

ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ РЕЙТИНГУВАННЯ МУНІЦИПАЛЬНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

**Вадим
Телятников**
асистент кафедри
«Фінансові ринки»
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
ім. В. Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

Розвиток місцевого самоврядування зумовлює виникнення низки проблем, які потребують термінового вирішення. В умовах обмеженості ресурсів та недостатності надходжень до місцевих бюджетів за рахунок податкових надходжень та міжбюджетних трансфертів з бюджетів вищих рівнів на реалізацію термінових і капіталоемних проектів органи місцевого самоврядування повинні шукати нові методи збільшення доходної бази місцевого бюджету. Як метод додаткової мобілізації коштів може слугувати кредитний ринок з його інвестиційним капіталом.

Одним з видів залучення інвестиційних коштів органами місцевого самоврядування для реалізації непопулярних проектів є випуск муніципальних цінних паперів. Муніципальні облігації – це інструмент, який задовольняє як емітента, котрий отримує кошти на втілення своїх програм і проектів, у результаті чого зникає потреба збільшувати місцеві податки для забезпечення підвищених витрат із місцевого бюджету, так і інвесторів, які зазнають збитків, оскільки стають власниками цінних паперів, що приносять хоч не завжди великий, але стабільний прибуток, а також населення регіону, яке одержує важливі для нього об'єкти у сферах виробництва, торгівлі та обслуговування, не підпадаючи при цьому під підвищене оподаткування.

Вирішальним фактором у випуску муніципальних облігацій постає зобов'язання міста повернути кошти інвестору у визначений строк та у повному обсязі зі сплатою відсотків. Тому виникає потреба у надійній, добре спланованій та прозорій схемі повернення коштів інвесторам, що неможливе без державного регулювання та контролю за доцільністю і потребою місцевого органу влади у такому методі мобілізації коштів до місцевих бюджетів.

Дослідженню теоретичних і практичних аспектів функціонування ринку муніципальних цінних паперів присвятили свої праці такі вітчизняні та за-

рубіжні вчені: О. Орлюк, І. Бураковський, В. Тарачева, У. Карликов, Р. Рибалко, В. Падалко, О. Барановський, В. Муратов, Дж. Сакс, У. Тірск, М. Ноль та інші, котрі висвітлюють такі проблемні питання як процедура випуску муніципальних облігацій, їхнє правове забезпечення як в Україні, так і в країнах з розвинутою та перехідною економіками; також ними досліджується ринок муніципальних облігацій та їхня привабливість для інвесторів. Велику роль вітчизняні вчені приділяють вивченню зарубіжного досвіду та розробленню рекомендацій щодо ефективності залучення та використання інвестиційних джерел місцевими органами влади, що має підвищувати їхню фінансову незалежність в умовах обмеженості ресурсів.

Хоча існує багато ґрунтовних досліджень вітчизняних та зарубіжних вчених, все ж таки деякі питання, пов'язані з випуском та обігом цінних паперів місцевих органів влади, залишаються не розв'язаними та суперечливими [3].

Для отримання інвестицій місцевими органами влади шляхом випуску облігацій необхідно мати правову забезпеченість, недостатність якої значно ускладнює процедуру виходу на внутрішній або зовнішній ринки цінних паперів. Перед емітентом постає питання вибору організатора випуску цінних паперів та підвищення їхньої інвестиційної привабливості. Одним з чинників, що впливають на привабливості цінних паперів, є

кредитний рейтинг як самого емітента, так і конкретного випуску муніципальних облігацій. Таким чином дана стаття присвячена питанням, пов'язаним з процедурою отримання кредитного рейтингу місцевими органами самоврядування.

Перш ніж розглядати процедуру отримання рейтингу, визначимо нормативно-правове забезпечення випуску муніципальних цінних паперів. Види нормативно-правових актів та їхні характеристики наведені в табл. 1.

Таблиця 1

Нормативно-правове забезпечення рейтингового оцінювання емітентів в Україні

	Нормативно-правові акти	Положення
1.	Постанова КМУ «Про затвердження порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів» від 24 лютого 2003 р. № 207	Визначає процедуру здійснення запозичень до місцевих бюджетів відповідно до умов, визначених у Бюджетному кодексі у вигляді випуску муніципальних цінних паперів, а також кредитів, кредитних ліній. Також визначає обов'язкове рейтингування міст при емісії цінних паперів
2.	Розпорядження КМУ «Про схвалення Концепції створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки, суб'єктів господарювання» від 01.04.2004 №208	Концепція визначає критерії, що досліджуються під час проведення рейтингової оцінки, на основі результатів якої встановлюється ступінь кредитного ризику, пов'язаного з об'єктом оцінки, яка оформляється як кредитний рейтинг, визначений за національною шкалою. По закінченні роботи складається звіт, що містить обґрунтування кредитного рейтингу
3.	Рішення ДКЦПФР «Про схвалення Методичних рекомендацій щодо створення та розвитку незалежних інформаційних та рейтингових агентств» №370 від 31.08.2004	Це рішення регулює створення та розвиток незалежних інформаційних та рейтингових агентств, що спеціалізуються на наданні інформаційних послуг на фондовому ринку, та має на меті сприяння формуванню прозорого фондового ринку для прийняття виважених інвестиційних рішень та інтеграції України у світовий фондовий ринок шляхом надання періодичних і достовірних рейтингових оцінок учасникам і регуляторам ринку, захист інвестора від недоброякісної та неправдивої інформації, розбудови системи національного рейтингування
4.	ЗУ ВРУ «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23.02.2006	Визначає види цінних паперів, емітентів та їх діяльність на фондовому ринку, а також регламентує схему випуску цінних паперів та їх обертання на фондовому ринку
5.	Рішення ДКЦПФР «Про затвердження Порядку ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі Свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств» № 444 від 23.06.2006	Визначає порядок ведення Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та видачі свідоцтв про включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств. Контроль за дотриманням даного нормативного акта покладений на ДКЦПФР
6.	Постанова КМУ «Про затвердження Національної рейтингової шкали» № 665 від 26 квітня 2007 р.	Дана постанова визначає шкалу, згідно з якою відбувається оцінювання кредитоспроможності емітента та конкретної емісії, а також містить пояснення щодо кредитної оцінки

Складено автором на підставі даних нормативно-правової бази України [4]

Відповідно до законодавства України проводити рейтингове оцінювання можуть лише компанії, які отримали свідоцтво на цей вид діяльності від ДКЦПФР. Саме ж рейтингування місцевих органів влади можуть здійснювати рейтингові компанії як за національною шкалою, якщо місцеві органи влади планують здійснити за позичення на внутрішньому фінансовому ринку, так і за міжнародною шкалою – для розміщення муніципальних цінних паперів на зовнішньому фінансовому ринку. Також при здійсненні емісії визначається кредитний рейтинг забезпеченості муніципальних облігацій, який може змінюватися залежно від багатьох факторів як внутрішніх (політична ситуація в країні, зниження кредитного рейтингу держави, інфляційні процеси та ін.), так і зовнішніх (світові економічні кризи, інтегрованість країни в світовий економічний простір та ін.) [1].

Отже, відповідно до законодавства України однією з вимог щодо здійснення запозичень органами місцевого самоврядування є отримання кредитного рейтингу як самого регіону, так і конкретного виду позики (в нашому випадку – це випуск муніципальних облігацій). В табл. 2 відображені кредитні рейтинги муніципалітетів, сформовані на підставі висновків найбіль-

ших міжнародних рейтингових компаній.

Деякі табл. 2 дають підстави стверджувати, що рейтинги муніципалітетів є низькими. Майже всі муніципалітети окрім Києва, Бердянська та Харкова за національною шкалою отримали рейтинг uaBB, який характеризується кредитоспроможністю, нижчою ніж достатня, порівняно з іншими українськими позичальниками та характеризується високою залежністю рівня кредитоспроможності від впливу несприятливих комерційних, фінансових та економічних умов. Інші ж міста з кредитним рейтингом AA(ukr) є більш стабільними з високою кредитоспроможністю і характеризуються незначною чутливістю щодо впливу несприятливих економічних умов. Відповідно щодо рейтингів місцевих органів самоврядування за міжнародною шкалою, то зі зниженням суверенного кредитного рейтингу України до рівня CCC+/Негативний відбувся процес зниження кредитних рейтингів і для ре-гіонів до цього ж рівня, що характеризується досить високими ризиками щодо виконання своїх зобов'язань перед інвесторами.

В табл. 3 відображено кредитні рейтинги конкретних випусків муніципальних облігацій, здійснених органами місцевого самоврядування в Україні.

Таблиця 2

Суверенний кредитний рейтинг України та кредитні рейтинги органів місцевого самоврядування

Рейтингове агентство	Standard & Poor's		Moody's Investors Service		Fitch Ratings	
	Між. шкала	Нац. шкала	Між. шкала	Нац. шкала	Між. Шкала	Нац. шкала
Україна	CCC+ /Негативний	uaBBB	B2/ Негативний		B/ Негативний	AA(ukr)
АРК	CCC+ /Негативний	uaBB				
Бердянськ			B2/ Негативний	Aa3.ua		
Дніпропетровськ	CCC+ /Негативний	uaBB				
Івано-Франківськ	CCC+ /Негативний	uaBB				
Київ	CCC+ /Негативний		B2/ Негативний		B/ Негативний	AA(ukr)
Луганськ	CCC+ /Негативний	uaBB				
Львів	CCC+ /Негативний	uaBB				
Одеса	CCC+ /Негативний	uaBB			B/ Негативний	AA-(ukr)
Харків			B2/ Негативний		B/ Негативний	AA-(ukr)

Складено автором на підставі даних ДКЦПФР [5]

Рейтинги муніципальних цінних паперів в Україні

Рейтингове агентство	Найменування боргового інструмента	Standard & Poor's		Moody's Investors Service		Fitch Ratings	
		Між. шкала	Нац. шкала	Між. шкала	Нац. шкала	Між. шкала	Нац. шкала
Бердянськ	Облігації на суму 10 млн грн терміном погашення в 2012 році			B1/Стабільний	Aa3.ua		
Дніпропетровськ	Облігації на суму 50 млн грн	B+ /Стабільний	uaA+ /Стабільний				
Київ	Єврооблігації на суму \$250 млн терміном обігу 5 років	BB-/Стабільний				BB-/Стабільний	
Київ	Облігації на суму 100 млн грн терміном обігу до 25.11.2008	BB-/Стабільний					
Київ	Облігації на суму \$150 млн терміном обігу до 08.08.2008	BB-/Стабільний					
Київ	Облігації на суму \$200 млн терміном обігу до 15.07.2011	BB-/Стабільний					
Київ	Облігації на суму 1,275 млрд грн терміном обігу 10 років						AA(ukr)
Луганськ	Облігації на суму 29,3 млн грн терміном погашення в 2012		uaBBB+ /Стабільний				
Луганськ	Облігації на суму 50 млн грн		uaBBB+ /Стабільний				
Львів	Облігації (сер.С) на суму 300 млн грн терміном обігу 5 років	CCC+	uaBB				
Львів	Облігації на суму 200 млн грн	B+ /Стабільний	uaA+ /Стабільний				

Складено автором на підставі даних ДКЦПФР [5]

З табл. 3 видно, що муніципальні облігації м. Києва за міжнародною шкалою мають рейтинг на рівні BB-/Стабільний, що порівняно з іншими регіонами є найвищим результатом. Рейтинг Дніпропетровська та Львова знаходиться на рівні B+/Стабільний, який характеризується високим рівнем залежності від економічної ситуації в країні. За націо-

нальною рейтинговою шкалою рейтинги міст знаходяться на середньому рівні і певною мірою залежать від фінансової та економічної ситуації в країні.

На рис. 1 графічно відображено вірогідність невиконня боргових зобов'язань позичальником по боргових зобов'язаннях відповідно до кредитного рейтингу.

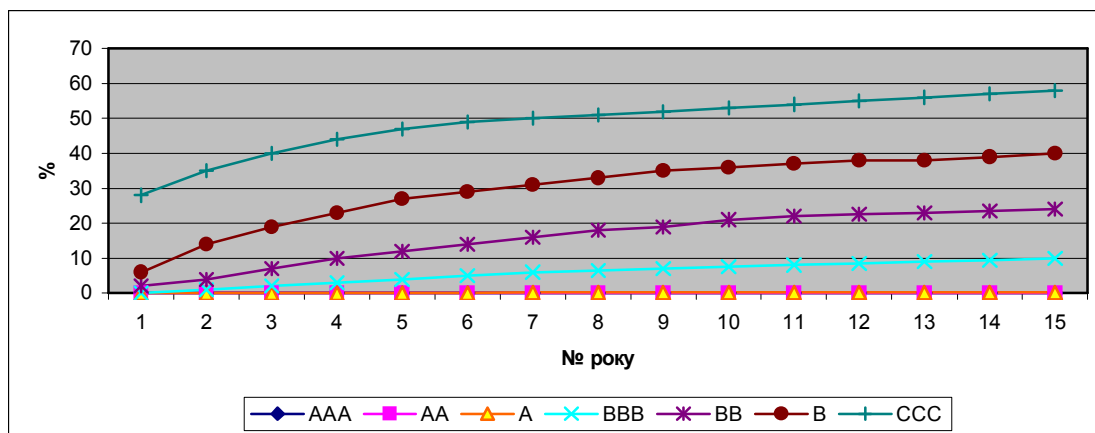


Рис. 1 Графічне відображення вірогідності дефолту

Джерело: Standart & Poor's Risk solutions [1]

Якщо проаналізувати дані, наведені в табл. 2 та 3, і порівняти їх з даними рис. 1, то можна стверджувати, що в Україні склалася така ситуація, що всі місцеві органи самоврядування мають найнижчий рейтинг та найвищу вірогідність дефолту за довгостроковими зобов'язаннями, але якщо розглядати безпосередньо рейтинги муніципальних цінних паперів, то вірогідність невиконання власних зобов'язань знаходиться на рівні 5-15% протягом терміну обертання муніципальних облігацій м. Києва, та може коливатися на рівні 8-45% відповідно у інших регіонах.

Відповідно щодо самої процедури отримання рейтингу місцевими органами самоврядування можна виділити такі етапи:

1. Організаційний. На цьому етапі відбувається оформлення заявки на отримання кредитного рейтингу, підписання угоди місцевих органів влади з рейтинговою компанією. Відбувається підготовка рейтинговою компанією аналітичної групи, надсилається запит до місцевого самоврядування на отримання необхідних документів для проведення рейтингування та планування зустрічей з керівництвом і відповідальними співробітниками замовника.

2. Безпосередній аналіз. Включає в себе розгляд та аналіз працівниками рейтингової компанії отриманої інформації як від замовника, так і з інших достовірних джерел. Основними складовими аналізу кредитоспроможності органів місцевого самоврядування є оцінка якісних та кількісних показників. Зокрема розглядається:

- аналіз економіки регіону (демографічна, соціально-економічна ситуації в регіоні, перспективи економічного зростання);

- структура та якість ведення менеджменту в досліджуваному регіоні (система міжбюджетних відносин, баланс доходів і витрат, структура органів управління та політика, яка проводиться органами місцевого самоврядування, бюджетна та інвестиційна політика, внутрішній фінансовий контроль);

- бюджетна політика в регіоні (аналіз доходної частини бюджету, її джерела та гнучкість, аналіз видаткової частини бюджету, виконання бюджету в цілому та його потреби у борговому фінансуванні);

- фінансовий стан у регіоні (ліквідність, боргове навантаження, збалансованість зобов'язань).

3. Заключний. Рейтинговий комітет на основі даних, отриманих після проведення 2-го етапу, вивчаючи отримані результати визначає рейтингову оцінку замовника і направляє йому письмове повідомлення разом з рейтингом та рейтинговим звітом з обґрунтуваннями. Після цього рейтинг публікується за згодою замовника. Якщо ж з деяких причин замовник вважає, що кредитний рейтинг визначений неправильно, він має право протягом 10 календарних днів подати до рейтингового агентства апеляцію про перегляд рейтингу з аргументацією своєї незгоди та підкріпити її фактичними даними та документами, які можуть суттєво вплинути на визначення рейтингу. Після аналізу таких документів рейтингова компанія остаточно визначає рейтинг замовника, який не підлягає оскарженню.[8]

У розвинутих країнах світу отримання кредитного рейтингу набуло широкого розповсюдження і використовується при випуску як корпоративних цінних паперів, так і державних та муніципальних. Муніципалітети проводять ефективну політику з підвищення власних рейтингів, прикладом чого є дані, наведені в табл. 4.

Кредитні рейтинги найбільших міст США

Рейтинг Міста	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Нью-Йорк	AA	Aa3	AA-
Лос-Анжелес	AA	Aa2	AA
Чікаго	AA-	Aa3	AA
Філадельфія	BBB	Baa1	BBB+
Детройт	BBB	Baa2	BBB
Сан-Франциско	AA	Aa3	AA-
Бостон	AA+	Aa1	AA
Вашингтон	A+	A1	(NA)
Новий-Орлеан	BB	Baa3	BBB-
Лас-Вегас	AA	Aa2	AA
Атланта	AA-	Aa3	(NA)
Майямі	A+	A2	A
Колорадо	AA	Aa3	(NA)
Бірінгем	AA	Aa3	AA-
Лінкольн	AAA	Aaa	(NA)

Складено автором на підставі даних [6]

Як можна бачити з табл. 4, кредитні рейтинги міст США, встановлені найбільшими міжнародними рейтинговими агентствами, є високими і коливаються на рівні від BB до AAA. Це свідчить про ефективну політику муніципалітетів та стабільну ситуацію в країні в цілому. Цінні папери, випущені з таким кредитним рейтингом, є досить стабільними та мало залежать від зміни економічних показників. Вірогідність невиконання зобов'язань за такими цінними паперами досить низька і може коливатись на рівні 1-5% у довгостроковому періоді.

Значення такого високого рейтингу також впливає на рівень довіри до позичальника, а відповідно і до зменшення відсоткових ставок (це можна побачити на рис. 2).

Як можна побачити на рис. 2, довіра до випущених в США муніципальних цінних паперів зміцнювалась протягом всього досліджуваного періоду, що виражається зі зменшенням відсоткової ставки з майже 7,5% у 1990 році до 4,5% у 2005-2007 роках.

Україна на відміну від США має досить малий досвід випуску муніципальних облігацій, тому і не дивно, що використання цього інструмента у якості додаткового джерела доходів місцевих органів самоврядування має чимало проблем та суперечностей. Місцеве самоврядування США має високий рівень децентралізації і тому може більш чітко контролювати власні доходи та видатки. Самостійність місцевого самоврядування дозволяє ефективно проводити політику, спрямовану на підвищення кредитного рейтингу території за ра-

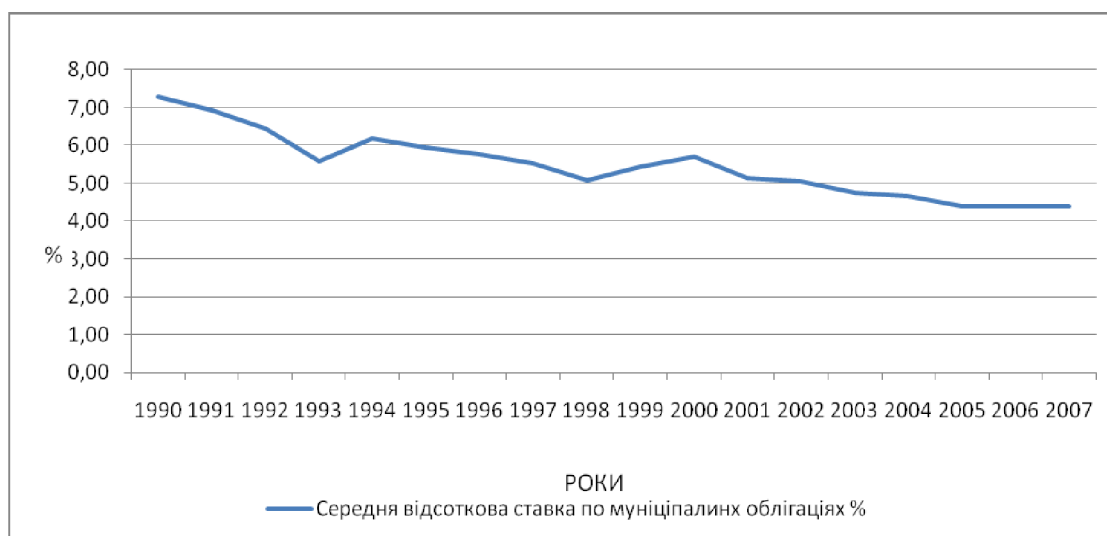


Рис. 2. Зміни відсоткових ставок за муніципальними облігаціями в США в 1990-2007 рр.

Складено автором на підставі даних [7]

хунок стабільної доходної бази, що дозволяє отримувати нові запозичення за досить привабливими умовами. Уряд всіляко підтримує роботу місцевих органів самоврядування, чітко прописуючи у нормативно-правових актах процедури, пов'язані з випуском та обігом муніципальних облігацій, що зводить до мінімуму виникнення суперечностей. Підвищуючи кредитний рейтинг місцеві, самоврядування тим самим зміцнюють власну доходну базу, створюють нові методи контролю за цільовим використанням коштів, піднімають на новий рівень як короткострокове, так і довгострокове планування, більш чітко визначають пріоритетність вирішення завдань, поставлених перед ними [2].

В Україні для ефективного використання муніципальних цінних паперів необхідно здійснити перехід органів місцевого самоврядування від розвитку регіонів за допомогою субсидювання до ринкових методів, підвищення фінансової забезпеченості міст за рахунок збільшення доходних джерел, удосконалення нормативно-правового забезпечення муніципальних запозичень, створення ринку муніципальних цінних паперів, підвищення якості управління місцевими фінансами та запровадження відповідальної фінансової політики. А також проводити політику, направлену на економічне зростання регіону. Впровадженням цих заходів у комплексі приведе до підвищення кредитоспроможності регіонів,

а відповідно і вплине на кредитний рейтинг як відповідного муніципалітету, так і самих цінних паперів при подальших їх випусках. Відповідно до збільшення кредитного рейтингу зросте довіра до позичальника і він в свою чергу зможе обирати найбільш оптимальні та вигідні умови запозичень.

Література

1. Муніципальні запозичення в Україні. Міжнар. науково-практ. конф. «Проблеми фінансування розвитку великих міст за рахунок муніципальних запозичень та шляхи їх розв'язання», Київ, 29 вересня 2004 р. /За заг. ред. В. І. Кравченка, В. М. Падалки, Д. М. Гриджука.-К.: [Міжнародний Інститут Фінансів], 2005.-192 с.

2. Муніципальні позики: світова практика та український досвід. За ред. І.Бураковського. К.:К.І.С., 2000, с.72.

3. Фінанси України «Теоретичні та практичні проблеми управління муніципальними запозиченнями в Україні», 2007р., №11 с.86

4. Сайт ВР України www.rada.gov.ua

5. Сайт ДКЦПФР www.ssmc.gov.ua

6. Сайт статистики США www.census.gov

7. Сайт федеральної резервної системи США www.federal.reserv.gov

8. Сайт рейтингового агентства «Кредит-рейтинг» www.credit-rating.com.ua

РІЦП