

ОКРЕМІ ПИТАННЯ УПРАВЛІННЯ РИЗИКАМИ ПІД ЧАС ВИПУСКУ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ

**Вадим
Телятников,**
Асистент кафедри
«Фінансові ринки»
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
ім. Вадима
Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

Муніципальні облигації є по суті борговими цінними паперами, випущеними місцевими органами влади для прискорення соціально-економічного розвитку територіальної одиниці за рахунок фінансових ресурсів, отриманих на основі ринкових відносин.

Мобілізація коштів за рахунок випуску муніципальних облигацій набула широкого розповсюдження не лише у країнах з розвинутою економікою, але й у країнах з перехідною економікою. Частка країн, які здійснюють емісію муніципальних облигацій, постійно зростає і це пов'язано з розвитком процесів децентралізації повноважень і наданням більших свобод у прийнятті рішень територіальним органам влади.

Багато вітчизняних та зарубіжних вчених приділяють увагу дослідженню теоретичних і практичних аспектів функціонування ринку муніципальних цінних паперів. До них належать: О. Орлюк, І. Бураковський, В. Тарачева, У. Карликов, Р. Рибалко, В. Падалко, О. Огонь, О. Барановський, В. Муратов, Дж. Сакс, У. Тірск, М. Ноель та інші. В своїх працях вчені висвітлюють такі проблемні питання, як процедура випуску муніципальних облигацій, їх правове забезпечення як в Україні, так і в країнах з розвинутою та перехідною економіками, також досліджується ринок муніципальних облигацій та їхня привабливість для інвесторів, визначають причини виникнення ризиків під час випуску цінних паперів та шляхи їх мінімізації. Велику роль вітчизняні вчені приділяють вивченню зарубіжного досвіду та розробці рекомендацій щодо ефективності залучення та використання інвестиційних джерел місцевими органами влади, тим самим підвищуючи їхню фінансову незалежність в умовах обмеженості ресурсів.

У своїх багаточисленних працях науковці визначають муніципальні облигації як доволі специфічний інструмент на ринку цінних паперів, досліджують його використання. Та все ж таки залишається багато суперечностей у розгляді даного питання.

Незважаючи на те, що муніципальні облигації є досить привабливим інструментом на фінансовому ринку як для емітента (залучення фінансових ресурсів на доволі вигідних умовах), так і для інвестора (вищий рівень надійності ніж у корпоративних облигацій) все ж таки виникають ризики, пов'язані з емісією та обігом цього інструменту. Тому дану статтю присвячено питанням, пов'язаним з ризиками, які виникають в процесі емісії та обігу муніципальних цінних паперів, і методам їх мінімізації.

Перш ніж розглядати методи управління ризиками, пов'язаними з випуском муніципальних облигацій, визначимо їх види та природу виникнення.

Економіка будь-якої країни має низку ризиків, які можуть по-різному виражатися і впливати на економічну ситуацію в державі. До таких ризиків можна віднести політичну ситуацію в країні (політична нестабільність, зміна політичної системи тощо), яка суттєво впливає на соціально-економічний розвиток країни в цілому, на її світовий рейтинг та інвестиційну привабливість як зовнішніх, так і внутрішніх інвесторів. Також важливим чинником, який впливає на економічну ситуацію в країні, виступають інфляційні процеси, які впливають на зменшення національного багатства та зниження доходів населення внаслідок знецінення

національної валюти. Держаний борг є складовою національної безпеки країни та у випадку неефективного управління ним становить високу загрозу для держави [1]. Зростання зовнішнього та внутрішнього державного боргу може призвести до дефолту країни, що неминуче відобразиться на подальшому її розвитку. Оголошення дефолту країною свідчить про її неплатоспроможність перед кредиторами як зовнішніми, так і внутрішніми, після чого знижується довіра до держави, а відповідно відбувається і відтік інвестицій з економіки країни. Рівень інтеграції національної економіки в світовий економічний простір призводить до нових ризиків, пов'язаних зі зміною світових економічних процесів, прикладом яких може слугувати світова економічна криза, яка розпочалася 2008 року і триває донині [2].

Розглянемо ризики, які виникають на фондовому ринку. На ринку цінних паперів виникають інвестиційні ризики, які полягають як у втраті капіталу, інвестованого в цінні папери, так і втраті очікуваного доходу від використання інструментів фондового ринку. Існує і ризик, пов'язаний зі зміною ліквідності цінних паперів, тобто вірогідність зменшення попиту на конкретні цінні папери на вторинному ринку або можливе нерозміщення конкретної емісії на первинному ринку в зв'язку зі зміною потреб ринку, або інших ситуацій. Також можна назвати ризик, пов'язаний з падінням фондового ринку, що не залежить від конкретного виду цінних паперів, унаслідок чого інвестор не зможе отримати в повній мірі свій дохід. До складових цього ризику можна віднести ризик, пов'язаний з інфляцією (отримані доходи зменшуються за рахунок знецінення грошової одиниці), ризик пов'язаний зі зміною законодавства (зміна політичного курсу країни, відмова уряду від виконання раніше наданих зобов'язань та інші), ризик, пов'язаний зі зміною відсоткової ставки (зменшення відсоткової ставки внаслідок змін на ринку цінних паперів).

До ризиків на ринку цінних паперів, пов'язаних з конкретним інструментом, можна віднести:

- кредитний ризик, тобто емітент не зможе в повній мірі виплатити відсотки

інвестору або повернути в повній мірі та у визначений строк інвестовані кошти;

- ризик, пов'язаний з вибором країни (економічна ситуація в країні, її кредитний рейтинг, рівень розвитку фондового ринку);

- регіональний ризик, ризик пов'язаний з конкретним регіоном у країні (розвиток регіону, особливості регіональної політики як на рівні держави, так і конкретного регіону);

- селективний ризик – ризик, пов'язаний з неефективним вибором цінних паперів під час формування інвестиційного портфелю;

- ризик некредитоспроможності емітента [6].

Тепер розглянемо ризики, безпосередньо пов'язані з випуском муніципальних облігацій. До таких ризиків можна віднести кредитний ризик, цінний ризик, валютний ризик, ризик погашення та обслуговування зобов'язань, зміни законодавства та регулювання випуску муніципальних цінних паперів, ризик втрат внаслідок непередбачуваних стихійних лих.

Серед вище перелічених ризиків можна виділити найбільш значимі ризики при випуску муніципальних облігацій, пов'язаних зі своєчасністю та повнотою виконання своїх зобов'язань емітентом, що є також і першочерговим при визначенні ціни запозичення, а також кредитним ризиком для інвестора. Дані види ризиків тісно пов'язані між собою, оскільки вони оцінюють вірогідність фінансових втрат (як емітента, так і інвестора) внаслідок невиконання або виконання не в повній мірі своїх зобов'язань емітентом перед інвестором, що може призвести до дефолту. Дефолт для емітента означає додаткові витрати на обслуговування власного боргу, погіршення кредитного рейтингу емітента, а відповідно і зменшенню вірогідності отримання запозичень у майбутньому. Дані види ризиків визначаються сукупністю як зовнішніх факторів, на які емітент не може вплинути (зміна макроекономічних показників, зміна законодавства, виникнення непередбачуваних обставин та інші), так і внутрішніми, на які емітент має безпосередній вплив (фінансова, боргова політика емітента, ефективно та цільове використання коштів емітентом та інше) [5].

Випускаючи муніципальні облігації, емітент зіткається з великою кількістю ризиків, величина яких впливає на інвестиційну привабливість даного виду цінних паперів. Відповідно до цього емітенти розробляють та впроваджують політику, пов'язану з мінімізацією ризиків. До методів управління ризиками можна віднести:

- рейтингування як емітента, так і конкретної емісії;
- страхування муніципальних облігацій;
- гарантії, пов'язані з підвищенням надійності даного виду цінних паперів.

Розглянемо дані методи управління ризиками більш докладно.

Кредитний рейтинг – це думка рейтингового агентства про емітента, визначена на основі даних, отриманих безпосередньо від замовника. Кредитний рейтинг визначає ступінь надійності емітента та конкретної емісії, а також визначає вірогідність можливого дефолту. Кожний емітент намагається підвищити свій кредитний рейтинг, унаслідок чого відкривається його доступ до більш дешевих кредитних ресурсів. Використання кредитного рейтингу має чимало мінусів, пов'язаних з його використанням. Перш за все рейтинг емітента муніципальних облігацій не може бути вищим за загальний рейтинг країни, що значно обмежує емітента у отриманні доступу до дешевих кредитних ресурсів. По-друге, можуть бути надані недостовірні дані, внаслідок чого визначається неправильний кредитний рейтинг. По-третє, рейтингове агентство не може передбачити виникнення певних обставин, які не залежать від емітента (стихійне лихо, зміна фінансової політики країни та інше), а також у багатьох країнах є не обов'язковим визначення кредитного рейтингу емітента, що підвищує ризик інвестування в муніципальні облігації цих країн.

Страхування муніципальних облігацій є специфічною послугою, якою користуються органи місцевого самоврядування для підвищення надійності емітованих цінних паперів. За допомогою страхування емітент гарантує високу надійність по власних зобов'язаннях перед емітентом. Застраховані муніципальні облігації гарантують повернення коштів інвестору з прибутком майже у будь-якому випадку. Для емітента

страхування муніципальних облігацій є одним із способів зниження плати за отримані кредитні ресурси, а також гарантією у своєчасному розрахунку з інвестором під час виникнення непередбачуваних обставин (погіршення фінансового стану емітента, інше).

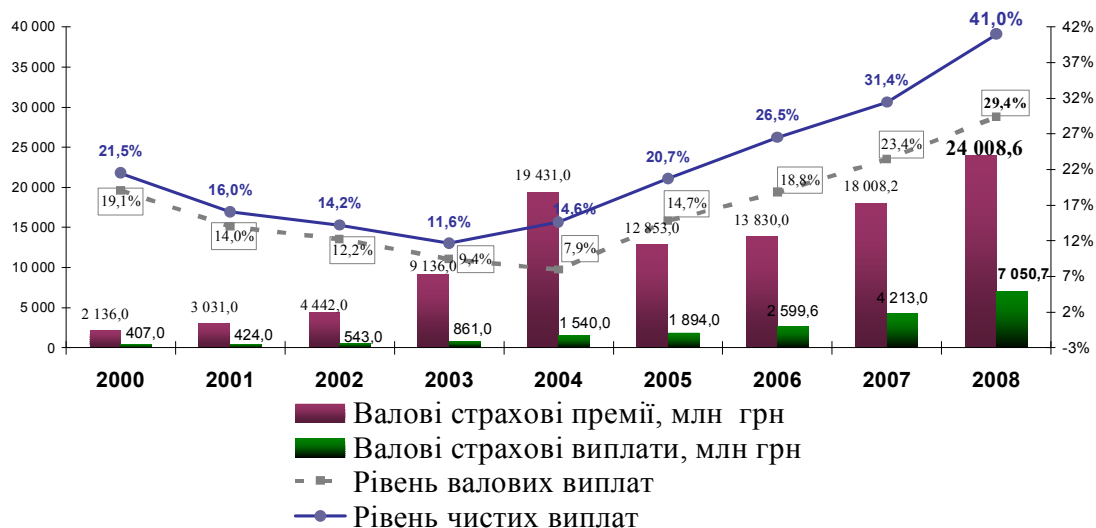
Гарантії – це цікавий метод управління ризиками емітента муніципальних облігацій. Гарантії можуть надаватися як самим емітентом – у нашому випадку місцевими органом влади – так і урядом країни. В різних країнах гарантіями виконання зобов'язань за муніципальними облігаціями може виступати заставне майно, земля, проекти, в які було вкладено інвестиції, фінансова допомога уряду для відновлення кредитоспроможності місцевих органів влади, а також контроль держави за муніципалітетами, яким надано право на здійснення емісії муніципальних облігацій, законодавче регламентування випуску боргових цінних паперів. В Україні уряд не дає жодних гарантій щодо виконання зобов'язань місцевими органами влади перед інвесторами, а лише на законодавчому рівні визначає певні обмеження щодо боргової політики муніципалітетів, а відповідно і регламентує процедуру здійснення запозичень до місцевих бюджетів.

Серед розглянутих методів управління ризиками при випуску муніципальних цінних паперів найбільш оптимальним можна назвати страхування, так як ні держава, ні емітент, ні інвестор не несуть збитків за несвоечасне виконання боргових зобов'язань.

На сучасному етапі розвитку в Україні страхування муніципальних цінних паперів не набуло широкого використання, хоча цей метод є досить ефективним у отриманні кредитних коштів на вигідних умовах. За допомогою страхування посилюється контроль за цільовим використанням запозичених коштів емітента з боку страховика, так як страхова компанія не зацікавлена у зниженні кредитоспроможності страхувальника (емітента).

Розглянемо коротко сучасний стан страхового ринку України.

На сучасному етапі розвитку в Україні сформувалась досить розгалужена система страхування. На кінець 2008 року нараховується 469 страхових компаній.



Джерело: дані Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [7]

Рис. 1. Динаміка премій та виплат СК у період з 2000 до 2008 року

З рис.1 видно, що страховий ринок активно розвивається, починаючи з 2000 року. Валові страхові премії зростають високими темпами з 2000 по 2004 р.р., хоча в 2005 році відбувається невеликий спад та надалі можна спостерігати впевнене зростання надходжень фінансових ресурсів до СК. Відповідно до валових страхових премій спостерігається протягом 2000-2008 рр. стабільне зростання валових страхових виплат, які не перевищують 30% надходжень валових страхових премій.

На рис.2 можемо спостерігати зростання перестраховування в Україні. Даний вид послуги активно використовується вітчизняними СК. З 2005 по 2008 роки зростає частка коштів, сплачених на перестраховування резидентам та значно скоротилися страхові премії

за перестраховування нерезидентам, хоча з 2000 по 2004 р. спостерігалась зворотня тенденція.

Отже, виходячи з вище наведених даних, можна твердити про активний розвиток страхового ринку в Україні. Зросла довіра до вітчизняного страхового ринку, досить активно використовується перестраховування, страхові компанії активно розвивають нові види послуг.

Страховий ринок України має високий потенціал для розвитку нових напрямків у сфері страхування, зокрема і страхування муніципальних облігацій.

Досить широкого застосування страхування муніципальних облігацій набуло в США. Інвестори все частіше намагаються знизити свої ризики до



Джерело: дані Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [7]

Рис. 2. Перестраховування в Україні в період з 2000 до 2008 року

мінімуму і в умовах пониження рейтингів платоспроможності муніципалітетів в США все більше надають перевагу застрахованим цінним паперам. У США частка застрахованих муніципальних цінних паперів на ринку становить близько 48% і постійно збільшується. За допомогою страхування муніципалітети підвищують рівень рейтингів емісії до найвищого рівня AA та AAA надійності, тим самим зменшуючи відсоткову ставку по запозиченнях. Доцільним вважається страхування муніципальних облігацій, якщо відсоткова ставка по запозиченню разом з витратами на страхування є нижчою, ніж відсотки по сплаті незастрахованих цінних паперів, випущених місцевими органами влади [9].

У світі виділяють таких найбільших страховиків муніципальних облігацій як Financial Guaranty Insurance Company (FGIC AMN, Inc.) та MBIA Company (Асоціація зі страхування муніципальних облігацій). Ці установи надають додаткові гарантії по муніципальних облігаціях, підвищуючи тим самим їх кредитний рейтинг. Починаючи з 1984 року компанією FGIC AMN було надано страхових гарантій на 13500 муніципальних облігацій. Ці фінансові інституції підвищують рейтинг муніципальних облігацій до максимумально можливого (AAA), незважаючи навіть на додаткові витрати (плата за страхування емісії муніципальних облігацій становить близько 3% від суми страхового контракту і покриває основну суму боргу та відсотки по ній), що дозволяє муніципалітетам вигідніше розміщувати облігації і тим самим щорічно зменшувати витрати на обслуговування боргу.

Зважаючи на те, що в Україні місцеві органи влади потребують значних фінансових ресурсів на власні потреби, якими держава не в змозі їх забезпечити, було б доцільно створити базу для розвитку та популяризації страхування муніципальних облігацій.

Страховий ринок Україні динамічно розвивається. Відповідно розвиток страхового ринку потребує створення нових страхових продуктів та надання нових страхових послуг. Такою страховою послугою може стати страхування муніципальних облігацій. Даний вид гарантій виглядає привабливим для інвесторів, які надають перевагу надійності вкладень своїх інвестицій. За допомогою таких гарантій рейтинг муніципальних облігацій можна значно підвищити і цей рейтинг не буде обмежуватися суверенним рейтингом країни, тим самим відкриваючи доступ до дешевих кредитних ресурсів.

Література

1. Економічний глобалізм: розвиток та зростання // За ред. В. В. Рокочої. – К., 2005. – С. 83.
2. *Матвійчук А. В.* Економічні ризики в інвестиційній діяльності: Монографія. – Вінниця, 2002. – С. 36.
3. *Новодворський Я.* Сучасні тенденції діяльності хедж-фондів як лідерів глобального інвестиційного середовища // Економіка України. – 2006. – № 12. – С. 62-67.
4. Проект Закону України « Про місцеві запозичення і місцеві гарантії»
5. *Румянцев С.* «Розвиток ринку муніципальних облігацій» // Цінні папери України. – 2006, № 8-9
6. *Савенко О.* «Ринок муніципальних облігацій» // Ринок цінних паперів України. – 2007, № 1-2
7. Сайт державної комісії з цінних паперів та фондового ринку: www.ssmc.gov.ua
8. Сайт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України: www.dfp.gov.ua
9. <http://www.bionomicfuel.com/7-reasons-to-invest-in-insured-municipal-bonds/>

РЦПУ