выбирает их источник путем конкурентного отбора среди финансовых институтов.

За всю историю независимой Финляндии не было ни одного случая дефолта муниципалитетов по своим долгам, уровень консолидированной муниципальной задолженности стабильный и низкий и составляет в разные периоды от 3 до 7% ВВП Финляндии. В настоящее время наибольший объем финансирования муниципалитетов осуществляется специальным агентством, которое в конкурентной борьбе успешно оттеснило коммерческие банки от кредитования муниципального сектора [9].

Финское агентство муниципальных заимствований (*Municipality Finance PLC, MuniFin*) (далее – Агентство) возникло в форме банковского кредитного института, который полностью принадлежал Пенсионному институту местного самоуправления (*Local Government Pensions Institution*) – специальному юридическому лицу, управляющему пенсионными накоплениями всего финского муниципального сектора. Все займы, размещаемые Агентством, гарантируются Муниципальным гарантийным советом (*Municipal Guarantee Board*), членами которого являются 424 муниципалитета, охватывающие 98% населения Финляндии.

*MuniFin* был создан в 1989 г. Пенсионным институтом местного самоуправления в целях предоставления муниципалитетам дешевого финансирования. В 2001 г. через слияние с организацией *Municipal Housing Finance* изменилась структура собственности Агентства. Его совладельцами (57,5%) стали 257 местных органов власти и организаций, контролируемых ими [10]. Агентство существует в форме бесприбыльной организации, целью которой является обеспечение финансирования своих членов через размещение облигационных займов на внутреннем и внешнем финансовых рынках, а также предоставление им банковских услуг (за исключением приема депозитов от частных лиц). Агентство начало предоставление кредитов муниципалитетам в 1991 г. и к концу 1997 г. выдало, таким образом, 7 млрд финских марок (30% всего рынка муниципального кредитования). Агентство активно управляет свободными денежными средствами муниципалитетов на финансовых рынках и взимает за это соответствующие комиссии.

Быстрый рост активности *MuniFin* привел к необходимости создания специального института, гарантирующего все облигационные займы Агентства. Такой институт был создан в июле 1996 г. в ви-

де Муниципального гарантийного совета. Все 424 муниципалитета – члены гарантийного совета совместно отвечают по обязательствам Агентства. Совет предоставляет гарантии *MuniFin* и в обмен получает в качестве обеспечения конкретные кредиты, предоставленные агентством конкретным муниципалитетам. В случае невыплаты кредита гарантийный совет по закону, регулиющему его деятельность, имеет право во внесудебном порядке списывать денежные средства с «проштрафившегося» муниципалитета.

Законодательство и правила внутреннего регулирования *MuniFin* разрешают выдачу кредитов только при строгом соответствии (срок, процентные ставки, валюта кредитования) их условиям собственных облигационных займов, которые используются в качестве конкретных источников финансирования данных кредитов. Это позволяет Агентству успешно минимизировать риски. До настоящего момента не было случаев невозврата кредитов муниципалитетами Агентству или случаев неплатежеспособности самого Агентства (информация предоставлена *Municipality Finance PLC*).

Агентство предоставило финским муниципалитетам займы на 4,6 млрд евро и является основным кредитором органов местной власти в Финляндии с долей рынка в 30%. Агентство выпустило международные займы на сумму в 4 млрд евро и займы внутри страны на 500 млн евро [10].

## ВЫВОДЫ

Анализ способов проведения муниципальных заимствований и причин высокой финансовой надежности муниципальных займов в Западной Европе позволяет сделать следующие выводы. Основными причинами этой успешной практики являются правовая ясность и четкость в финансовых взаимоотношениях между центральными и местными органами власти. Действующее законодательство однозначно предписывает приоритет центральных органов власти над местными в принятии стратегических финансовых решений; предусматривает строгую финансовую отчетность местных органов власти перед центральными, однозначную процедуру осуществления финансового контроля и ответственности, строгие правила и прозрачность бухгалтерской отчетности. Муниципальные заимствования проводятся через систему профессиональных финансовых агентств, которые полностью контролируются центральными и местными органами власти.

В условиях современной России вполне мог бы найти применение опыт

европейских стран, где региональные и муниципальные заимствования консолидированы на общенациональном уровне и осуществляются через посредничество специальных, профессиональных государственных агентств. Консолидируя у себя все программы заимствований регионов и муниципалитетов, такое агентство имеет возможность выпускать крупные, ликвидные и высококачественные облигационные займы, в том числе на международном рынке, получая очевидные ценовые преимущества.

При создании аналогичного агентства в России оно успешно могло бы консолидировать у себя заимствования отдельных российских городов и регионов, вынужденных нерегулярно выходить на внутренний рынок с небольшими по объему и неликвидными займами, за которые приходится переплачивать. Естественно, указанным займам невозможно конкурировать с займами крупных и регулярных региональных и корпоративных эмитентов, таких как Москва, Санкт-Петербург или Газпром.

Создание подобного агентства в России и регулярный выпуск от его имени крупных и качественных облигационных займов, отличающихся высокой надежностью и хорошей ликвидностью, по нашему мнению, даст российскому рынку ценных бумаг новое качество и заставит потесниться крупных эмитентов, которые в настоящее время доминируют на рынке. ■

### Литература:

1. KommuneKredit. Regulations.
2. Moody's Investors Service. Global Credit Research. Financial Security Assurance Inc.
3. Standard & Poor's. Research: Dexia Municipal Agency. September 9. 2003.
4. KommuneKredit. Reports and Accounts with Consolidated Accounts. 1998
5. Standard & Poor's. Research: KommuneKredit. October 9. 2003.
6. Moody's Investor Service. Global Credit Research. August 2003. Kommune Kredit.
7. Moody's Investor Service. Global Credit Research. June 1998. Norges Kommunalbank.
8. Moody's Investor Service. Global Credit Research. August 2003. Kommuninvest I Sverige Aktiebolag.
9. The Creditworthiness of Local Government in the Republic of Finland. The Association of Finnish Local and Regional Authorities. Helsinki, 1999.
10. Standard & Poor's. Research: Municipality Finance PLC. October 21. 2003.