

УДК 336.763.3

І. П. Петренко,  
асистент кафедри банківських інвестицій  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

## ДОСВІД США У ВИКОРИСТАННІ БОРГОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ДЛЯ ПРОЕКТНОГО ФІНАНСУВАННЯ: ДЕРЖАВНИЙ ТА МУНІЦИПАЛЬНИЙ СЕКТОР

*Стаття присвячена вивченню теоретичного та практичного досвіду США в емісії державних та муніципальних боргових цінних паперів для залучення інвестиційних ресурсів. Досліджено види таких цінних паперів, охарактеризовано їхню сутність, визначено їх сучасна роль у проектному фінансуванні США.*

*The article is dedicated to studying of the USA theoretical and practical experience in state and municipal debt securities issue for investment funds formation. The types of such securities are researched, the sense of the latter is determined and their current role in project financing of the USA is shown.*

**Ключові слова:** державні боргові цінні папери, муніципальні боргові цінні папери, проектне фінансування, емісія, короткострокові казначейські векселі, середньострокові казначейські облигації, довгострокові казначейські облигації, захищені від інфляції казначейські облигації, облигації із загальною гарантією, облигації під доходи, облигації з подвійним забезпеченням, муніципальні сертифікати розвитку.

**Key words:** state debt securities, municipal debt securities, project financing, issue, treasury bills, treasury notes, treasury bonds, treasury inflation-protected securities, general obligation bonds, revenue bonds, double-barreled bonds, municipal improvement certificates.

**Вступ.** Багаторічна еволюція фондового ринку розкрила світу потенціал багатьох фінансових інструментів і зумовила появу нових видів цінних паперів. Однією із країн, де вище названі процеси відбувались особливо активно, слід назвати США. Її досвід у розвитку та функціонуванні фінансових ринків та їх окремих структур стали прикладом для наслідування для ряду країн світу. Маючи колосальне різноманіття інструментарію для залучення фінансових ресурсів та значні потреби у здійсненні інвестиційної діяльності, США стали осередком розробки та застосування різного роду боргових цінних паперів.

Темою даної статті є як теоретичні здобутки, так і практичний досвід США у функціонуванні ринку боргових цінних паперів, що їх розміщують емітенти у зв'язку із потребою фінансування своїх інвестиційних проектів. Мова піде, насамперед, про емісію таких цінних паперів на макrorівні, тобто державний та муніципальний рівень. Актуальність такої теми в контексті України зумовлена тим, що вітчизняний фондовий ринок і досі знаходиться у своєму зародковому стані, маючи у своєму арсеналі лише базові інструменти. В той же час, економіка, що потребує розвитку, потерпає від браку фінансових ресурсів, які б могли бути спрямовані на економічне зростання та розширення діяльності господарюючих суб'єктів. Сьогодні кредитування та власні кошти підприємств, установ та організацій не в змозі у повній мірі забезпечити фінансування інвестиційних проектів. Не менш гострою є і проблема реалізації тих проектів, для яких передбачена підтримка місцевих та державного бюджетів. Вивчення зарубіжного досвіду та відкриття потенціалу боргових цінних паперів у використанні їх як інструменту залучення інвестиційних ресурсів дозволить використати їх для розвитку проектного фінансування в Україні.

**Постановка задачі.** Метою написання статті було дослідити досвід США у сфері емісії боргових цінних паперів у державному та муніципальному секторах з метою фінансування інвестиційних проектів. Для цього необхідно визначити, які види боргових цінних паперів емітують казначейство та окремі штати, охарактеризувати їх особливості та можливості використання для фінансування інвестиційних проектів.

**Результати.** Необхідно відзначити, що зарубіжні автори, чия увага прикута до проблем фондового ринку США, і зокрема питань функціонування боргових цінних паперів, пропонують цілком ґрунтовні дослідження щодо класифікації таких інструментів та практики їх використання для залучення інвестиційних ресурсів. Так, у своїй книзі Френк Дж. Фабозці розкриває сутність та висвітлює основні види боргових цінних паперів, що обертаються на ринку США, у тому числі казначейських та муніципальних, а також наводить приклади їх використання в ході еволюції фондового ринку цієї країни [1]. Ці ж питання розглядають колектив науковців на чолі з Стивом Деннісом [2], Есме Фібер [3], Джуді В. Темел [4], Аннетт Тау [5] та багато інших. В той же час ринок казначейських та муніципальних боргових цінних паперів США досліджений вітчизняними авторами досить поверхово в межах висвітлення історії становлення та функціонування фінансової системи цієї країни в цілому. Наприклад, І. О. Лютий в ході дослідження ринку боргових цінних паперів України визначає окремі їх види у США та описує еволюцію фондових ринків різних країн світу з метою визначення сутності даних інструментів [6]. Однак при цьому мова абсолютно не йде про ті боргові цінні папери, що їх емітує держава та місцеві органи влади спеціально для фінансування інвестиційних проектів.

Отже, перед нами стоїть завдання висвітлити сутність боргових цінних паперів, що їх нині використовує США для фінансування проектів на федеральному рівні. Однак зробити це можна лише шляхом дослідження усієї системи казначейських та муніципальних боргових цінних паперів країни.

Під казначейськими цінними паперами США слід розуміти державні цінні папери, що емітує Міністерство фінансів США (Казначейство США) через діюче у його складі Бюро державного боргу. Їх можна класифікувати на чотири види:

- короткострокові казначейські векселі (Treasury Bills)
- середньострокові казначейські облигації (Treasury Notes)

- довгострокові казначейські облигації (Treasury Bonds)
- казначейські облигації, захищені від інфляції (Treasury Inflation-Protected Securities - TIPS).

Короткострокові казначейські векселі є дисконтними цінними паперами зі строком погашення до 1 року, що розміщуються за ціною нижчою, від номіналу, і з настанням строку погашення інвестор отримує номінальну вартість;

Середньострокові казначейські облигації – це процентні цінні папери із фіксованим терміном погашення у 2, 3, 5, 7 або 10 років та виплатою відсоткового доходу кожні півроку.

Довгострокові казначейські облигації - це процентні цінні папери із фіксованим терміном погашення понад 10 років та виплатою відсоткового доходу кожні півроку.

Казначейські облигації, захищені від інфляції – облигації, чия номінальна вартість прив'язана до індексу споживчих цін і змінюється залежно від напрямку руху останнього. Вони, як правило, розміщуються строком на 5, 10 та 30 років.

Спільною ознакою для усіх казначейських цінних паперів США є їх високий кредитний рейтинг, наявність податкових пільг (звільнення від державного та місцевих податків на прибуток), високий рівень ліквідності та надійності за незначного рівня доходу. При цьому усі вони мають характер боргових інструментів і використовуються для фінансування державних боргів. При цьому мова не йде про цільовий характер емісії казначейських цінних паперів і спрямування залучених коштів на фінансування інвестиційних проектів. Це зумовлено специфікою політичного устрою США і передачею значної кількості повноважень окремим штатам, які на власний розсуд розпоряджаються запозиченнями на фондових ринках.

Те саме стосується й облигацій федеральних агенцій (Agency Bonds), що їх розміщують окремі державні установи та урядові фінансові корпорації. Такі облигації мають підтримку уряду, однак не гарантуються ним, оскільки такі установи-емітенти виступають як приватні суб'єкти. Попри достатню ліквідність, вищий рівень доходу (порівняно із казначейськими цінними паперами), наявність податкових пільг (звільнення від державних та місцевих податків, але не від федеральних), цей різновид боргових цінних паперів також не передбачає запозичень для проектного фінансування. Їх цілком є залучення підтримки відповідного кола виборців (фермерів, студентів, тощо) та забезпечення своїх поточних витрат.

Зовсім інакшою є ситуація із муніципальними борговими цінними паперами США. Ключову позицію у цьому секторі займають муніципальні облигації<sup>[1]</sup>. Їх можна поділити на два основні види:

1. Облигація із загальною гарантією (General Obligation Bond) – це муніципальна облигація, сплата відсотків та основної суми за якою забезпечена загальними доходним потенціалом емітента, як правило податковими надходженнями.

2. Облигація під доходи (Revenue Bond) - це муніципальна облигація, дохід за якою та вартість при погашенні виплачуються за рахунок доходів від інвестиційного проекту, для фінансування якого вона була випущена (наприклад, фінансування будівництва стадіону, мостів, лікарень тощо). Більш повне визначення даного фінансового інструменту пропонує А.Батуєва: «Облигації, обеспеченные поступлениями, - это облигации, которые выпускаются публичноправовыми образованиями (государством, муниципалитетом) и/или публичными юридическими лицами (юридическими лицами, учрежденными публичноправовым образованием либо в уставном капитале которых оно имеет преобладающее участие, а также юридическими лицами, выполняющими какиелибо публичные функции (на основе соглашения с публичноправовым образованием или лицензии)» [7, с. 63-64].

Слід більш детально зупинитись саме на цьому різновиді облигацій. На відміну від облигацій із загальною гарантією, для погашення основного боргу та доходу за такими облигаціями можуть бути використані лише ті статті доходів, що заздалегідь прописані у договорі між емітентом та власником цінних паперів. При цьому надходження від податків та інші запозичення емітента позбавлені такого навантаження. Забезпечення за облигаціями під доходи не є таким же великими, як для облигацій із звичайною гарантією, однак це забезпечує вищий рівень доходу.

Емітентами облигацій під доходи може бути будь-які державні чи муніципальні суб'єкти, що генерують доходи і діяльність яких має ознаки ведення бізнесу. Ними можуть бути аеропорти, морські порти, платні автодороги, підприємства з водопостачання, енергопостачання тощо. В той же час суб'єкти, що надають безкоштовні послуги, як от школи, не можуть емітувати такі цінні папери.

Емісія облигацій під доходи регулюється законодавством США. Ще у 1895 р. Верховний суд своїм рішенням започаткував ряд змін щодо державного регулювання фінансових послуг та податкового навантаження. Це сприяло звільненню муніципальних облигацій від податку на дохід. Платники податку, що придбали муніципальні облигації того ж штату, резидентами якого вони були, також були звільнені від державного та місцевого податку.

Звичайні облигації, емітовані містами та округами, підкріплені місцевими майновими регресивними податками та іншими доходами муніципалітету. Як правило, облигації під доходи забезпечені доходами, що надходять від експлуатації об'єктів муніципалітету, для фінансування яких ці інструменти були випущені. Проект, що буде профінансований владою штату, обирається шляхом оцінки їхньої ефективності за показником IRR.

Муніципальні облигації традиційно не підпадали під обмеження Акт Гласса-Стіголла 1933 р.<sup>[2]</sup>, однак як і решта цінних паперів, вони були об'єктом перевірки на предмет протидії шахрайства, що було передбачено Законом про торгівлю цінними паперами від 1934 р., а згодом – заснованою у 2007 р. Національною асоціацією дилерів з цінних паперів.

Оскільки облигації, забезпечені доходами, не забезпечені усіма доходами та запозиченнями уряду США, їх емісія не потребує схвалення на державному рівні. З 1 липня 1983 р. усі випуски муніципальних облигацій мають бути зареєстровані. Крім того, емісія та обіг муніципальних облигацій, у тому числі, облигацій під доходи, регулюються податковим законодавством США та нормативно-правовими актами Ради з визначення правил для муніципальних цінних паперів.

Ми вважаємо за доцільне дослідити види облигацій під доходи, що емітують суб'єкти місцевої влади США.

Так, Френк Дж. Фабозці розрізняє облигації під доходи залежно від галузі функціонування об'єкта фінансування (див. рис. 1).

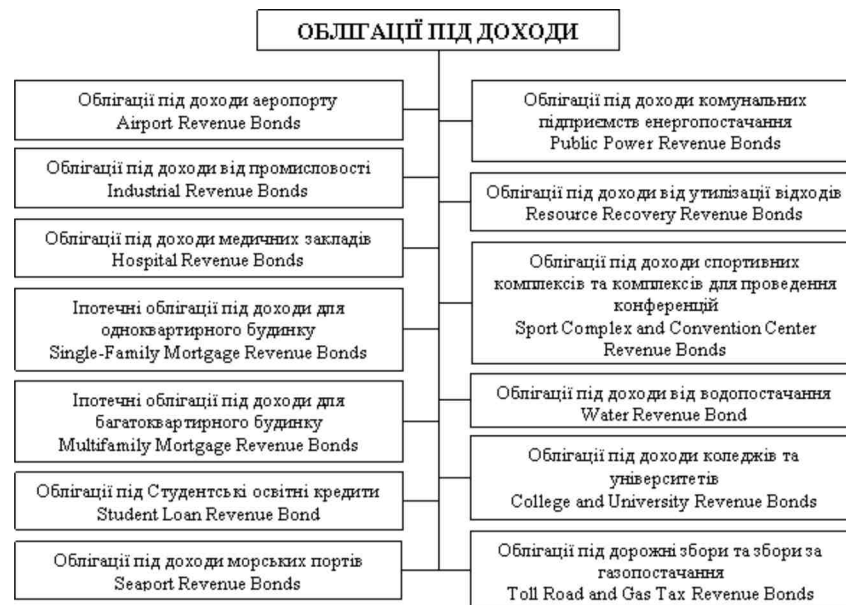


Рис. 1. Види облігацій під доходи за Френком Дж. Фабозці<sup>[3]</sup>

Однак з точки зору специфіки призначення коштів, отриманих від розміщення цього особливого різновиду цінних паперів, значно важливіше класифікувати облігації за цільовою ознакою та ознакою власності. Так, слід виділити облігації із приватною та суспільною ціллю.

Облігації із приватною ціллю (Private Activity Bond) – категорія муніципальних облігацій, за якими понад 10% усієї суми запозичень спрямовані на фінансування приватної, а не суспільної діяльності. Прикладом може бути облігація, емітована для будівництва спортивного комплексу, послугами якого буде користуватись лише обмежене коло осіб. Як правило, такі цінні папери не надають своїм власникам податкових пільг і погашаються за рахунок доходів від реалізації приватних проєктів.

Облігації із суспільною ціллю (Public Purpose Bond) – це муніципальна облігація, випущена для фінансування суспільних проєктів, таких, від реалізації яких користь отримує усе місцеве населення, а не конкретна група осіб. Прикладом може бути облігація, емітована для будівництва доріг. Дохід за такими облігаціями не обладаються прибутковим податком штату.

Також слід згадати, що Стаття 501 Закону США «Про податкову реформу» від 1986 р. передбачала ще один різновид муніципальних облігацій – дозволені облігації із приватною ціллю (permitted private purpose bonds), що могли бути емітовані для особливих приватних потреб, однак надавали своїм власникам податкові пільги.

Окрім облігацій із загальною гарантією та облігацій під доходи, розрізняють і комбіновані облігації, або як їх називають – із подвійним забезпеченням (Double-Barreled Bonds). Такі цінні папери забезпечені як репутацією та загальним фінансовим станом емітента, так і доходами від проєкту, що фінансується за рахунок емісії облігацій. Наряду із облігацією з таким рівнем захисту в США практикують й емісію облігацій з моральною гарантією – тобто таких, що їх емітує держава чи муніципалітет, і які містять лише моральне зобов'язання сплатити основний борг та відсотки. Цілком зрозуміло, що рівень доходу за такими цінними паперами вищий. Також слід згадати і про такий специфічний цінний папір, як муніципальний сертифікат розвитку (Municipal Improvement Certificate) – цінний папір місцевих органів влади, що випускаються для фінансування суспільних проєктів і погашається за рахунок податкових надходжень від тих осіб, що зацікавлені в реалізації цих проєктів.

Аналізуючи статистичні дані щодо торгів муніципальними цінними паперами США, можемо бачити, що динаміка обсягу торгівлі муніципальними облігаціями з року в рік колівається у різних напрямках (див. табл. 1). Всесвітня фінансова криза зумовила спад на ринку муніципальних цінних паперів, однак 2010 рік став переломним і відзначився зростанням даного сектору. Структура ринку муніципальних цінних паперів демонструє значну перевагу саме облігацій під доходи, які завдяки своєму цільовому характеру, податковим знижкам та підкріпленням у вигляді надходжень від реальних інвестиційних проєктів набули такої популярності.

Таблиця 1. Обсяг угод за муніципальними паперами США, млн. дол. США\*

Назва	Період				
	2007	2008	2009	2010	січень-червень 2011
Облігації із загальною гарантією	993515	950757	756960	762121	359 184
Облігації під доходи	5082029	3875546	2392348	2564796	1 113 581
Облігації із подвійним забезпеченням	132870	134969	90040	68891	33 917
Інші	476714	553148	551922	39118	154 312

\* Складено автором самостійно за джерелом: *The Municipal Securities Rulemaking Board MSRB Fact Book / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.msrb.org/Market-Disclosures-and-Data/Market-Statistics/MSRB-Fact-Book.aspx>*

У 2011 році продовжилась емісія та відбувався обіг муніципальних облігацій, випущених для фінансування інвестиційних проєктів. Наприклад, станом на 30 червня 2011 р. в обігу перебували облігації під доходи Нью-Йорку на суму понад 27373,846 млн. дол. США, надходження від яких йшли на фінансування проєктів різних галузей: економічний розвиток, будівництво, освіта, охорона здоров'я, екологія тощо [8]. Інші штати також здійснювали емісію облігацій під доходи у 2011 р.: м. Гурон, штат Мічиган (Water Supply System Revenue Bonds на суму 7 млн. дол. США), Північний центральний регіональний центр з водопостачання, штат Міссурі (Waterworks System Revenue Bonds на суму 10 млн. дол. США), м. Вестервіль, штат Огайо (Special Obligation Non-Tax Revenue Bonds for Data Center and Fiber Network Project на суму 3,2 млн. дол. США) та інші [9].

**Висновки.** Отже, дослідження окремих різновидів боргових цінних паперів США, що їх емітує держава та окремі територіальні одиниці, показало, що в арсеналі цих суб'єктів є кілька дієвих інструментів фінансування інвестиційних проєктів.

Казначейські цінні папери, як правило, не мають за конкретну мету залучити саме інвестиційні ресурси, запозичені кошти спрямовуються на покриття витрат за державним бюджетом, тому тут можна говорити лише про опосередковане фінансування державних інвестиційних заходів. В той же час муніципальні боргові цінні папери більше відповідають вище вказаній вимозі. Місцева влада штатів та населених пунктів активно практикує емісію облігацій для залучення інвестиційних

ресурсів. Облігації під доходи займають ключову позицію серед муніципальних боргових цінних паперів. Причину цього слід вбачати саме в природі облігацій під доходи, які захищені не лише гарантіями місцевої влади, а й підкріплені доходами від реалізації інвестиційних проектів. Кошти, залучені від їхньої емісії, використовуються за цільовим призначенням – для втілення суспільно корисних задумів, доходи частково позбавлені податкового навантаження, а ризики, пов'язані з реалізацією проектів, зумовлюють порівняно високий рівень прибутку за облігаціями.

Подальше вивчення ринку боргових цінних паперів США державного та муніципального сектору слід пов'язати із дослідженням конкретних характеристик цих інструментів на предмет їх відповідності потребам у інвестиційних ресурсах. Розкриття потенціалу таких цінних паперів для проектного фінансування надалі потребує визначення реальних можливостей його подальшого використання у вітчизняній практиці. Також слід доповнити дану статтю вивченням зарубіжного досвіду з емісії боргових цінних паперів для залучення інвестиційних ресурсів у корпоративному секторі.

#### Список використаних джерел:

1. Frank J. Fabozzi. Bond Markets: Analysis and Strategies. Publisher: Prentice Hall; 4th edition (August 6, 1999), 624 Pages.
2. Steve A. Dennis, David W. Wiley, R. Travis Upton, David V. Ekstrom. Debt Securities. Publisher: Kaplan Publishing, 2005, 959 Pages.
3. Esme Faerber. All about bonds, bond mutual funds, and bond ETFs. McGraw-Hill Professional, 2008, 326 Pages.
4. Judy Wesalo Temel. The fundamentals of municipal bonds. Publisher: John Wiley and Sons, 2001, 273 Pages.
5. Annette Thau. The Bond Book: Everything Investors Need to Know about Treasuries, Municipals, GNMMAs, Corporates, Zeros, Bond Funds, Money Market Funds, and More. Publisher: McGraw-Hill Professional, 2010, 400 Pages.
6. Лютий І. О., Грищенко Т. В., Любка О. В., Мошенський С. З., Білик О. П., Рак Р. В., Буй Т. Г., Нічосова Т. В., Прімерова О. К. Ринок Боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку. Монографія. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
7. Батуева А. Финансирование инфраструктурного проекта: проектные облигации, обеспеченные поступлениями // Рынок ценных бумаг. - 2009. - № 9-10. - С. 62-66.
8. Investor's Guide of The New York State Division of the Budget. PIT Revenue Bonds – Estimated Debt Service Cost / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.budget.ny.gov/investor/bond/INTROPITestDebtServCost.pdf>
9. Електронний ресурс MuniDeals.com. – Режим доступу: <http://www.munideals.com/>

Стаття надійшла до редакції 13.09.2011 р.

[1] Municipal bonds are debt obligations issued by states, cities, counties, and other public entities that use the loans to fund public projects such as the construction of schools, hospitals, highways, sewers, and universities / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.fidelity.com/bonds/municipal-bonds>

[2] Акт Гласса — Стіголла (англ. Glass-Steagall Act) — закон, який заклав основи сучасного банківського законодавства США (названий за іменами його авторів-конгресменів, офіційна назва «Банківський акт 1933 року»). Прийнятий 16 червня 1933 року урядом Франкліна Рузвельта як засіб державного регулювання кредитної системи США, спрямованої на подолання наслідків світової економічної кризи 1929–1933 років. Згідно з актом, посилювались централізація банківської системи США, державний контроль за діяльністю банків, вводилось державне страхування банківських депозитів, розмежовувались банківські операції на короткострокові і довгострокові та визначались умови створення окремих банків / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://uk.wikipedia.org/wiki/Акт\\_Гласса\\_—\\_Стіголла](http://uk.wikipedia.org/wiki/Акт_Гласса_—_Стіголла)

[3] Складено автором самостійно за джерелом: Frank J. Fabozzi. Bond Markets: Analysis and Strategies. Publisher: Prentice Hall; 4th edition (August 6, 1999), p. 181-182



ТОВ "ДКС Центр"