

*Брус С.І.*

## **МУНІЦИПАЛЬНІ ОБЛІГАЦІЇ В УКРАЇНІ У КОНТЕКСТІ ПЕРСПЕКТИВИ ВИКОРИСТАННЯ**

В статті розкриваються можливості та перспективи використання в Україні облігацій місцевих позик для стимулювання розвитку міст та регіонів, реформування житлово-комунального господарства, муніципальної та транспортної інфраструктури та ін. Розглянуто досвід використання інструментів муніципальних запозичень у розвинутих країнах. Проаналізовано українські реалії розповсюдження облігацій місцевих позик. Надано пропозиції щодо стимулювання розвитку ринку облігацій місцевих позик.

**Ключові слова:** муніципальні облігації, місцеві позики, облігації.

*Брус С.И.*

## **МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В УКРАИНЕ В КОНТЕКСТ ПЕРСПЕКТИВЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ**

В статье описываются возможности и перспективы использования в Украине облигаций местного займа для стимулирования развития городов и регионов, реформирования жилищно-коммунального хозяйства, муниципальной и транспортной инфраструктуры и др. Рассмотрен опыт использования инструментов муниципальных займов в развитых странах. Проанализировано украинские реалии распространения облигаций местных займов. Даются предложения по стимулированию развития рынка облигаций местных займов.

**Ключевые слова:** муниципальные облигации, местные займы, облигации.

*Brus S.I.*

## **MUNICIPAL APPLICATIONS IN UKRAINE THE CONTENT OF THE PERSPECTIVES OF USE**

The article describes the opportunities and prospects for using local loan

bonds in Ukraine to stimulate the development of cities and regions, reforming the housing and communal services, municipal and transport infrastructure, etc. The experience of using the tools of municipal loan in developed countries is considered. The Ukrainian realities of distribution of bonds of local loans are analyzed. Offers on stimulation of development of the market of bonds of local loans are given.

**Key words:** municipal bonds, local loans, bonds.

**Виклад основного матеріалу.** Інструментарій державних запозичень дозволяє здійснювати фінансування багатьох важливих інвестиційних проектів, зокрема які пов'язані з реформою житлово-комунального господарства, муніципальної та транспортної інфраструктури, енергоефективних технологій та ін.

В Україні ринок державних запозичень в силу певних обставин був «зав'язаний» на пріоритетності фінансуванню бюджетного дефіциту. Розширення використання державних цінних паперів (ДЦП) в Україні у системі антикризових заходів призвело до зростання участі держави на ринку як покупця та посередника, в тому числі і опосередковано – через державні банки та компанії. Вже сьогодні ринок надає позитивні сигнали щодо ОВДП та казначейських зобов'язань, номінованих у іноземній валюті, певний потенціал має і попит населення, однак, як і спекулятивний попит нерезидентів, він не є постійним і надійним джерелом фінансування.

Запуск децентралізації дасть можливість місцевим органам влади випускати власні інфраструктурні та муніципальні цінні папери<sup>1</sup>. Концентрація коштів у державному бюджеті зменшувала можливість місцевих бюджетів не тільки оперувати коштами для фінансування місцевих проектів, але й гальмувала розвиток такого інвестиційного інструменту, як

---

<sup>1</sup>Треба зазначити, що вживані терміни муніципальні облігації та інфраструктурні облігації є умовними, так як законодавчо закріплений термін «облігації внутрішніх місцевих позик», а термін інфраструктурні облігації зовсім не закріплений в законодавстві. Але у науковому середовищі така термінологія є загальноприйнятою.

муніципальні та інфраструктурні облігації.

Крім того, інструментарій державних запозичень вкрай важливий для розвитку недержавного пенсійного забезпечення, інших форм колективного інвестування, страхових компаній. Значні резерви для зростання ринку державних запозичень становлять заощадження населення та реформа медичного страхування.

Випуск муніципальних облігацій має ряд позитивних моментів для емітентів:

- через випуск муніципальних облігацій можуть фінансуватися довгострокові проекти, які потребують значних ресурсів та мають тривалий термін окупності;

- через реалізацію місцевих облігацій покриваються потреби у фінансуванні проектів, які є важливими для певної громади але не мають великого значення для загальнодержавних потреб (громадський транспорт, системи житлово-комунального господарства, будівництво житла, закладів освіти, охорони здоров'я, культури та ін.);

Щодо привабливості такого інструментарію для інвестора, то позитивним в цьому сенсі є:

- муніципальні облігації високорозвинутих країн вважається досить надійним інструментом (рейтинги таких інструментів є найвищої категорії та прирівнюються до міжнародного кредитного рейтингу країни в цілому), а доходи, які по ним виплачуються, у багатьох країнах, не обкладаються податком;

- муніципальні облігації достатньо ліквідний інструмент, що користується попитом на вторинному ринку цінних паперів;

- такі інструменти високо котируються як заставні та забезпечення та є більш надійним інструментом у порівнянні з акціями та корпоративними облігаціями;

- існує досить багато видів муніципальних цінних паперів, які можуть диверсифікуватися за ступенем надійності, процентним ставкам, географії та

умовам випуску, а також можуть випускатись під фінансування різних інвестиційних проектів;

– відсутність застави, на відміну від банківських кредитів, та налагодження безпосередніх відносин з інвесторами.

Стійке та ефективне функціонування інфраструктури – необхідна умова високих темпів економічного зростання, забезпечення цілісності та обороноздатності країни, якості життя населення, раціональній інтеграції країни в світову економіку. Розбудова та модернізація інфраструктурних проектів потребує об'єднання державного та приватного капіталу, одним із варіантів є розміщення інфраструктурних облігацій концесіонером [1].

Одним із способів залучення інвестиційних коштів є випуск інфраструктурних цінних паперів під реалізацію державою та муніципалітетом інфраструктурних проектів. В основному фінансування інфраструктурних проектів в Україні здійснюється через укладення концесійних або інвестиційних договорів. Але таке фінансування має негативні сторони. По-перше, про інвестований приватними структурами інфраструктурний проект не переходить у власність інвесторами, а може біти відданий йому у експлуатацію лише на умовах оренди. По-друге, недостатні умови гарантії та рефінансування за умов можливості неповернення вкладених коштів. Одним із можливих механізмів залучення інвестиційних коштів для фінансування інфраструктурних проектів є випуск інфраструктурних облігацій державою та муніципалітетами на умовах державно-приватного партнерства.

В багатьох високорозвинутих країнах місцеві позики та випуск місцевих облігацій займає досить значне місце у фінансуванні інфраструктурних та інвестиційних проектів місцевих органів влади. Здійснення місцевих запозичень в світовій практиці відбувається на засадах так званого «золотого правила», що передбачає використання запозичених коштів лише на капітальні витрати. Такі обмеження законодавчо закріплені в Бразилії, країнах Центральної Африки, Індії, Канаді, США, Австрії, Німеччині,

Нідерландах, Франції, Швеції та ряді інших [2].

Як свідчить досвід США та країн Західної Європи, як правило, за рахунок муніципальних запозичень здійснюється фінансування будівництва і реконструкції об'єктів житлово-комунального господарства, закладів освіти й охорони здоров'я, сфери публічного транспорту, будівництва автомобільних доріг, портових споруд, туристичної інфраструктури [3].

В США випуск муніципальних облігацій, як довгострокового фінансового інструменту має досить довгу історію. У 50-60 роках частка облігацій та інших позичкових коштів, які надходили у бюджети місцевих органів для фінансування муніципальних програм перспективного розвитку становила 50%. У кінці 70-х такі програми фінансувалися через позичкові ресурси в обсязі 60% [4].

Є три основні види муніципальних облігацій, які випускаються місцевими органами влади у США:

- Генеральні облігації;
- Дохідні облігації;
- Облігації промислового розвитку (на капітальний розвиток)

Через генеральні облігації (General Obligation Bonds) або облігації забезпеченні загальною безумовною гарантією муніципальної влади або влади штатів фінансуються проекти, які не зможуть мати власних джерел покриття після їх реалізації, тому на відміну від інших муніципальних цінних паперів, їх гарантією є загальна сума доходів, яка є у розпорядженні місцевих органів. Тобто місцеві органи влади можуть перерозподіляти кошти з будь-яких незахищених бюджетних статей, брати кредити або збільшувати податкову ставку для покриття відсотка та основної суми боргу.

Інвестор має пріоритетне право вимоги за цими облігаціями, тому ризики є мінімальними, а відсоткові ставки нижчі у порівнянні з іншими інструментами.

Окремі штати мають право встановлювати законодавчі обмеження на заборгованість по муніципальним облігаціям. Більшість штатів використали

це право та встановили ліміти по обсягах заборгованості за генеральними облігаціями місцевих випусків. Генеральні облігації в залежності від забезпечення можуть поділятися на такі, що забезпеченні лише частиною податкових повноважень муніципалітета, обмеженістю по максимальному підняттю податкових ставок, можливістю погашення лише за рахунок спеціальних податків та ін. Ще однією особливістю випуску генеральних облігацій є умова отримання дозволу місцевим законодавчим органом або, частіше, через проведення референдуму, так як майбутні погашення будуть здійснюватися через перерозподіл доходів місцевих бюджетів та стосуватися усіх територіальних платників податків. Отримати підтримку населення досить важливо, але практика показує, що 35% проведених референдумів щодо випуску генеральних облігацій мають негативний результат.

Доходні облігації випускаються під проекти, які після їх реалізації будуть мати власні джерела доходів. Позитивним у реалізації проектів та випуску дохідних облігацій є те, що:

- Витрати на погашення випуску стосуються лише споживачів платних послуг на які було отримано фінансування (погашення відбувається або за рахунок продажу послуг, або через продаж об'єкта комерційним структурам);

- Випуск не потребує процедури узгодження з місцевим законодавчим органом влади та підготовки референдуму;

- У законодавстві не має лімітів щодо випуску цього виду муніципальних облігацій.

На відміну від генеральних облігацій такий інструмент є більш ризиковим для інвестора. Якщо витрати не зможуть бути покриті за рахунок продажу послуг, то держатель облігацій не зможе вимагати повернення коштів у державних органів, так як дохідні інструменти не забезпечені гарантією державних органів влади. Гарантією є лише встановлення адекватної плати, що покриє як основну суму боргу, так і відсотки за ним. В якості додаткового забезпечення емітент може створити певний «резерв», що

може бути використаний для погашення облігацій місцевих позик.

Одним із різновидів доходних облігацій є так звані «двоствольні» облігації, забезпеченням по яким є не тільки майбутні доходи, але й гарантії муніципальних органів влади. В основному це стосується проектів, в яких зацікавлена уся громада. Ризики за такими облігаціями є меншими, тому податкові ставки також порівняно менші. В певному сенсі «двоствольні» облігації є більш вигідними навіть за генеральні, як для інвестора, так і для емітента, так як мають декілька джерел погашення, розроблений докладний інвестиційний план та не мають лімітів по випуску.

Облігації промислового розвитку. В загальному вигляді їх призначення стосується позабюджетних витрат (інша назва – муніципальні облігації для потреб приватного сектора). Такі облігації можна назвати аналогом приватно-державного партнерства, коли за рахунок державних коштів фінансується будівництво об'єктів, які відповідають інтересам як муніципальним, так і приватним. Наприклад, поява нових робочих місць або економічний розвиток конкретного регіону. Емітентом таких цінних паперів виступає муніципалітет. Щодо забезпечення по випуску це може бути договір оренди приватною фірмою об'єкта, іпотечний договір, договір поетапного викупу або інше.

Європейський ринок муніципальних цінних паперів є менш розвинутим у порівнянні з ринком США. На це впливає більш розвинутий американський фондовий ринок та ринок фінансових послуг на відміну від європейського, де більш розвинутий є ринок банківських послуг та фінансування через кредитування.

В європейських країнах регулювання ринку муніципальних облігацій, на відміну від США, значно централізовано. У Великобританії контроль за муніципальними випусками здійснюється центральними органами влади.

Найбільш розвинутими ринками муніципальних запозичень серед європейських країн є ринки з високою бюджетною децентралізацією. Наприклад, в Німеччині емітентами місцевих цінних паперів можуть

виступати землі, райони, муніципалітети. В Німеччині та Франції центральні органи влади не контролюють обсяги випусків цінних паперів. Але на законодавчому загальнонаціональному рівні закріплені умови випуску муніципальних цінних паперів.

У Франції фінансування через випуск муніципальних облігацій стосується лише інвестиційних проектів [5]. Можливість покриття дефіциту бюджету або інших потреб через такі інструменти не передбачена. Через новий випуск місцевих позик не може бути здійснене рефінансування випусків минулих періодів, а обслуговування основної суми та відсотків боргу повинне бути закладене в бюджет.

У Швеції великі місцеві громади можуть самі організовувати випусків позичок. Невеликі муніципалітети організовують муніципальні позики через міжмуніципальні фінансові корпорації *KommuninvestCooperativeSociety*, що належить шведським муніципалітетам. Компанія має високий рейтинг та позичаючи на міжнародних ринках під невеликий відсоток.

Така ж система організації випуску муніципальних облігацій діє і в Данії. Асоціація *KommuneKredit* надає позики муніципалітетам та компаніям під гарантії місцевих органів влади [6]. Власниками та членами асоціації є 284 муніципалітета країни та підприємства з ними пов'язані. Ринок муніципальний цінних паперів, який належить *KommuneKredit* оцінюється у 74%.

Невеликі муніципалітети, об'єднавшись можуть не отримати рейтинги на окремі випуски та знизити їх ризиковість. Самі асоціації мають високі рейтинги на рівні державних. Європейський фондовий ринок фактично не має розвинутого вторинного ринку. Високий рейтинг облігацій робить їх популярними серед інституційних інвесторів, які скуповують такі цінні папери в момент випуску та утримують їх до погашення.

В Нідерландах незважаючи на обіг муніципальних цінних паперів на біржовому ринку, їх обсяг досить незначний та становить менше відсотка від загального обсягу обігу облігацій на Амстердамській фондовій біржі.



У світовій практиці фінансування інфраструктурних проектів через випуск інфраструктурних облігацій є загальноприйнятим. Вони можуть випускатись як державними (муніципальними) органами влади, так і приватними або державними корпораціями під урядові та місцеві гарантії. В основному фінансування через випуск інфраструктурних облігацій здійснюється для затратних довготермінових проектів, таких як створення інфраструктурних індустріальних районів, спорудження автомобільних магістралей та високошвидкісного залізничних колій, відновлення системи житлово-комунального господарства. Інфраструктурні облігації характеризуються низькою дохідністю, великими строками обігу (розраховані на період будівництва та експлуатації об'єкту), нижчими, у порівнянні з випусками корпоративних облігацій, ризиками та вищими рейтинговими оцінками.

В Україні перша спроба випуску муніципальних облігацій була здійснена у 1995 році Київською міською радою. В той же час склався порядок випуску та затверджено законодавство та нормативні акти, які регулювали їх порядок випуску та обігу. Але широкої популярності серед вітчизняних місцевих органів влади муніципальні облігації не набули. З 1995 по 1997 випуски муніципальних цінних паперів запропонували інвесторам Харківська міська рада, Дніпропетровська, Черкаська, Одеська, Львівська, Краматорська, Запорізька, Херсонська Івано-Франківська та Крим. Облігації випускалися на різні цілі: розвиток пасажирського автотранспорту міста; стабілізація роботи міської енергосистеми; активізація надходжень продовольчих товарів на споживчий, житлові програми та інше. Але у 1998 році місцева влада м. Одеси не змогла погасити основну частину зобов'язань, фактично об'явивши дефолт. Пізніше було здійснене рефінансування позики. Основними причинами вбачалися нераціональна інвестиційна та боргова політика, завищена відсоткова ставка за облігаціями.

Порядок випуску місцевих цінних паперів регулюється різними

законодавчими та підзаконними актами<sup>2</sup>. За законодавством України випуск місцевих позик повинен реєструватися у Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку України. Бюджетний кодекс передбачає, що місцеві запозичення та випуск місцевих цінних паперів здійснюється Верховною Радою Автономної Республіки Крим, Київською, Севастопольською міською радою, міськими радами міст обласного значення. Позичати кошти у міжнародних фінансових організацій можуть міські ради будь-якого рівня [7].

Постанова Кабінету Міністрів України від 16 лютого 2011 р. № 110 «Про затвердження порядку здійснення місцевих запозичень» регулює форми випуску, механізм, запозичень, умови погодження з Міністерством фінансів України. В обов'язковому порядку випуски повинні мати рейтинг, який визначається уповноваженими НКЦПФР рейтинговими агентствами або визнаними Комісією міжнародними рейтинговими агентствами.

НКЦПФУ у «Положенні про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу» визначає порядок здійснення емісії облігацій, порядок реєстрації випуску та проспекту емісії облігацій, внесення змін до проспекту емісії, реєстрацію реструктуризації боргових зобов'язань за запозиченнями, порядок погашення, скасування та анулювання випусків.

Треба зазначити, що щодо випуску та погашення цінних паперів місцевих органів влади Комісія встановила наступні обмеження. По-перше, Сукупний обсяг запозичень до місцевого бюджету шляхом випуску облігацій місцевих позик не може перевищувати обсягу дефіциту бюджету розвитку спеціального фонду місцевого бюджету на відповідний рік. По-друге,

---

<sup>2</sup>Засади функціонування інституту місцевих запозичень в Україні містяться наступних законодавчих актах: Бюджетний кодекс України, прийнятий Законом України №2456-VI від 08 липня 2010 р., Постанова Кабінету Міністрів України від 16 лютого 2011 р. № 110 «Про затвердження порядку здійснення місцевих запозичень», Наказ Міністерства фінансів України «Про затвердження Порядку ведення Реєстру місцевих запозичень та місцевих гарантій» № 866 від 25 липня 2012 р., «Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу», затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29 квітня 2014 року № 578; зі змінами внесеними рішеннями НКЦПФРУ від 23.09.2014 № 1250 та від 29.04.2015 № 621; Закон України «Про місцеве самоврядування в Україні» (стаття 26, пункт 26).

Видатки місцевого бюджету на обслуговування місцевого боргу не можуть перевищувати 10 відсотків видатків загального фонду місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, коли планується обслуговування місцевого боргу. Також НКЦПФРУ визначила цілі, на які можуть витрачатися кошти від розміщення облігацій, якими є фінансування бюджету розвитку бюджету Рад та використання їх для створення, приросту чи оновлення стратегічних об'єктів довготривалого користування або об'єктів, які забезпечують виконання завдань Рад, спрямованих на задоволення інтересів населення Автономної Республіки Крим і територіальних громад міст.

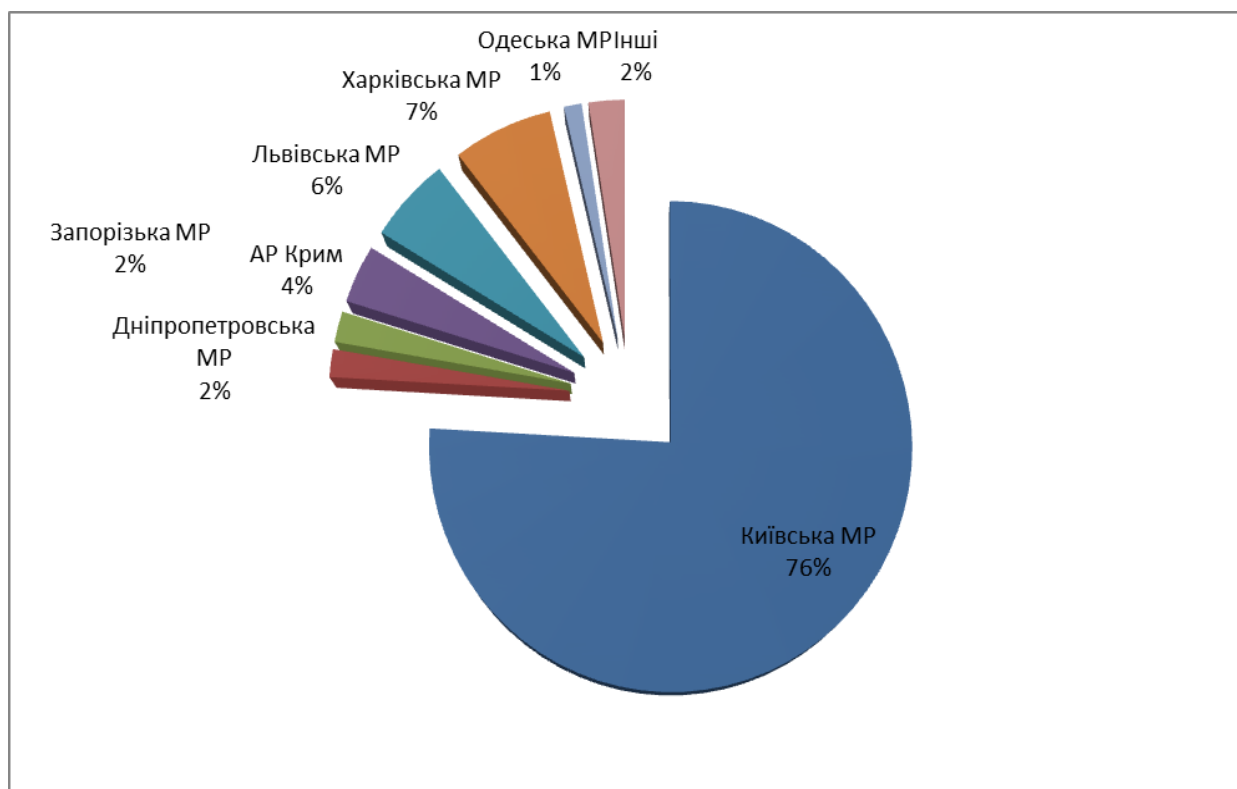
В Україні законодавства, яке б регулювало випуск інвестиційних цінних паперів не має. У 2013 році у Верховній раді України був зареєстрований законопроект «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів» розроблено Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку України. В ньому, зокрема, передбачалося введення терміну «корпоративні облігації», а також запровадження нових видів корпоративних облігацій таких як біржові, інфраструктурні та концесійні облігації. З цією законодавчо було передбачено створення умов для врегулювання питань емісії та обігу інфраструктурних, концесійних та біржових облігацій.

Своїм правом на випуск муніципальних облігацій за останні 10 років скористалися 20 міських рад, з них 14 міст обласного підпорядкування та 6 інших міст. Загальний обсяг емісії облігацій місцевих органів влади з 2005 по 2015 роки становив 10,573 млрд. грн., що є досить незначним у порівнянні з потребами у ресурсах місцевих органів влади для відновлення транспортного парку, вирішення житлово-комунальних потреб, інфраструктури дитячих та навчальних закладів у нових мікрорайонах та інше.

Треба зазначити, що попит на такі облігації у міст є. Наприклад, в 2010 р. на ринок муніципальних запозичень планували вийти 14 українських міст та АРК. Незважаючи на їх хорошу кредитну історію, низьке боргове

навантаження та достатні можливості щодо обслуговування і погашення боргу, Мінфін відмовив кільком містам (Черкаси, Запоріжжя, Крим) у випуску облігацій, посилаючись на технічний меморандум між Україною та МВФ.[8]

Найбільшу емісію облігацій здійснила Київська міська адміністрація. Було випущено у 2012 році облігацій місцевих позик на суму 5,4 млрд. грн. та у 2014 році на суму 2,4 млрд. грн. Але потрібно зазначити, що у 2014 році м. Київ був єдиним емітентом таких облігацій. Частка Києва в загальному обсязі випущених муніципальних облігацій за 2005–2015 роки становить 75,67%. (див .рис. 1). Одними із найбільших емітентів муніципальних облігацій стали міста Львів та Харків. Частка Харкова у загальному обсязі зареєстрованих випусків становить 6,66%, Львів випустив облігації на загальну суму 592 млн грн. та має частку ринку у 5,59%



**Рис. 1 Частка емітентів у загальному обсязі випущених муніципальних облігацій за 2005–2015 роки, %**

Джерело: Складено за даними річних звітів НКЦПФРУ

Зауважимо, що Київ випускав облігації внутрішніх місцевих позик лише

в останні роки. В докризовий період Київська міська адміністрація кредитувалася через зовнішні запозичення.

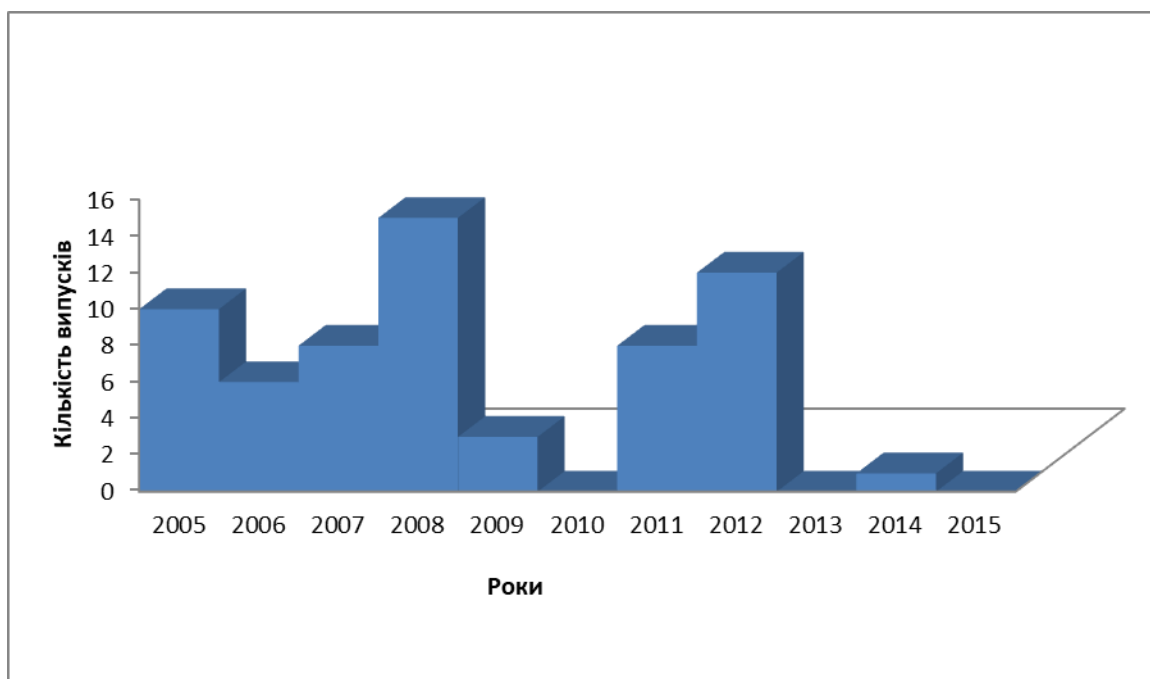
Київ з 2005 року здійснив три емісії облігацій зовнішньої місцевої позики на загальну суму \$600 млн. за ставкою 8-8,75% річних, що майже вдвічі менше, ніж ставка за аналогічні позики на національному ринку. Треба зазначити, що така ставка на той момент була характерною для усіх вітчизняних емітентів муніципальних бондів та зовнішніх місцевих запозичень. У 2007 р. Одеська міська рада отримала кредит від іноземної фінансової установи на 50 млн. швейцарських франків під 8,5% річних. У 2012 р. кредит від Північної екологічної корпорації (НЕФКО) під 3% річних терміном до 6 років були отримані вісьмома українським містам для фінансування екологічних проектів.

У 2010, 2013, 2015 та 2016 роках жодне місто не скористалося своїм правом на випуск муніципальних цінних паперів. Такий стан справ залежить від комплексу причин:

- 1) Низький рівень довіри потенційних інвесторів до муніципальних облігацій у зв'язку з обмеженістю власних ресурсів у місцевих бюджетів;
- 2) Низький рівень розвитку та ефективність суб'єктів інфраструктури фондового ринку;
- 3) Низький рівень захисту прав інвесторів;
- 4) Низька ліквідність державного ринку цінних паперів, зокрема місцевих позик;
- 5) Поглиблення соціально-економічної кризи в Україні та геополітичних ризиків.

Найбільша кількість випусків муніципальних облігацій була зареєстрована НКЦПФРУ у 2008 році – 15 випусків (див рис. 2). Емітентами навіть стали міста не обласного підпорядкування, такі як Краматорськ, Северодонецьк, Бориспіль. При чому у 2009 році було зареєстровано лише 3 випуски. Після фінансової кризи та провального для муніципальних емітентів 2010 року, кількість зареєстрованих випусків

зросла до 8 (4 емітенти), а у 2012 році до 12 (випустили облігації Київська, Дніпропетровська, Запорізька та Кременчуцька міськради). За 2013–2016 емітентом облігацій внутрішніх місцевих позик став лише Київ. Зазначимо, що за період січень-квітень 2017 року жодних випусків муніципальних облігацій місцевими органами влади в Україні зареєстровано не було.



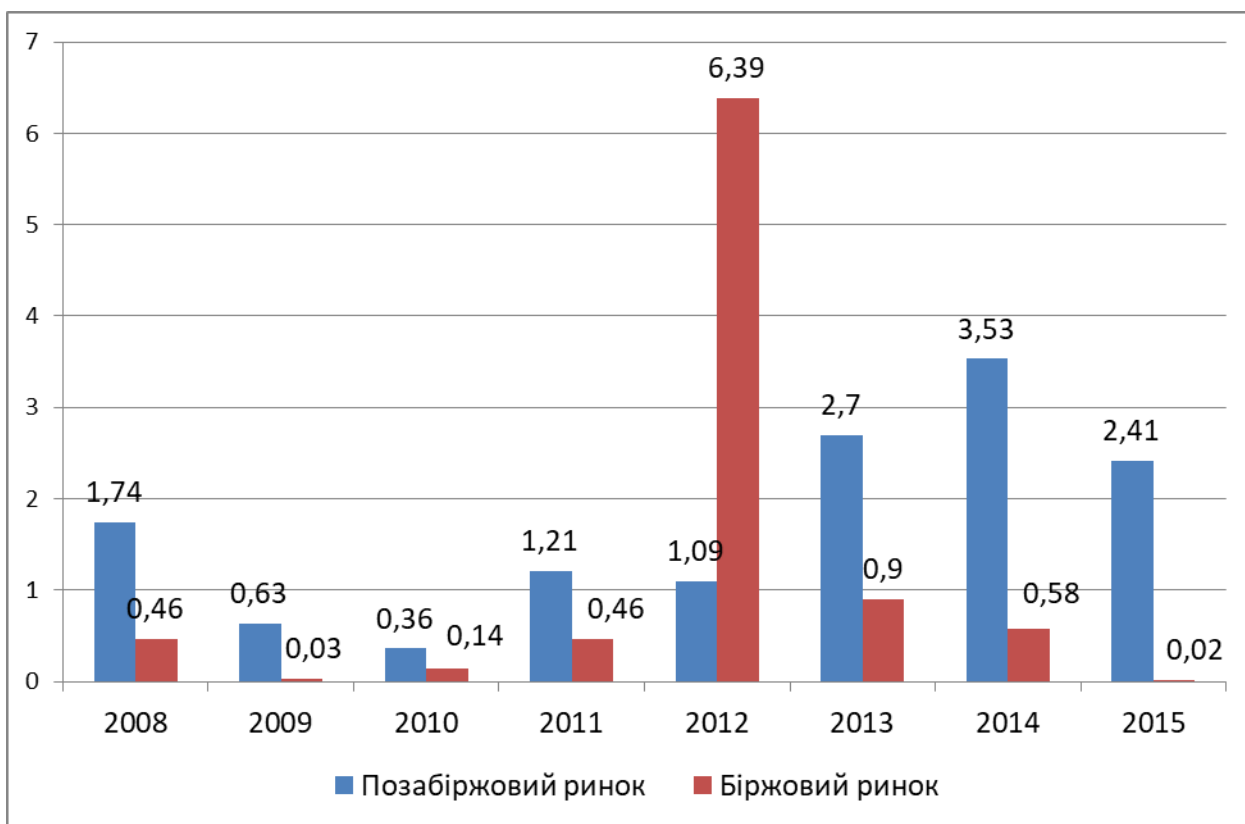
**Рис. 2 Кількість зареєстрованих випусків муніципальних облігацій у 2005–2015 роках, од.**

Джерело: Складено за даними річних звітів НКЦПФРУ

Станом на кінець 2015 року кількість випусків муніципальних облігацій, які перебували в обігу на фондовому ринку становила лише 68. В біржові списки включено лише 4 випуски. У 2014 році на біржах торгували муніципальними облігаціями 8 випусків.[9] Треба зазначити, що з 2009 року це найменша кількість випусків, які торгуються на біржовому фондовому ринку. У 2009 році на біржовому ринку здійснювався обіг 24 випусків, а у 2012 році 26 випусків облігацій. Обсяг торгів облігаціями місцевих позик на біржовому та позабіржовому фондовому ринку у 2010-2014 роках, млрд. грн. наведено у рисунку 3.

У 2015 році обсяг торгів облігаціями місцевих позик на біржовому ринку становив 19,80 млн грн., що становило 0,82% всього біржового ринку. Частка

обсягу торгів муніципальними облігаціями на фондовому ринку у 2015 році становила лише 0,11%. Найбільшим попитом користувалися облігації Київської, Черкаської та Кременчуцької міських рад.



**Рис. 3 Обсяг торгів облігаціями місцевих позик на біржовому та позабіржовому фондовому ринку у 2008-2015 роках, млрд. грн.**

Джерело: Складено за даними за даними річних звітів НКЦПФРУ

Лише у 2012 році обсяг торгів місцевими облігаціями на біржовому ринку перевищив обсяги позабіржового майже у 6 раз. Загальний обсяг за цей період у порівнянні з 2011 роком збільшився у 4,5 рази з 1,67 млрд. грн. до 7,48. У 2014 році обсяги торгів на фондовому ринку у порівнянні з 2013 роком збільшилися з 3,6 млрд грн. до 4,11 млрд грн., а обсяги біржових торгів зменшилися на 35 млн. грн. (у 1,5 рази).

У загальній структурі торгів на ринку цінних паперів у 2014 році частка торгів муніципальними облігаціями зменшилася з 0,21 у 2013 році до 0,18 % у 2014 році. У 2014 році частка обсягу торгів облігаціями місцевих позик на біржовому ринку становила 14,11 % та зменшилася майже у два рази порівняно з 2013 роком.

**Висновки.** Основні риси вітчизняного ринку муніципальних облігацій наступні:

- Високий рівень бюджетної централізації в Україні та обмеженість встановлення рівня податкових надходжень до місцевими бюджетів органами самоврядування на місцях, що робить місцеві запозичення ризиковими та неліквідними;

- Досить обмежена кількість емітентів муніципальних цінних паперів (останнім часом з 12000 потенційних учасників ринку місцевих позик емітентами виступили лише 19 міських рад);

- Несистемність виходу на ринок муніципальних позик органів місцевого самоврядування;

- Невисокі обсяги торгів муніципальними цінними паперами на фондовому ринку, зокрема на біржовому ринку;

- Складність процедури виходу як на внутрішній, так і на зовнішній ринки позикових ресурсів.

2) Для України можна визначити основні передумови використання інфраструктурних облігацій наступні:

- Розробка законодавчої бази, яка б регулювала випуски як облігацій муніципальних, так і інфраструктурних;

- Розробка спеціальних нормативних документів, що регулюють випуски муніципальних цінних паперів;

- Стимулювання розвитку ринку місцевих позик;

- Впровадження ринку сек'юритизованих цінних паперів;

- Розвиток інфраструктури вітчизняного фондового ринку (системи депозитарного обліку, клірингу, біржової торгівлі та ін.).

- Створення вітчизняного ринку довгострокового інвестування (розвиток страхових компаній, інститутів спільного інвестування, медичного та «лайфого» страхування, реформування пенсійної системи).

3) Практика досвіду функціонування ринку місцевих запозичень в країнах ЄС, зокрема Швеція, Данія, свідчить про те, що невеликим



територіальним громадам не раціонально виходити на ринок муніципальних запозичень самотійно. Рейтинг їх випусків буде значно вищий за рейтинги державних цінних паперів та великих громад, збільшиться також відсоток по виплатах, що може бути не підйомним для невеликої громади.

Невеликі муніципалітети організовують муніципальні позики через міжмуніципальні фінансові корпорації. Такі асоціації можуть створюватися як акціонерні товариства з частками власності муніципалітетів, держави, державних або приватних корпорацій. Компанія буде мати високий рейтинг та організовувати позички на міжнародних ринках під невеликий відсоток, за рахунок яких буде фінансувати місцеві органи влади та компанії, які з ним пов'язані.

В Україні таким органом може стати Фонд місцевого розвитку. Основним його функціональним завданням повинно стати не стільки надання кредитів, скільки сприяння розвитку ринку місцевих облігаційних позичок, надання гарантій та створення можливостей невеликих територіальних

4) Досвід випуску муніципальних облігацій штатами та місцевими органами влади Сполучених Штатів Америки, свідчить про те, що повинні бути розроблені та прийняті на законодавчому рівні чіткі критерії та обмеження виходу місцевих органів влади на фінансовий ринок з метою встановлення системи контролю за позичками та недопущення дефолтів.

5) Через випуск інфраструктурних облігацій за участю приватного сектору в Україні може фінансуватися відновлення інфраструктури районів Донецької та Луганської області постраждалих в результаті бойових дій. В умовах низьких темпів зростання економіки та недостатності коштів у державному та місцевих бюджетах, залучення приватних інвесторів через випуск інфраструктурних цінних паперів органами державної влади або під їх гарантії, може стати дієвим механізмом відновлення не тільки інфраструктури, але й промисловості постраждалих регіонів.

6) Однією із умов ефективної реалізації інфраструктурних проектів, як

на державному, так і місцевому рівнях, повинно стати розробка механізму випуску інфраструктурних облігацій на умовах державно-приватного партнерства.

7) Необхідні заходи:

- Розробити механізм для випуску на ринок наступних довгострокових інвестиційних інструментів: муніципальні облігації, інфраструктурні облігації.

- Забезпечити стимулюючий вплив держави на розбудову вторинного ринку ДЦП в чотирьох ключових сферах (депозитарна система, кліринг, маркетмейкерство, біржова діяльність).

- Посилити функціональні позиції держави в усіх елементах інфраструктури за рахунок її консолідації, а також усунути перепони для подальшого розвитку ринку (зокрема, РЦ ускладнює професійним учасникам надання супутніх послуг на ринку).

- Для підвищення ліквідності вторинного ринку ДЦП України необхідно здійснити консолідацію ринкової інфраструктури (розрахункової, біржової, депозитарної). Вертикальна інтеграція (об'єднання функцій) та горизонтальна (об'єднання сегментів ринку) суб'єктів депозитарної системи з одночасним збереженням контролю НБУ над депозитарною системою (через участь в капіталі) здатне підвищити ефективність функціонування ринкової інфраструктури за рахунок зниження трансакційних витрат та уніфікації системи розрахунків по цінних паперах.

- Середньостроковій перспективі по мірі відновлення макрофінансової стабільності пріоритетними завданнями розвитку ринку ДЦП має бути зниження адміністративного тиску на ринок ОВДП; зниження частки НБУ до передкризового рівня у 15–20%; уніфікація цінних паперів для підвищення ліквідності ринку через вивід цінних паперів, що не мали необхідного попиту серед інвесторів; підвищення якісних характеристик залучених фінансових ресурсів; залучення заощаджень дрібних інвесторів.

## Список використаних джерел

1. Качалина, Н. Лебедева. Инфраструктурные облигации: бытыли не быть в России // Рынок ценных бумаг. 2009. – № 9. – С. 24.
2. Усков И. В. Становление рынка местных займов в Украине: международный опыт // Проблемы і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. пр. – Суми: ДВНЗ "Українська академія банківської справи" НБУ, 2012. – Вип. 34. – С. 302-310
3. Правове регулювання запозичень до місцевих бюджетів у Сполучених Штатах Америки та країнах Західної Європи / О. Духовна // Підприємництво, господарство і право. — 2009. — № 10. — С. 199-202.
4. Municipal bonds / Management Information Service, ICMA: IMS Report, vol. 19/no. 6, June 1987. – 20 p.
5. Воробьев Б. Г. Формирование рынка муниципальных облигационных займов в РФ / Б. Г. Воробьев, А. Д. Рузанкин. – Спб.: Астерион, 2007. – 167 с.
6. Безсмертная Е. Облигационные займы США и Западной Европы. Что ближе России? // Рынок ценных бумаг. 2000. - № 24(183). - С. 82-88
7. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження порядку здійснення місцевих запозичень» № 110 від 16.02.2011 р» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/110-2011-%D0%BF>
8. Елена Самойлова Тиша наринку муніципальних запозичень / [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/review/12814>
9. Річний звіт НКЦПФРУ за 2015 рік / [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/>

*Брус Світлана Іванівна* – к.е.н., старший науковий співробітник, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України».