

Вячеслав КОЗАК

Сергій МОСКВІН

Володимир ПОСПОЛІТАК

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

Київ 2020

ШВЕЙЦАРСЬКО-УКРАЇНСЬКИЙ ПРОЕКТ
«ПІДТРИМКА ДЕЦЕНТРАЛІЗАЦІЇ В УКРАЇНІ» DESPRO
«УКРАЇНСЬКЕ ОБ'ЄДНАННЯ РИНКІВ КАПІТАЛУ» UCMA

Вячеслав КОЗАК

Сергій МОСКВІН

Володимир ПОСПОЛІТАК

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

Київ 2020

УДК 352/354.073.52:336.763.3](100)(075.8)
К59

Уміщені у виданні інформація та матеріали є вільними для копіювання, перевидання та поширення по всій території України всіма способами, якщо вони здійснюються безоплатно для кінцевого споживача та якщо за такого копіювання, перевидання та поширення є обов'язковим посилання на авторів і суб'єкта майнового права на цю інформацію та розробки.

Висловлені у цій роботі погляди належать авторам і можуть не відображати офіційну позицію Швейцарсько-українського проекту «Підтримка децентралізації в Україні» DESPRO.

Авторський колектив:

В. І. Козак, експерт з питань публічних послуг Швейцарсько-українського проекту «Підтримка децентралізації в Україні» DESPRO, доцент кафедри публічного управління та адміністрування Національного авіаційного університету, кандидат наук з державного управління;

С. О. Москвін, президент громадської спілки «Українське об'єднання ринків капіталу» (UCMA), кандидат економічних наук;

В.В. Посполітак, зав. кафедрою ПВНЗ "Міжнародний інститут менеджменту (МІМ-Київ)", доцент кафедри приватного права Національного університету «Киево-Могилянська академія», кандидат юридичних наук.

Рецензенти:

М. О. Бурмака, в.о. завідувача кафедри міжнародного менеджменту ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана», кандидат економічних наук, доцент

М. О. Лібанов, член Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, кандидат юридичних наук

К59 Фінансові інструменти: міжнародний досвід випусків муніципальних облігацій : навчальний посібник / В. І. Козак, С. О. Москвін, В. В. Посполітак. – К. : DESPRO, 2020. – 109 с.

ISBN 978-617-7523-61-0

У посібнику надається всеохоплюючий огляд ринків муніципальних облігацій у світі, Європі та окремих країнах, зокрема у Польщі. Визначено, яку роль відіграють муніципальні облігації як засіб залучення боргових коштів на регіональному та місцевому рівнях. Муніципальні облігації також розглядаються як один із фінансових інструментів з фіксованим доходом, що відповідає критеріям ESG (Environment, Social and Governance). На окремих прикладах успішних випусків та погашень муніципальних облігацій охарактеризовано, яку користь для місцевих жителів може принести ринок боргового капіталу.

Навчальний посібник розрахований на осіб, які проходять підвищення кваліфікації фахівців органів місцевого самоврядування та комунальних підприємств з питань організації фінансового забезпечення розвитку інфраструктури територіальних громад шляхом розміщення облігацій місцевих позик, фахівців фінансових установ, державних службовців, викладачів, аспірантів та студентів вищих навчальних закладів, а також представникам органів законодавчої та виконавчої влади України усіх рівнів, які зацікавлені у використанні міжнародного досвіду випусків муніципальних облігацій.

УДК 352/354.073.52:336.763.3](100)(075.8)

© Козак В. І., Москвін С. О., Посполітак В. В.

© DESPRO, 2020

© Дубовик А., макет

ISBN 978-617-7523-61-0

ЗМІСТ

ВСТУП	4
 РОЗДІЛ 1. ОГЛЯД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ У СВІТІ	
1. Загальна характеристика випусків муніципальних облігацій	5
2. Європейський досвід випусків муніципальних облігацій	13
3. Досвід випусків муніципальних облігацій у США	29
4. Досвід випусків муніципальних облігацій у країнах Азії	35
 РОЗДІЛ 2. ОГЛЯД ВИПУСКІВ ОКРЕМИХ ВИДІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ	
1. Муніципальні облігації як вид боргових зобов'язань	40
2. Зелені, соціальні та стійкі муніципальні облігації	63
3. Сек'юритизовані муніципальні облігації	77
 РОЗДІЛ 3. ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ У ПОЛЬЩІ	
1. Законодавче забезпечення розміщення муніципальних облігацій в Республіці Польща	82
2. Характеристика первинного та вторинного ринку муніципальних облігацій Польщі	90
3. Досвід Великопольського воєводства з випусків муніципальних облігацій	97
 ВИСНОВКИ І РЕКОМЕНДАЦІЇ	105
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	107

ВСТУП

Після останніх видань посібників (Фінансові інструменти: емісія муніципальних облігацій: наук.-практ. посіб. / В. І. Козак, С. О. Москвін, В. В. Посполітак. – К.: DESPRO, 2019. – 142 с.; Фінансові інструменти: операції з облігаціями: наук.-практ. посіб. / В. І. Козак, С. О. Москвін, В. В. Посполітак. – К.: DESPRO, 2019. – 132 с.) та підтвердження зацікавленості щодо них значної кількості фахівців¹, автори вирішили продовжити серію «Фінансові інструменти».

Що може спонукати органи місцевого самоврядування замислитись над питанням: чи потрібні такі фінансові інструменти, як муніципальні облігації? Один із варіантів відповіді: розуміння того, що такі інструменти вже давно і успішно використовуються в інших країнах. Задумуючись над тим, чи варто починати займатися певною справою, підсвідомо завжди хочеться знати, а як це відбувається у сусідів. Тому нам здається, що вивчення іноземного досвіду випусків муніципальних облігацій є важливим фактором стимулювання їх випусків в Україні. І не тільки для місцевих, але й для державних органів, які мають приводити законодавство України у відповідність до найкращих світових практик.

Посібник побудовано як огляд, він містить елементи наукового дослідження. Для авторів визначальним є його практичне значення і надання читачам чіткої картини світу муніципальних облігацій. У посібнику окреслено широке коло питань, наприклад: місце муніципальних облігацій на ринку облігацій, їхня роль як інструменту залучення боргових коштів поруч з позиками, яким чином муніципальні облігації вписуються у Концепцію сталого розвитку, доцільність використання сек'юритизації для випуску муніципальних облігацій з метою вирішення проблем на місцевому рівні та способи залучення комунальними підприємствами коштів для реалізації інфраструктурних проєктів. І ще розглянуто безліч питань, на які хочеться знайти відповідь на основі вивчення досвіду інших країн.

У процесі написання посібника автори використовували інформацію переважно з відкритих інтернет-джерел, де міститься як статистична інформація, так і результати досліджень ринку муніципальних облігацій в окремих країнах. Деякі матеріали надані авторам за їхнім проханням.

Дякуємо інформаційному агентству CBonds Ukraine і особисто Сергію Ляшенку за допомогу.

Особлива подяка Міністерству фінансів Республіки Польща, Офісу Маршала Великопольського Воєводства, Регіональній рахунковій палаті Великопольського Воєводства (м. Познань), Варшавській фондовій біржі, Польському банку розвитку за надані матеріали.

¹ На сторінці UCMA у Facebook публікація повідомлення про видання посібників зібрала більше 5 тисяч переглядів, що є рекордним показником для цієї сторінки у 2020 році, а також значну кількість схвальних коментарів.

Розділ I.

ОГЛЯД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ У СВІТІ

1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Термін «муніципальні облігації» (*municipal bonds*) став найбільш розповсюдженим у світі та увійшов до підручників з ринку цінних паперів завдяки законодавству США.

Для країн Європейського Союзу (ЄС) основним законодавчим актом, що регулює ринок цінних паперів, зокрема ринок облігацій, є так звана Директива MiFID-II про ринки фінансових інструментів (*Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments*). Ця Директива, як й інші законодавчі акти ЄС, не містить поняття *municipal bonds*. За класифікацією MiFID-II, усі облігації (*bonds*) належать до *transferable securities* – дослівно «переказних цінних паперів», більш точно – цінних паперів, що вільно обертаються, перебувають в обігу, можуть бути об'єктом купівлі-продажу. У законодавстві країн ЄС, не кажучи вже про європейські країни, які не є членами ЄС, ми можемо знайти поняття «муніципальні облігації», перекладені мовою цих країн. Директиви ЄС не обмежують країни-члени у визначенні цього поняття.

Дефініція «муніципальні облігації» все ж переважає, але бувають і винятки. У таких країнах, як Німеччина та Польща, використовується термін «комунальні облігації» (у перекладі з польської та німецької це більш точно). В Україні у законодавстві замість терміна «муніципальні облігації» вживається термін «облігації місцевих позик» (у Білорусі – «облигации местных займов»). Власне, як законом визначено, так цей фінансовий інструмент і називається. При цьому мова країни має неабияке значення. Наприклад, іспанською муніципальні облігації звучать як *bonos municipales*, німецькою – *kommunalanleihen*, китайською – 市政債券 (*Shìzhèng zhàiquàn*, шичжен чжайцюань).

Однак для уникнення непорозумінь будемо використовувати термін «муніципальна облігація» щодо всіх облігацій, які випускаються органами влади або органами управління на рівнях нижче, ніж державний.

Також є одне важливе уточнення. Усі держави світу за формою державного устрою поділяються на унітарні, федерації та конфедерації. Якщо в унітарних державах усі недержавні та некорпоративні облігації очевидно належать до муніципальних, то щодо федеративних держав постає питання: до яких видів облігацій зарахувати облігації, що випускаються за рішенням органів влади чи органів управління штатів у США чи земель у Німеччині? Такі авторитетні організації, як Міжнародний валютний фонд, Організація економічного співробітництва та розвитку, інформаційне агентство CBonds, **вважають**

муніципальними усі облигації, які не належать до державних чи корпоративних, включаючи облигації штатів США, Індії чи Мексики, хоча слово *state* може бути перекладено як «держава».

Назва фінансового інструменту важлива, але найбільш вагомими є його суть і характеристики.

James Chen, Director of Trading & Investing Content at Investopedia, так характеризує муніципальні облигації [1].

Муніципальна облигація – це борговий цінний папір, що випускається місцевим органом влади¹ для фінансування своїх капітальних витрат, включаючи будівництво автомобільних доріг, мостів чи шкіл.

У цьому визначенні є важлива деталь: за рахунок розміщення муніципальних облигацій (продажу інвесторам) можна фінансувати тільки капітальні витрати.

Однак так буває не завжди. Деякі джерела (як і законодавство деяких країн) допускають можливість фінансування за рахунок розміщення муніципальних облигацій не тільки інвестиційних проєктів, але й дефіциту місцевого бюджету². Так, в Україні облигації місцевих позик не обов'язково випускаються для фінансування інвестиційних, у тому числі інфраструктурних проєктів.

James Chen виокремлює такі три ключові риси муніципальних облигацій.

1. Муніципальні облигації можна розглядати як позики, які інвестори надають місцевим органам влади.
2. Ці облигації випускаються органами місцевої влади, включаючи міста і штати.
3. Відсотки за муніципальними облигаціями, як правило, не обкладаються податком, що робить їх привабливим інвестиційним варіантом.

Влада на місцевому рівні, а точніше на регіональному та місцевому рівнях, поділяється на **законодавчу** (парламент, сейм, рада тощо) та **виконавчу** (адміністрація, департамент, виконавчий комітет тощо). То ж від імені регіону (штату, провінції, області тощо), міста, територіальної громади (комуни, гміни тощо) рішення про емісію муніципальних облигацій може приймати як законодавчий, так і виконавчий орган. У більшості країн світу таке рішення за законом приймають законодавчі органи, але у країнах з високим ступенем

¹ У США це *state, municipality or county*. Для України наразі це місцеві органи влади області, району, територіальної громади.

² Ця класифікація характерна для законодавства США, але у кожному штаті є свої особливості. Загалом поділ муніципальних облигацій на дві групи з точки зору забезпечення застосовується у багатьох країнах, зокрема у Польщі.

централізації (наприклад, Китай, Білорусь) це роблять виконавчі органи.

Муніципальні облігації з точки зору забезпечення поділяються на дві групи:

- а) облігації із загальним зобов'язанням (General Obligation Bonds);
- б) доходні облігації (Revenue Bonds).

Облігації із загальним зобов'язанням – облігації, за якими джерелом розрахунків виступають певні надходження до місцевого бюджету. Іноді додатково забезпечуються гарантіями (порукою), заставою прав за проектною угодою (інфраструктурна іпотека), страховим полісом.

Доходні облігації – облігації, за якими джерелом розрахунків виступають надходження від експлуатації створеного (модернізованого) інфраструктурного об'єкта.

Доходні облігації завжди є інфраструктурними, тоді як облігації з загальним зобов'язанням можуть бути як звичайними, так і інфраструктурними.

Характерними ознаками муніципальних інфраструктурних облігацій є:

- 1) довготривалий строк обігу – на термін будівництва (модернізації) та окупності проекту, після введення його в експлуатацію;
- 2) специфічне забезпечення – майбутні надходження до місцевого бюджету (певні податки, збори), відступлення прав на отримання платежів від експлуатації об'єкта;
- 3) специфічні інвестори, які мають законодавчі обмеження щодо ризиків та перелік дозволених інвестиційних активів: пенсійні фонди, страхові компанії, банки розвитку, пайові та корпоративні інвестиційні фонди, інші інституційні інвестори;
- 4) цільове призначення залучених коштів – перелік контрагентів та робіт (послуг);
- 5) специфіка емітента – проектна компанія (фонд), заснована місцевим органом влади;
- 6) суттєві податкові пільги для інвесторів.

Тут також виникає одне методологічне питання: чи належать до муніципальних облігацій комунальних підприємств чи проектних компаній (фондів), заснованих місцевими органами? Однозначно на це питання важко відповісти, оскільки у різних країнах до цього ставляться по-різному. Проте

один критерій все ж існує: **якщо боргове зобов'язання повністю бере на себе емітент (підприємство чи фонд) і воно не додається до боргу місцевого органу, то такі облігації вважаються або сек'юритизованими муніципальними облігаціями, або корпоративними, і обліковуються окремо.**

Рівень ризику дефолту муніципальних облігацій нижчий порівняно з корпоративними облігаціями. Однак доходні облігації є більш вразливими до змін у настроях споживачів або загальних економічних умов, ніж облігації з загальним зобов'язанням. Наприклад, підприємство з водопостачання чи водоочищення має більш надійний дохід, ніж орендований місцевою владою об'єкт.

Як і за всіма цінними паперами з фіксованим доходом, ринкова ціна муніципальної облігації коливається зі зміною процентних ставок: коли процентні ставки зростають – ціни облігацій знижуються; коли процентні ставки знижуються – ціни на облігації ростуть. Окрім того, облігація з тривалішим терміном погашення більш сприйнятлива до зміни процентних ставок, ніж облігація з меншим терміном погашення, що зумовлює ще більші зміни у доходах інвестора муніципальних облігацій. Більшість муніципальних облігацій є неліквідними; інвестор, який потребує негайних грошових коштів, повинен замість них продати інші цінні папери.

Рішення про емісію муніципальних облігацій містять положення про можливість емітента викупити облігації до дати погашення. Емітент зазвичай викупає облігації, коли процентні ставки знижуються, та повторно випускає муніципальні облігації за нижчою процентною ставкою. Коли облігації викупаються, інвестори втрачають дохід від виплат відсотків і стикаються з реінвестуванням у облігацію з меншою доходністю.

Різновидом муніципальних облігацій є *муніципальні єврооблігації* (Eurobonds).

Існує загальне визначення єврооблігацій та їх родові ознаки [3].

Єврооблігація – це облігація, яка зазвичай номінується в іноземній валюті для країни її випуску (долар США, євро, японська єна тощо) і розміщується за межами країни випуску. Єврооблігації можуть бути номіновані у валюті країни випуску, зокрема в євро. Єврооблігації допомагають залучати іноземні інвестиції, у тому числі у місцеві інфраструктурні проекти.

Емітентами єврооблігацій можуть бути держави, місцеві органи влади, банки, компанії (підприємства, корпорації), міжнародні організації.

Єврооблігації – це не облігації, випущені в Європі чи номіновані в євро; це облігації, що розміщуються на *міжнародних фінансових ринках*.

То ж **муніципальні єврооблігації** – це муніципальні облігації, номіновані в іноземній валюті та розміщені за межами держави випуску.

В Україні єврооблігації випускали: держава України, Київська міська рада, компанія Vodafone Україна та інші.

За даними інформаційного агентства CBonds³ [4], на початку 2020 року в обігу перебувало 13,7 тис. випусків муніципальних облігацій на суму, еквівалентну 4,5 млрд доларів США, емісія яких здійснювалась у 49 країнах. Порівняно з 2017 роком кількість та вартість випущених муніципальних облігацій збільшилася більше ніж у 2 рази.

Структура світового ринку муніципальних облігацій за кількістю випусків представлена на рисунку 1.1, а за обсягом випусків – на рисунку 1.2.

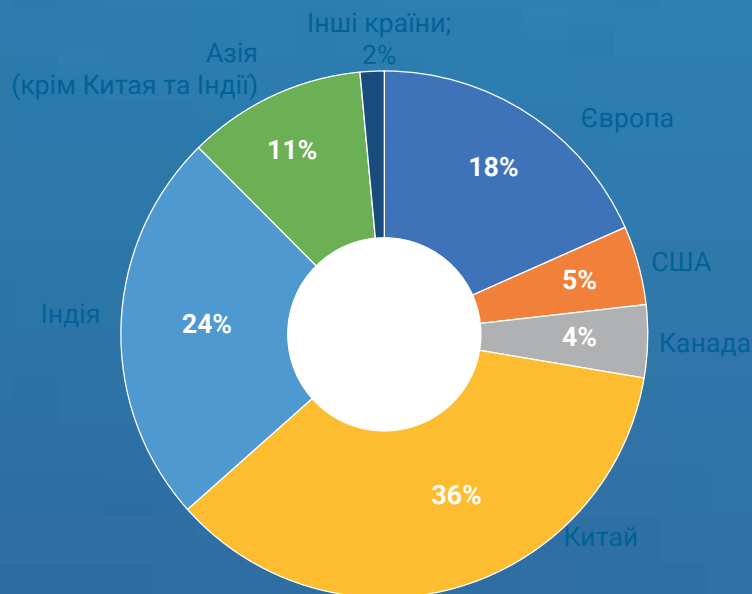


Рис. 1.1. Структура світового ринку муніципальних облігацій за кількістю випусків

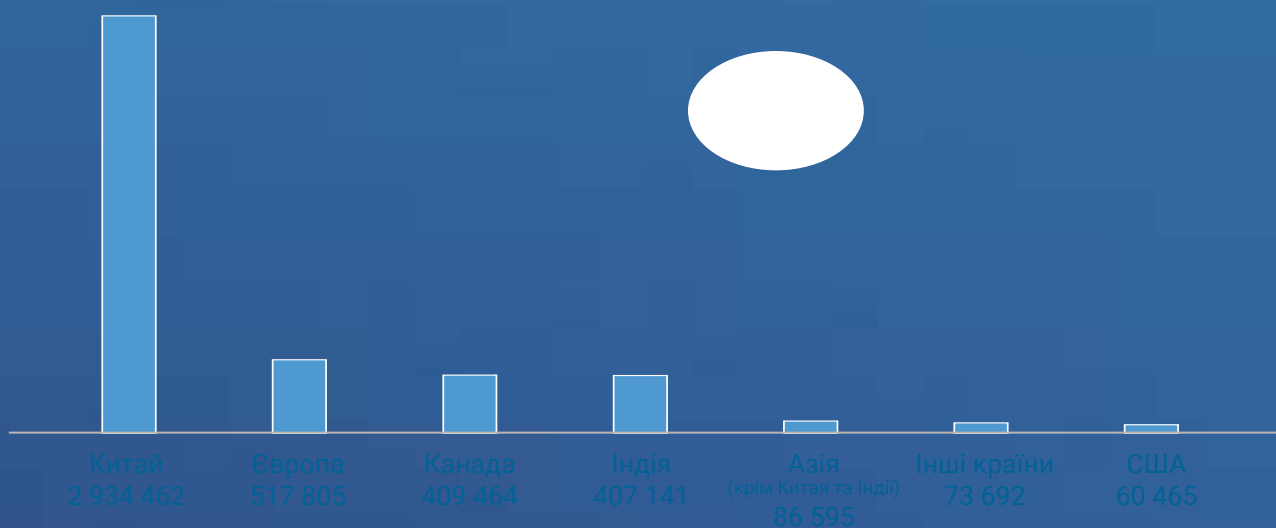


Рис. 1.2. Обсяги випусків муніципальних облігацій, що перебувають в обігу, на початок 2020 р. (у перерахунку, млн USD)

³ Тут і далі наводяться розрахункові дані станом на 17 лютого 2020 року. Агентство CBonds оновлює щоденно інформацію про облігації, які перебувають в обігу і непогашені. Тому за випусками муніципальних облігацій можна стежити в режимі онлайн. Цифрова інформація, на яку відсутнє посилання, надана агентством CBonds.

Безумовним лідером випусків муніципальних облігацій є Китай. За обсягами випусків країни Європи займають друге місце, але поступаються Індії за кількістю випусків (в Індії середній обсяг випуску дорівнює 123 млн USD, а в європейських країнах – 205 млн USD).

У Китаї та Індії за три роки суттєво збільшилася кількість випусків муніципальних облігацій. Те ж саме можна сказати і про США. У державі з найбільш розвиненим ринком фінансових інструментів муніципальні облігації стають таким же затребуваним інструментом фінансування, як і корпоративні облігації (рисунк 1.3). Європейські країни демонструють стабільне зростання кількості та обсягів випусків муніципальних облігацій.

До п'ятірки країн-лідерів за кількістю та обсягами випусків муніципальних облігацій (окрім Китаю та Індії) входять також Канада, США, Корея та Німеччина (рисунки 1.4 та 1.5).



Рис. 1.3. Збільшення кількості випусків муніципальних облігацій (порівняно з 2017 р.)

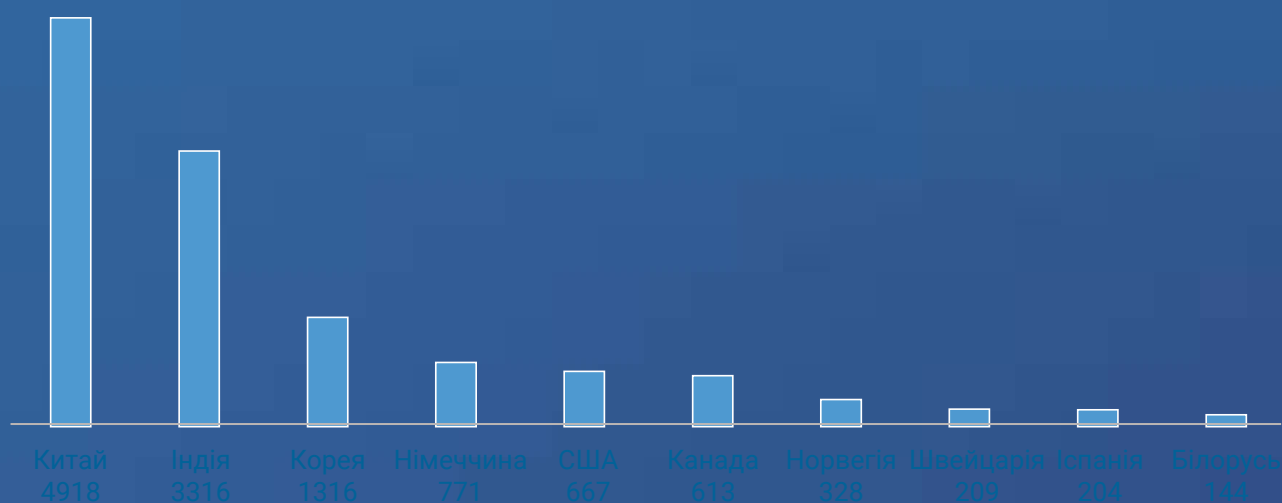


Рис. 1.4. ТОП-10 країн світу за кількістю випусків муніципальних облігацій

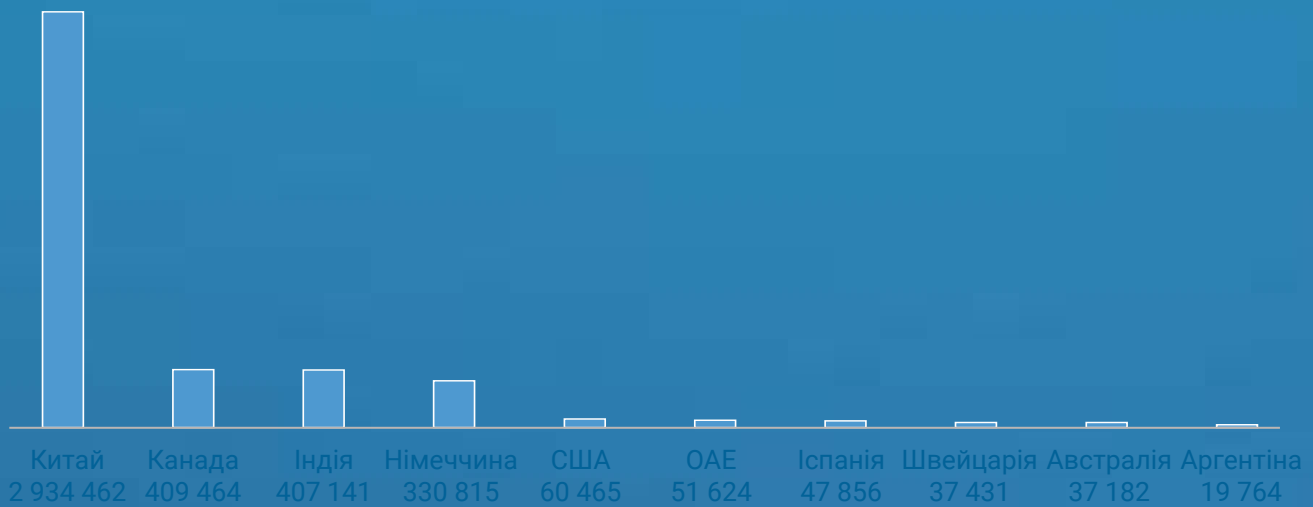


Рис. 1.5. Країни з найбільшими обсягами випусків муніципальних облігацій

Важливим показником, що характеризує ринок муніципальних облігацій, є *середній обсяг випуску*. У середньому по країнах світу він дорівнює 327 млн USD (у Європі – 205 млн USD). Однак є країни, де середній обсяг випуску набагато перевищує середній у світі. Це країни, де муніципальні облігації випускають переважно *local governments*: емірати (Об'єднані Арабські Емірати – середній випуск 2 млрд USD), штати (Австралія, Мексика, Бразилія, Малайзія), землі (Австрія, Німеччина), провінції (Канада).

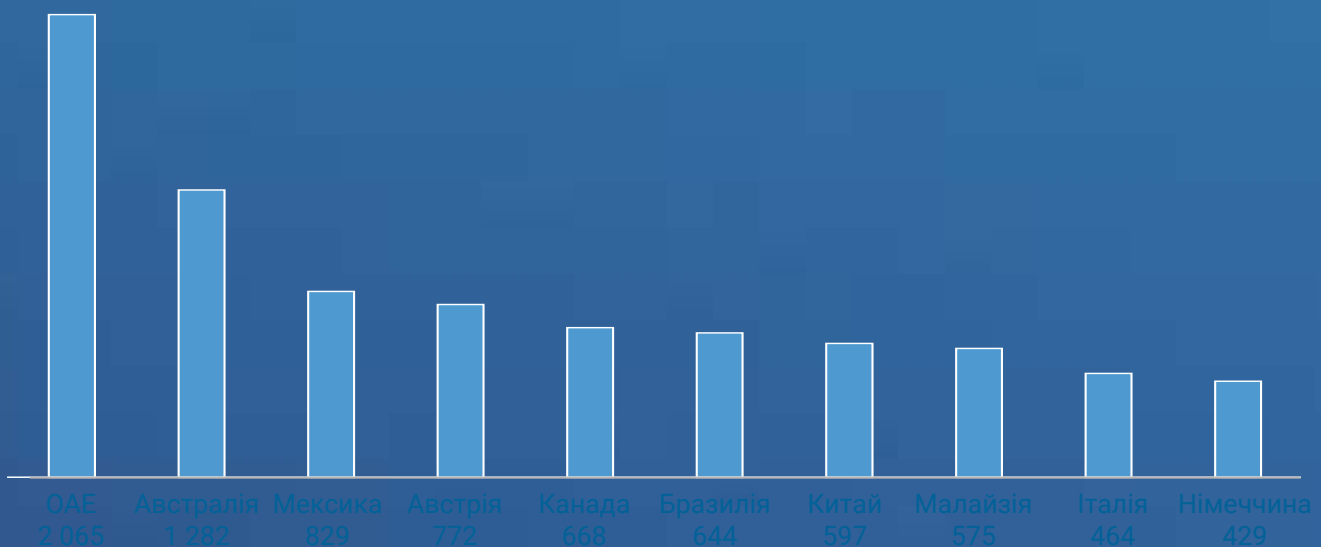


Рис. 1.6. ТОП-10 країн світу за середнім обсягом випуску муніципальних облігацій

Порівняно з 2017 роком на ринок муніципальних облігацій вийшло п'ять нових країн: Малайзія, Тайвань, Іран, В'єтнам, Болівія, а також на цей ринок повернулась Україна.

В обігу перебувають облігації місцевих позик, випущені міськими радами Івано-Франківська, Львова та Харкова на суму 1 240 млн грн, оформлені як 7 випусків (реєструється випуск кожної серії облігації), а також єврооблігації

Київської міської ради, яка 4 вересня 2018 року успішно завершила обмін усіх непогашених облігацій з прибутковістю 8 % і погашенням у 2015 році на сукупну номінальну суму 101,15 млн доларів США на нові облігації з прибутковістю 7,5 % і з погашенням 15 грудня 2022 року. Нові облігації було випущено на загальну номінальну суму 115,07 млн доларів США. Купон за ними виплачується один раз щопівроку.

Єврооблігації у світовому ринку муніципальних облігацій відіграють допоміжну роль і складають всього 4 % загального обсягу випусків. Місцеві органи віддають перевагу випускам у національній валюті для розміщення на локальних фінансових ринках.

Серед країн, найбільш прогресивних за останні роки в освоєнні ринку муніципальних облігацій, варто відзначити Угорщину, Японію та Мексику (рис. 1.7). Також можна сказати, що ринок муніципальних облігацій відкрили для себе Індія, Португалія та Казахстан.



Рис. 1.7. ТОП-10 країн за зростанням обсягу випусків муніципальних облігацій (рази (-ів), порівняно з 2017 роком)

Муніципальні облігації стають все більш привабливим інструментом фінансування місцевих інвестиційних проєктів.

2. ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ

У Європі випуски муніципальних облігацій здійснюють 17 країн Європейського Союзу та 9 країн, які не є членами ЄС. У загальній кількості випусків країни ЄС переважають (67 %). На рисунку 1.8 зображено зростання кількості випусків муніципальних облігацій у країнах Європи.

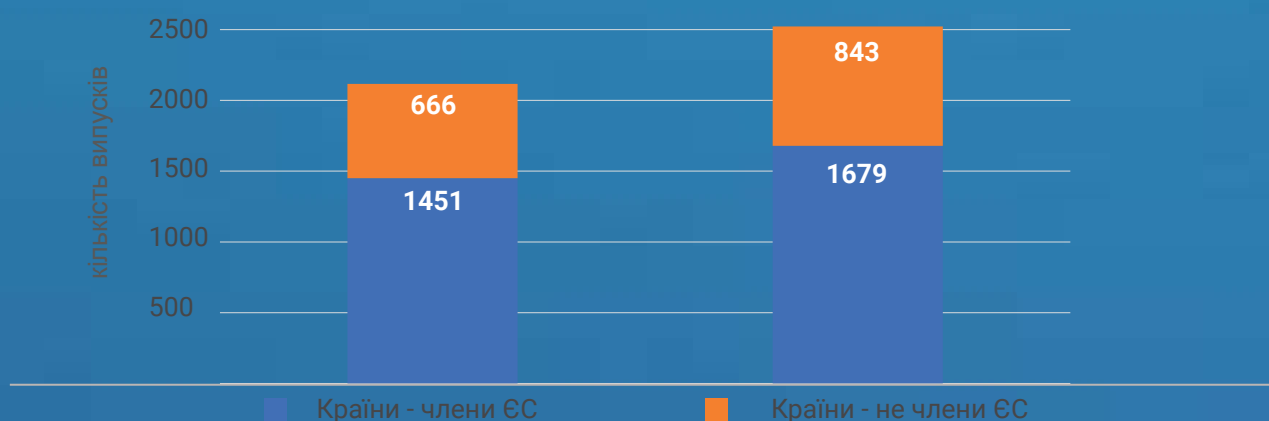


Рис. 1.8. Обсяги випусків муніципальних облігацій у країнах Європи

Загальна характеристика випусків муніципальних облігацій в європейських країнах представлена у таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Основні показники випусків муніципальних облігацій у країнах Європи станом на початок 2020 року

	Країни	Обсяг випусків, млн USD	Кількість випусків	Середній випуск, млн USD
1	 Germany	330 815	771	429
2	 Spain	47 856	204	235
3	 Switzerland	37 431	209	179
4	 Italy	15 319	33	464
5	 Austria	13 116	17	772

6	 Norway	13 074	328	40
7	 Sweden	13 005	141	92
8	 Russia	12 554	116	108
9	 Belgium	11 346	89	127
10	 France	11 215	82	137
11	 Portugal	2 536	11	231
12	 Netherlands	2 266	40	57
13	 United Kingdom	1 493	5	299
14	 Poland	801	117	7
15	 Hungary	796	99	8
16	 Romania	760	38	20
17	 Finland	757	17	45
18	 Belarus	662	144	5
19	 Denmark	502	4	126
20	 Czech Republic	440	2	220
21	 Iceland	354	13	27

22	 Bosnia and Herzegovina	262	12	22
23	 Estonia	157	11	14
24	 Ukraine	156	8	20
25	 Serbia	90	8	11
26	 Bulgaria	46	3	15
	Всього Європа	517 809	2 522	205

Серед 26 країн за обсягами випусків Україна займає 24 місце.

Країни Європи з федеративним устроєм розміщують облігації на більшу суму, оскільки емітентами тут виступають здебільшого земельні (Німеччина, Австрія) та кантональні (Швейцарія) органи влади під великі проекти. В Іспанії, Італії, Норвегії емітентами є не тільки провінційні (локальні, муніципальні) органи, але й міста.

Обсяги випусків не повною мірою характеризують первинний ринок муніципальних облігацій. Невеликі міста та містечки, територіальні громади та муніципалітети залучають не такі великі кошти як провінції чи землі. Тому важливо дослідити досвід країн, які мають достатньо велику кількість випусків і емітентів – місцевих органів влади (рис. 1.9).

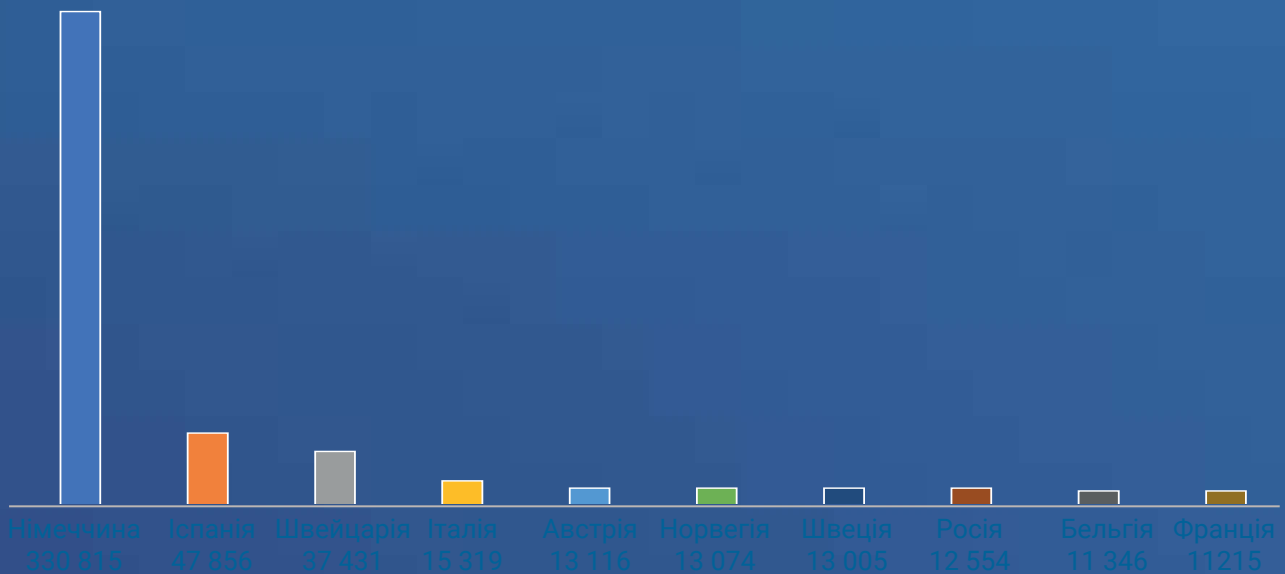


Рис. 1.9. ТОП-10 країн Європи за обсягами випусків муніципальних облігацій, млн. євро

До десятки найбільших країн Європи за кількістю випусків муніципальних облігацій в обігу входять Білорусь, Польща та Угорщина – сусідні з Україною країни. Однак у Білорусі кількість випусків зменшується, а в Угорщині навпаки спостерігається бум муніципальних облігацій. Найбільш стабільною та цікавою для України з точки зору вивчення досвіду є Польща (цьому присвячений окремий розділ).

Розглянемо найбільші ринки муніципальних облігацій у країнах Європи.



НІМЕЧЧИНА

1. Законодавство про цінні папери

Законодавство Німеччини про цінні папери базується на відповідних Директивах ЄС, зокрема Директиві MiFID-II.

Законодавство Німеччини вимагає опублікувати проспект цінних паперів, затверджений Федеральним органом фінансового нагляду (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin*), якщо боргові цінні папери публічно пропонуються.

Проспект потрібен, якщо:

- боргові цінні папери публічно пропонуються в Німеччині;
- боргові цінні папери допущені до торгів на Німецький регульований ринок або відповідно до правил лістингу відповідної фондової біржі, включені для торгів на відкритому ринку (*open market*).

Згідно з німецьким Законом Securities Prospectus Act (*Wertpapierprospektgesetz, WpPG*), який є впровадженням Директиви 2003/71/ЄС про публікацію проспекту, коли цінні папери публічно пропонуються або допущені до торгів (зі змінами, включаючи поправки до Директиви 2010/73/ЄС від 24 листопада 2010 р.), проспект необхідний, якщо боргові цінні папери публічно пропонуються в Німеччині.

«Публічно пропонуються» означає повідомлення у будь-якій формі та будь-якими засобами з достатньою інформацією, щоб інвестор міг прийняти рішення про покупку або передплату цінних паперів.

В інших випадках проспект не потрібен.

Муніципальні (комунальні) облігації можуть пропонуватись для купівлі інвесторам як з публікацією проспекту, так і без публікації (якщо облігації пропонуються для заздалегідь визначеного кола осіб).

2. Роль муніципальних облігацій

Обсяги випусків муніципальних облігацій у Німеччині складають 8,5 % від загального обсягу випусків облігацій, що є найбільшим показником серед країн Європи (табл. 1.2).

Таблиця 1.2

Випуски облігацій у Німеччині (дані станом на лютий 2020 р.)

Облігації	Кількість			Обсяг, млн EUR			Частка ринку в національній валюті, % до загального обсягу випусків
	всього	в тому числі		всього	в тому числі		
		випуск в євро	випуск в іноземні валюти		випуск в євро	випуск в іноземні валюти (у перерахунку в євро)	
Державні	195	195		1 120 582	1 120 582		100,0 %
Муніципальні	771	754	17	304 094	294 606	9 488	96,9 %
Корпоративні	12 036	9 781	2 255	2 172 426	1 697 697	474 729	78,1 %
ВСЬОГО	13 002	10 730	2 272	3 597 103	3 112 885	484 218	86,5 %
Частка випуску муніципальних облігацій у загальному випуску облігацій	5,9 %	7,0 %	0,7 %	8,5 %	9,5 %	2,0 %	

3. Емітенти муніципальних облігацій

Рішення про емісію муніципальних облігацій у Німеччині приймають представницькі органи земель (ландтаги), а також органи місцевого самоврядування міст, районів, округів. Адміністративно-територіальний устрій Німеччини достатньо складний, що представлено у таблиці 1.3.

Таблиця 1.3

Адміністративний поділ Німеччини

№ п/п	Прапор	Земля	Центр	Склад
1		Баден - Вюртемберг	Штутгарт	35 районів та 9 вільних міст
2		Баварія (Вільна країна Баварія)	Мюнхен	71 район та 25 вільних міст
3		Берлін	Берлін	12 урядових округів
4		Бранденбург	Потсдам	14 районів та 4 вільних міста
5		Бремен (Вільне ганзейське місто Бремен)	Бремен	2 вільних міста

6		Гамбург (Вільне ганзейське місто Гамбург)	Гамбург	7 урядових округів
7		Гессен	Вісбаден	21 район та 5 вільних міст
8		Мекленбург-Передня Померанія	Шверін	12 районів та 6 вільних міст
9		Нижня Саксонія	Ганновер	38 районів та 8 вільних міст
10		Північна Рейн-Вестфалія	Дюссельдорф	31 район та 23 вільних міста
11		Рейнланд-Пфальц	Майнц	24 райони та 12 вільних міст
12		Саар	Саарбрюкен	6 районів
13		Саксонія (Вільна країна Саксонія)	Дрезден	10 районів та 3 вільних міста
14		Саксонія-Ангальт	Магдебург	11 районів та 3 вільних міста
15		Тюрінгія (Вільна країна Тюрінгія)	Ерфурт	17 сільських та 6 міських округів
16		Шлезвіг-Гольштайн	Кіль	11 сільських та 4 міських округів

4. Ринок облігацій

Основним ринком (біржею боргових цінних паперів) у Німеччині є Франкфуртська фондова біржа (FSE) з її різними сегментами ринку: регульований ринок (*regulierter Markt*) та відкритий ринок (*Freiverkehr*).

Борговими цінними паперами можна торгувати на таких майданчиках:

- «Прайм-стандарт для корпоративних облігацій», кваліфікований сегмент регульованого ринку FSE;
- «Вхідний стандарт», кваліфікований сегмент FSE відкритого ринку;
- Відкритий ринок FSE.

Основним сегментом ринку боргових цінних паперів на FSE є вхідний стандарт відкритого ринку.

Муніципальні облігації торгуються на відкритому ринку FSE. У лістингу перебуває 597 із 771 випусків (77 %).

У таблиці 1.4 наведено вибіркові дані котирувань різних муніципальних облігацій на FSE (станом на 20.02.2020) [5].

Таблиця 1.4

Основні характеристики котирувань муніципальних облігацій на Франкфуртській фондовій біржі

Name	WKN	Last price	52 Weeks high	52 Weeks low	Performance 1 year ⁴	Currency	Yield ⁵
Nordrhein-Westfalen, Land 2,5% 10/30 ⁶	NRW2Z9	129,95	135,35	124,45	3,67%	Swiss frank	-
Bayern, Freistaat 5,5% 98/28	105312	145,12	150,45	141,75	1,69%	Euro	-0,20%
Sachsen, Freistaat 3,25% 11/21	178924	103,74	106,93	103,74	-3,02%	Euro	-
Hessen, Land 3,75% 11/21	A0Z1Q4	104,76	108,64	104,54	-3,61%	Euro	-0,49%
Niedersachsen, Land 1,033% 15/25	A14KF8	107,07	109,22	104,20	2,15%	Euro	-
Brandenburg, Land 1,5% 12/20	A1K0S2	100,84	102,60	100,84	-1,71%	Euro	-
Hamburg, Freie und Hansestadt 0,375% 15/25	A1YCQD	103,80	105,60	100,86	2,48%	Euro	-0,39%
Sachsen-Anhalt, Land 4,38% 17/24	A2E4DN	118,60	122,10	118,41	-1,91%	Euro	-
Niedersachsen, Land 0,625% 17/27	A2E4GS	106,64	108,81	100,83	5,21%	Euro	-0,28%
Niedersachsen, Land 0,05% 17/22	A2E4HV	101,30	102,31	100,29	0,67%	Euro	-
Thüringen, Freistaat 1% 19/39	A2LQRY	101,00	101,00	100,00	1,00%	Euro	-
Nordrhein-Westfalen, Land 0,000% 08/36	NRW13E	100,30	101,68	97,64	1,15%	Euro	-
Nordrhein-Westfalen, Land 4,978% 08/38	NRW2WL	174,61	184,83	154,21	11,76%	Euro	-

⁴ Performance 1 year = (найвища ціна за останній рік) : (найнижча ціна за останній рік) * 100%.

⁵ Yield - дохідність облігації, річний дохід (відсотки), поділений на поточну ціну облігації.

⁶ 2,5% – відсоткова ставка (купон). 10/30 – дата погашення: жовтень 2030 року.

Можна зробити декілька висновків щодо ринку муніципальних облігацій Німеччини:

- 1) абсолютну перевагу на ринку Німеччини мають облігації земель та прирівняних до них вільних країн та ганзейських міст;
- 2) муніципальні облігації переважно довгострокові (10–15 років);
- 3) купонна ставка коливається від 5 до 0,5 %, є також облігації з нульовою ставкою.



ІСПАНІЯ

1. Законодавство про цінні папери

Окрім Директиви MiFID-II законодавство Іспанії включає:

- Закон про ринок цінних паперів, схвалений Королівським законодавчим декретом 4/2015 від 23 жовтня – Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- Регламент Комісії (ЄС) № 1287/2006 від 10 серпня 2006 року, про зобов'язання суб'єктів ринку інвестицій, інформації про операції, прозорості ринку, допуск до торгівлі фінансовими інструментами і термінах, визначених для цілей цієї Директиви – Reglamento (CE) № 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006.

2. Роль муніципальних облігацій

Обсяги випусків муніципальних облігацій в Іспанії складають 6,6 % від кількості випусків і 2,3 % від загального обсягу випусків облігацій (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Випуски облігацій в Іспанії (дані станом на лютий 2020 р.)

Облігації	Кількість			Обсяг, млн EUR			Частка ринку в національній валюті, % до загального обсягу випусків
	всього	в тому числі		всього	в тому числі		
		випуск в євро	випуск в іноземні валюти		випуск в євро	випуск в іноземні валюти (у перерахунку в євро)	
Державні	257	255	2	976 189	975 672	517	99,9%
Муніципальні	204	202	2	44 685	43 014	1 671	96,3%
Корпоративні	2 629	2503	126	904 046	856 591	47 455	94,8%
ВСЬОГО	3 090	2 960	130	1 924 920	1 875 277	49 643	97,4%
Частка випуску муніципальних облігацій у загальному випуску облігацій	6,6 %	6,8 %	1,5 %	2,3 %	2,3 %	3,4 %	

Державні цінні папери Іспанії представлені STRIPS (казначейські зобов'язання), казначейськими векселями (дисконтовані цінні папери зі строком погашення 3, 6, 9 або 12 місяців), середньостроковими облігаціями (процентні цінні папери зі строком погашення 2–5 років), довгостроковими облігаціями (процентні цінні папери з терміном погашення більше п'яти років). Номінал середньострокових та довгострокових облігацій може індексуватися інфляцією. Державні цінні папери розміщуються на публічних аукціонах, організованих Міністерством фінансів Іспанії або синдикатом інвестиційних банків.

Державний сектор також включає цінні папери, випущені муніципальними органами влади.

3. Емітенти муніципальних облігацій

Країна поділяється на 17 автономних спільнот (*comunidad autónoma*), у тому числі й місто Мадрид, кожна з яких складається з провінцій (аналог українських областей), а ті – з муніципалітетів.

В Іспанії муніципальні облігації випускають автономні спільноти та провінції, серед яких основними є міста Мадрид та Валенсія, а також автономна спільнота Каталонія.

Рада Міністрів Іспанії затверджує обсяг боргу для автономних спільнот, що дає їм право випускати муніципальні облігації. За дозволом уряду автономна спільнота міста Мадрид у 2019 році розмістила 10-річні муніципальні облігації на загальну суму 1 250 млн євро. Попит на ці облігації був великий – на рівні 2 700 млн євро, але уряд не дозволив випустити облігацій на таку суму.

Так, 37 % цих облігацій було придбано банками, 31 % – інвестиційними фондами та 24 % – пенсійними фондами. Кожен третій євро прийшов з Іспанії, ще 26 % – з Німеччини та Австрії, 19 % – з Франції, а 8% – з Італії. Емісія була закрита купоном у 1,571 %. У 2018 році Мадрид розмістив зелені облігації на суму 1 млрд євро під 1,77 % [6].

Серед 2 002 випусків муніципальних облігацій Іспанії, номінованих в євро, 10 – єврооблігації, розміщені за межами країни, зокрема на Люксембурзькій біржі.

Приклад таких облігацій наведено у таблиці 1.6 [4].

Таблиця 1.6

Основні характеристики випусків муніципальних облігацій
(приклад Іспанії, єврооблігації)

Емітент	ISIN	Валюта	Обсяг випуску, тис. євро	Купонна ставка	Дата погашення
Catalonia (AutonomousCommunity)	XS0449850980	EUR	336 500	4,9 %	15.09.21
Catalonia (Autonomous Community)	XS0513009711	EUR	105 000	5,9 %	28.05.30
Catalonia (Autonomous Community)	XS0522550580	EUR	100 000	6,35 %	30.11.41
Valencia (City)	XS0495166141	EUR	400 000	4,9 %	17.03.20

4. Ринок облігацій

Муніципальні єврооблігації розміщуються та торгуються на біржах Європи – в цьому їх перевага перед місцевими ринками. Наведені у табл. 1.6 облігації торгуються на таких біржах:

- [LUXEMBOURG S.E.](#)
- FRANKFURT S.E.
- HAMBURG S.E.
- BERLIN EXCHANGE
- [DUSSELDORF SE](#)

Приклад облігацій міста Валенсія наведено у табл. 1.7.

Таблиця 1.7

Єврооблігації: Valencia (City), 4.9 % 17 mar 2020, EUR (XS0495166141)

Емітент (позичальник)	Valencia (City)
Вид облігацій	Couponbonds
Спосіб розміщення	Opensubscription
Тип розміщення	Public
Номінал	1.000 EUR
Мінімальний торговельний лот	1.000 EUR
Обсяг випуску	400.000.000 EUR
Дата погашення	17.03.20
Можливість викупу	100 %
Плаваюча ставка	No
Відсоткова ставка (ставка купону)	4,9 %
Періодичність виплати відсотків	1 раз на рік
Лістинг	Luxembourg S.E.

 НОРВЕГІЯ
1. Законодавство про цінні папери

Норвегія не є членом ЄС, але бере участь у внутрішньому ринку ЄС відповідно до Угоди про Європейський економічний простір (ЄЕП). Згідно з цією угодою, Норвегія зобов'язана виконувати всі директиви та положення ЄС, які стосуються фінансових установ та ринків, таких як CRR/CRD IV, MiFID, Prospectus Directive.

Основні закони Норвегії, які регулюють ринок облігацій:

- Закон про торгівлю цінними паперами (*verdipapirhandelloven*);
- Закон про реєстр цінних паперів (*verdipapirregisterloven*);
- Закон про фінансові інститути.

2. Роль муніципальних облігацій

Обсяги випусків муніципальних облігацій в Норвегії становлять 12,1 % від кількості випусків і 3,6 % від загального обсягу випусків облігацій (табл. 1.8).

Таблиця 1.8

Випуски облігацій в Норвегії (дані станом на лютий 2020 р.)

Облігації	Кількість			Обсяг, млн NOK			Частка ринку в національній валюті, % до загального обсягу випусків
	всього	в тому числі		всього	в тому числі		
		випуск в євро	випуск в іноземні валюті		випуск в євро	випуск в іноземні валюті (у перерахунку в євро)	
Державні	13	13		505 000	505 000		100 %
Муніципальні	328	328		120 382	120 382		100 %
Корпоративні	2 368	1958	410	2 706 527	1 023 124	1 683 403	38 %
ВСЬОГО	2 709	2 299	410	3 331 909	1 648 506	1 683 403	49 %
Частка випуску муніципальних облігацій у загальному випуску облігацій	12,1 %	14,3 %	0,0 %	3,6 %	7,3 %	0,0 %	

3. Емітенти муніципальних облігацій

На відміну від Німеччини, де основними емітентами муніципальних облігацій є землі, та Іспанії, де три основні емітенти (Мадрид, Валенсія, Каталонія) випускають левову частку муніципальних облігацій, у Норвегії випуски муніципальних облігацій здійснюють органи місцевого самоврядування округів (*fylker*) та комун (*kommuner*).

Норвегія – унітарна держава, тому досвід Норвегії більш цікавий для України.

Загальний дохід сектору місцевого самоврядування у Національному бюджеті 2018 року оцінювався у 511,5 млрд NOK (норвезьких крон). Це еквівалентно приблизно 17,5 % ВВП Норвегії. У секторі місцевого самоврядування зайнято майже 19 % робочої сили країни. Сектор місцевого самоврядування відповідає за соціальні послуги, такі як охорона здоров'я, освіта, транспорт та інфраструктура. Комуни та округи підлягають суворому контролю, регулюванню та нагляду центрального уряду.

Органи місцевого самоврядування отримують значну частку доходу від трансфертів від центральних органів влади, щоб забезпечити єдине надання послуг по всій країні. Позики, до яких належать залучені від розміщення муніципальних облігацій кошти, можуть використовуватися лише для фінансування муніципальних проєктів. Не допускаються фінансування за рахунок позик комерційних проєктів або гарантії для третіх осіб приватного сектору.

Найбільші емітенти муніципальних облігацій Норвегії представлено у таблиці 1.9.

Таблиця 1.9

**Найбільші емітенти муніципальних облігацій Норвегії
(випуск більше 500 млн NOK)**

Емітент	Комуна, округ	Середній обсяг випуску, млн євро
Осло	комуна	164
Берген	комуна	95
Акерсгус	округ	65
Ставангер	комуна	61
Сарпсборг	комуна	58
Берум	комуна	57
Аскер	комуна	53
Тренделаг	округ	52
Тронхейм	комуна	52

4. Ринок облігацій

Муніципальні облігації норвезьких емітентів котируються на фондовій біржі Осло. Станом на лютий 2020 року в обігу було 50 випусків муніципальних облігацій з 328 (15 %). Більшість з випущених норвезькими емітентами муніципальних облігацій є інфраструктурними, які не часто виставляються для купівлі-продажу на фондових біржах.

Приклади муніципальних облігацій, які перебувають у лістингу на фондовій біржі Осло [7], наведено у таблиці 1.10.

Таблиця 1.10

Котирування випущених округами та комунами Норвегії муніципальних облігацій на фондовій біржі Осло (18.02.2020)

Емітент	Валюта	Остання ціна	Остання торгівля	Дата погашення	Відсоткова ставка, %	Обсяг випуску, млн.
VestreTotenKommune	NOK	98,47	Dec 2019	28 Aug 2024	1,8080	288
VoldaKommune	NOK	99,83	Jan 2019	23 Jul 2020	1,9340	194
VadsøKommune	NOK	99,93	Nov 2019	13 Sep 2021	1,9300	137
VadsøKommune	NOK	99,85	Dec 2019	02 Mar 2021	1,9000	144
UlsteinKommune	NOK	100,30	Jan 2019	08 Aug 2022	2,1830	167
UllensakerKommune	NOK	99,74	Jul 2019	23 Feb 2021	1,6640	365
UllensakerKommune	NOK	100,47	Aug 2018	27 Oct 2020	2,1240	350
TysværKommune	NOK	99,79	Jan 2019	17 Aug 2020	1,8640	90
TysværKommune	NOK	99,62	Jul 2018	12 Jun 2023	2,1080	180
TromsøKommune	NOK	99,66	Feb 2019	02 Sep 2022	2,1080	250
TromsøKommune	NOK	100,51	04 Feb	09 Mar 2023	2,1920	200
TromsøKommune	NOK	100,13	Aug 2017	26 Jul 2021	1,6400	200
TromsøKommune	NOK	99,50	Nov 2019	21 Jun 2022	1,8550	400
TromsøKommune	NOK	100,43	13 Jan	21 May 2021	2,3100	200
TromsøKommune	NOK	99,03	Dec 2019	09 Sep 2022	1,7300	266
TromsøKommune	NOK	95,06	Dec 2016	22 Aug 2024	1,8780	262
TromsøKommune	NOK	99,60	Dec 2016	13 Feb 2023	2,1700	300
TrøndelagFylkeskommune	NOK	100,05	Nov 2019	15 Nov 2024	2,1100	500
TønsbergKommune	NOK	100,39	Sep 2018	04 Sep 2020	2,1500	201
Vestfold ogTelemarkFylkeskommune	NOK	99,99	Nov 2019	18 Jun 2021	2,0000	350
Vestfold ogTelemarkFylkeskommune	NOK	99,62	Oct 2018	16 Oct 2020	1,5040	225
Vestfold ogTelemarkFylkeskommune	NOK	100,89	Nov 2019	21 Feb 2022	2,4090	340
Sula Kommune	NOK	99,26	Oct 2019	01 Sep 2022	1,7580	100
Steinkjer Kommune	NOK	100,02	Mar 2018	18 Mar 2020	2,0600	128

На вторинному ринку Норвегії торгуються невеликі за обсягами випусків муніципальні облігації. Є також спільні випуски двох округів (Вестфолд і Телемарк), що дає змогу за договором про співробітництво органів місцевого самоврядування використовувати запозичені кошти на потребу обох громад.



БІЛОРУСЬ

Звісно, що Білорусь дещо відрізняється від європейських країн, але її досвід може бути цікавим і корисним для України, тим паче, що за кількістю випусків муніципальних облігацій Білорусь входить до десятки країн Європи.

1. Законодавство про цінні папери

Облігації місцевих позик випускаються відповідно до Закону Республіки Білорусь від 5 січня 2015 року «Про ринок цінних паперів» та Указу Президента Республіки Білорусь від 28 квітня 2006 року № 277 «Про деякі питання регулювання ринку цінних паперів».

2. Роль муніципальних облігацій

У загальному обсягу випусків облігацій у Білорусі випуски муніципальних облігацій становлять 10% (рис. 1.10) [8].

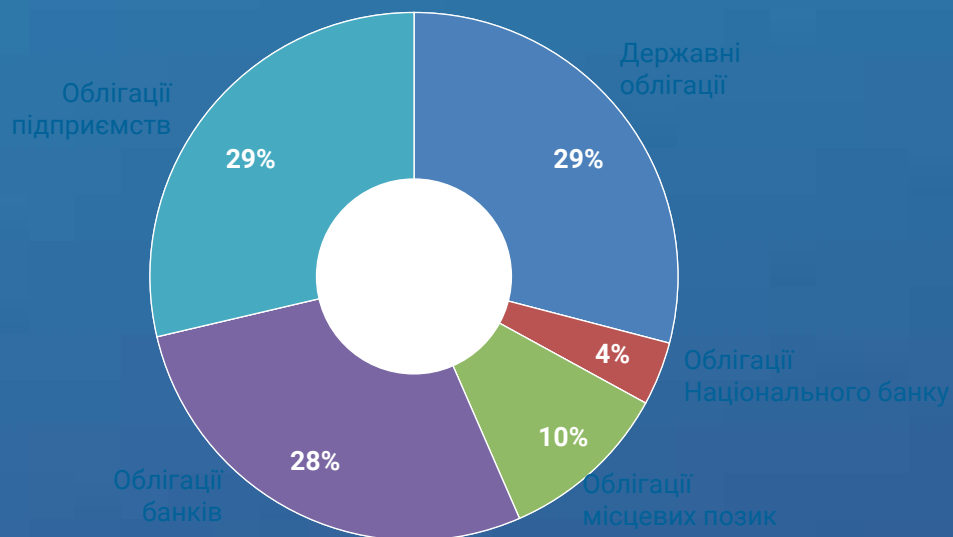


Рис. 1.10. Емісійна структура ринку облігацій Республіки Білорусь

3. Емітенти муніципальних облігацій

Емітентами муніципальних облігацій (облігацій місцевих позик) у Білорусі виступають обласні виконавчі комітети (*облвиконкоми*), міські виконавчі комітети (*міськвиконкоми*), районні виконавчі комітети (*райвиконкоми*). Юридичними особами, що діють від імені емітента та є розпорядниками коштів випусків облігацій, є головні фінансові управління виконавчих комітетів.

Серед облвиконкомів є такі, що здійснили вже більше 20 емісій муніципальних облігацій: Брестський, Гомельський, Вітебський, Могилевський. Міськвиконкоми випускають облігації набагато рідше. Так, Мінський міськвиконком не має випусків в обігу, а лідерами є Бобруйськ, Брест, Вітебськ, Пінськ. Серед райвиконкомів виділяються за кількістю і обсягами випусків Оршанський, Новогрудський, Волковиський, Поставський, Верхньодвинський,

Лепельський райвиконкоми.

Відсоткова ставка за муніципальними облігаціями здебільшого прив'язана до ставки рефінансуванням Національного банку Республіки Білорусь (СР НБРБ), а у багатьох випадках їй дорівнює. Однак є й винятки. Оршанський райвиконком розмістив облігації у білоруських рублях під 7 % річних, Могилевський облвиконком – 5 %, Пінський міськвиконком – під 1,5 %, а Брестський облвиконком – 0,6 %. Найбільшим за розміром купонної ставки є випуск Вітебського облвиконкому 2015 року з датою погашення 26.04.2022: СР НБРБ + 7 %.

Випуски муніципальних облігацій в іноземній валюті представлені у таблиці 1.11.

Таблиця 1.11

Випуски муніципальних облігацій в іноземній валюті (Республіка Білорусь)

Емітент	Валюта	Ставка купона	Обсяг випуску	ISIN	Дата початку розміщення	Дата погашення
Витебський облисполком	USD	7%	42 500 000	BY24012B5263	31.08.2016	30.09.2021
Витебський облисполком	USD	7%	146 024 000	BY24012B5271	31.08.2016	30.09.2021
Гомельський облисполком	USD	7%	166 537 900	BY34012B7003	15.05.2017	31.03.2027
Гродненський облисполком	USD	7%	17 627 600	BY44012B7200	26.05.2017	19.12.2023
Мінський облисполком	USD	6.5%	253 636 800	BY50002C2126	01.10.2018	30.12.2025
Могилевський облисполком	USD	7%	13 612 000	BY74012B7272	29.05.2017	26.02.2027
Могилевський облисполком	USD	7%	4 369 000	BY74012B7314	29.05.2017	29.02.2024
Гродненський облисполком	RUB	12%	4 755 900 700	BY44012C4164	10.04.2019	19.12.2023
Могилевський облисполком	RUB	Ключова ставка Банка Росії + 2.75 %	500 861 000	BY74012C2348	23.10.2018	26.02.2027
Могилевський облисполком	RUB	Ключова ставка Банка Росії + 2.75 %	882 409 000	BY74012C2355	23.10.2018	29.02.2024
Могилевський облисполком	EUR	7 %	21 789 000	BY74012B7298	29.05.2017	26.02.2027

Найбільші за обсягами випуски муніципальних облігацій Республіки Білорусь у національній валюті показані у таблиці 1.12.

Таблиця 1.12

ТОП-10 випусків муніципальних облігацій Білорусі, що перебувають в обігу

	Емітент	Ставка купону	Обсяг випуску, BYN	Дата початку розміщення	Дата погашення
1	Гродненский облисполком	CP НБРБ	120 000 000	28.07.2010	31.07.2020
2	Витебский облисполком	CP НБРБ + 3 %	83 500 000	14.04.2015	13.04.2022
3	Гродненский облисполком	CP НБРБ + 3 %	80 953 900	26.05.2017	19.12.2023
4	Гомельский облисполком	2 %	56 989 500	15.05.2017	31.03.2027
5	Гродненский облисполком	CP НБРБ – 5 %	51 168 300	25.11.2016	24.11.2023
6	Минский облисполком	CP НБРБ – 5 %	49 699 200	29.11.2016	28.11.2023
7	Витебский горисполком	CP НБРБ * 0.5	45 000 000	25.06.2018	23.06.2028
8	Минский облисполком	CP НБРБ + 1 %	45 000 000	30.11.2010	01.11.2020
9	Витебский облисполком	CP НБРБ + 7 %	44 080 000	27.04.2015	26.04.2022
10	Оршанский райисполком	CP НБРБ	43 640 000	01.10.2019	28.09.2029

4. Ринок облігацій

У лістингу Білоруської валютно-фондової біржі перебуває 58 із 144 випусків муніципальних облігацій (40%). Серед них є навіть невеликі за обсягом та купонною ставкою випуски Ляховичського, Березовського, Ліозненського, Россонського, Ивацевичського та інших райвиконкомів. Обсяги цих випусків коливаються від 50 до 200 тис. USD.

Однак на вторинному ринку муніципальні облігації, випущені виконкомом, майже не торгуються: у загальному обсязі операції їхня питома вага становить 0,4 % [8] (рис. 1.11).

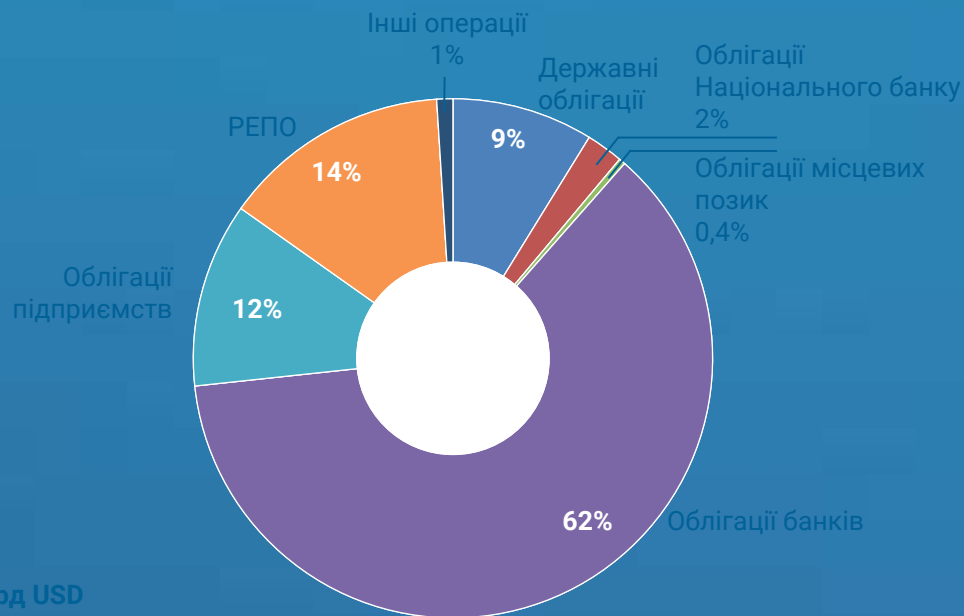


Рис. 1.11. Структура операцій на ринку облігацій Республіки Білорусь за обсягом угод

3. ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ У США

Ринок муніципальних облігацій США, хоч і не є вже найбільшим у світі, залишається взірцем для інших ринків та країн. Через спеціальний сайт <https://www.municipalbonds.com/> можна дізнатися про будь-які характеристики, новації чи події цього ринку.

Потенційні переваги емісії муніципальних облігацій як економічно вигідної та розумної форми фінансування інфраструктури добре відомі. Усі ці переваги підтверджуються операціями американського ринку муніципальних облігацій, наразі найбільшого та найактивнішого ринку такого типу у світі. Використовуючи американський ринок як модель, країни, що розвиваються, почали визначати низку основних ринкових переваг, необхідних для залучення емітентів та інвесторів у стійкий спосіб. Використовуючи досвід ринку США, можна прискорити розвиток ринку муніципальних облігацій у країнах, що розвиваються.

James Leigland запропонував методику оцінки успішності ринку муніципальних облігацій на основі використання досвіду США, яку сам застосував оцінюючи ринки Південної Африки, Польщі, Філіппін та Індонезії [9] (табл. 1.13).

Таблиця 1.13

Оцінка розвитку ринку муніципальних облігацій на основі вивчення досвіду США

Попит/пропозиція	Суттєві ринкові характеристики	Характеристики ринку США
Попит на муніципальні облігації: залучення інвесторів	Інвестор обізнаний та впевнений	200-річна історія розвитку законодавства
	Можливість торгувати	Активний вторинний ринок
	Свобода інвестувати	Відсутність державного контролю
	Прийнятна віддача	Податкові пільги
	Висока якість боргу	Підтримуваний податками борг Борг, забезпечений доходами Відокремлення спеціальних структур
	Інформація про ризики	Стандартизовані звітні та фінансові дані
	Допомога в інтерпретації інформації	Фінансові посередники (рейтингові агентства, страхування облігацій, взаємні облігаційні фонди)
Пропозиція муніципальних облігацій: залучення емітентів	Допустимі витрати на запозичення	Низька відсоткова ставка та витрати на випуск
	Довгострокова амортизація боргу	Подовження терміну погашення
	Допомога невеликим позичальникам	Банки облігацій, об'єднані позики тощо
	Полегшений регуляторний нагляд	Відповідальне саморегулювання

Інвестор обізнаний та впевнений. 200-річна історія розвитку законодавства. Муніципальний ринок США може витримати випадкові потрясіння щодо довіри інвесторів, спричинених великими дефолтами та банкрутствами емітентів, значною мірою тому, що його правова система захищена впродовж 200-річної історії успіхів та невдач ринку.

Можливість торгувати. Активний вторинний ринок. Оскільки в США розвивався ліквідний вторинний ринок цінних паперів, інвестори можуть продавати свої облігації до погашення. Це значно збільшує інтерес інвесторів до боргових цінних паперів з будь-яким терміном погашення.

Свобода інвестувати. Відсутність державного контролю. Уряд США здебільшого не робить преференцій та не забороняє інвестиції інституційних чи приватних інвесторів. Це посилює конкуренцію за облігації та зробило

ринок сприйнятливим до нових видів інструментів.

Прийнята віддача. Податкові пільги. Хоча це часто критикують як неефективну субсидію, але звільнення процентів за муніципальними облігаціями від сплати податку на прибуток виявилось надзвичайно привабливим, особливо для приватних інвесторів.

Висока якість боргу. Підтримуваний податками борг. Ринок муніципальних облігацій США розширився впродовж 1950-х років, спираючись на «кредитну силу» облігацій із загальним зобов'язанням, підкріплену головним чином податковими надходженнями, здатність місцевих органів генерувати потужні та постійні податкові надходження. Це означає, що облігації із загальним зобов'язанням розглядаються як майже повністю звільнені від ризику дефолту.

Висока якість боргу. Борг, забезпечений доходами. Оскільки виборці вимагали обмежень на продаж облігацій, забезпечених податковими надходженнями, місцеві органи влади почали переходити на облігації, що забезпечуються конкретними доходами від проєкту, а не податками. Відносно невеликий спектр забезпечення доходів компенсується більшими виплатами відсотків за доходними облігаціями.

Висока якість боргу. Відокремлення спеціальних структур. Відносно більш високі ризики, пов'язані з доходними облігаціями, були знижені за рахунок розповсюдження структур спеціального призначення (фондів) для випуску облігацій, а також побудови та управління об'єктами відшкодування витрат, призначеними для погашення зобов'язань. Спеціальний статус таких структур забезпечив можливість відокремити їхню заборгованість від боргових зобов'язань місцевих бюджетів.

Інформація про ризики. Стандартизовані звітні та фінансові дані. Оскільки лише доходи від проєкту здебільшого є джерелом погашення доходних облігацій, розсудливим інвесторам потрібна детальна інформація про діяльність емітентів та гарантії використання доходів від облігацій. На американському ринку склалася традиція розкриття інформації емітентами, а також широке застосування ефективних стандартів бухгалтерського обліку, аудиту та фінансової звітності.

Допомога в інтерпретації інформації. Фінансові посередники (рейтингові агентства, страхування облігацій, взаємні облігаційні фонди). На відміну від акцій, основні судження про кредитну якість муніципальних облігацій є важкими, оскільки вони зазвичай не продаються суб'єктами господарювання, пов'язаними з легко ідентифікованими продуктами; рейтингові агенції,

облігаційні фонди, страховики облігацій та інші посередники допомагають інвесторам обробляти та справлятися зі все більш складною інформацією про ризики, пов'язані з їхніми інвестиціями.

Допустимі витрати на запозичення. Низька відсоткова ставка та витрати на випуск. Загальна низька вартість капіталу на ринку муніципальних облігацій – чи не найважливіший фактор залучення емітентів на ринок: 1) звільнення від сплати податків для інвесторів дає змогу емітентам утримувати низькі відсоткові ставки; 2) велика кількість та різноманітність інвесторів готові та здатні конкурувати за гарні інвестиції; 3) конкуренція є також серед постачальників фінансових послуг, таких як андеррайтери облігацій, що робить витрати на випуск досить низькими.

Довгострокова амортизація боргу. Подовження терміну погашення. Витрати емітентів також зменшуються завдяки тривалим термінам погашення, доступним на ринку США, що дає змогу позичальникам амортизувати витрати на будівництво впродовж періодів часу, що наближаються до довгострокових строків експлуатації інфраструктурних об'єктів, зменшуючи таким чином розмір щорічних витрат на обслуговування боргу.

Допомога невеликим позичальникам. Банки облігацій, об'єднані позики тощо. Штати як емітенти розробили різноманітні програми допомоги маленьким місцевим позичальникам у доступі до ринків боргового капіталу, наприклад, шляхом створення корпоративних структур на рівні держави для об'єднання місцевих випусків в єдині випуски, що продаються на національному ринку облігацій.

Полегшений регуляторний нагляд. Відповідальне саморегулювання. Регулювання американського ринку муніципальних облігацій значною мірою було з акцентом на розкриття інформації, а не судження про переваги конкретних емітентів чи цінних паперів. Це дало змогу покупцям і продавцям вільно випробувати та встановлювати процедури, інструменти та правила, які стали корисними для великого перерізу суб'єктів ринку та сприяли стабільному зростанню активності місцевих запозичень.

- У США муніципальні облігації мають чотири специфічні характеристики:
1. їх випускає місцева влада або уповноважений нею орган;
 2. зібрані кошти використовуються для будівництва громадської інфраструктури на місцевому рівні;
 3. існує різноманітне коло джерел погашення;
 4. вони користуються спеціальними звільненнями від оподаткування.

У США муніципальні облігації є переважно *інфраструктурними*, випускаються штатами, територіями, містами, округами і спеціальними територіальними утвореннями та мають назву *спеціальні цільові облігації*.

Облігації, забезпечені доходами від проєктів (*Revenue Bonds*, доходні облігації), випускаються для фінансування великих проєктів (будівництво аеропортів, мостів, доріг тощо) і забезпечені доходами, які будуть отримані від них в майбутньому. Зазвичай такі облігації випускаються спеціально створеними організаціями.

Доходна облігація може мати додаткове забезпечення, як і облігація з загальним зобов'язанням, і тоді до неї застосовують термін «*облігація з подвійним забезпеченням*» (*double barreled bond*). Пізні штати розробляли комплекс заходів для підвищення своєї платоспроможності та привабливості облігацій. Один з них – обмовка про можливість подання позову до суду у разі неплатежу за облігаціями. Якщо конституція штату дозволяє вносити цю обмовку, надійність облігації підвищується. Включення, окрім загального зобов'язання за виплатою, обмовки про введення спеціальних податків для виплати боргу також є засобом підвищення надійності облігації.

Доходи від облігацій штатів не підлягають обкладенню федеральними податками, а також зазвичай не обкладаються податками штату, в якому вони випущені, що створює додаткову зацікавленість для інвесторів. Проте вони потрапляють під дію податків на спадщину і дарування, а також можуть обкладатися різноманітними податками в інших штатах. Деякі випуски мають гарантії комерційних банків. За деякими випусками емітент має право звернутися до законодавчого органу з проханням про фінансову допомогу у разі, якщо отримуваних доходів недостатньо для виплати відсотків. Законодавчий орган може, але не зобов'язаний надавати цю допомогу. Такий вид облігацій отримав назву *moral obligation bonds*.

У більшості штатів саме за рахунок розміщення доходних облігацій здійснюється фінансування будівництва більшості швидкісних магістралей, ключових мостів і розв'язок. Схожа ситуація складається у сфері житлово-комунального господарства і фінансування некомерційних проєктів (лікарень, музеїв, об'єктів культури). З метою вирішення проблеми будівництва муніципального житла в США активно використовуються *житлові облігації*, емітентом яких є уряд штату або підрозділ уряду штату, що відповідає за житлове будівництво.

Для підтримки окремих видів бізнесу, важливих для цього штату (чи муніципалітету), використовуються *industrial revenue bonds* (IRB): муніципалітет розміщує цінні папери на ринку, одночасно видаючи позики підприємствам. IRB пов'язані з фінансовими результатами діяльності компаній. У цілому муніципальні облігації в США належать до найбільш надійних фінансових інструментів.

У 2019 році у США обсяг місцевих запозичень, включаючи випуски муніципальних облігацій, досяг 421 млрд USD через зниження рівня

процентних ставок [10].

Доходність муніципальних облігацій з тривалими строками погашення (20 років і більше) становила в середньому 0,22 % на місяць, або 9,77 % у 2019 році. Муніципальні облігації зі строками погашення 3–4 роки у 2019 році мали доходність 6,53 %. Ринки муніципальних облігацій у Каліфорнії, Нью-Джерсі, Нью-Йорку та Пенсильванії зростали у 2019 році на 6–7 % порівняно з попереднім роком [10].

У США розповсюджені *муніципальні облігаційні фонди* (муніфонди). У 2019 році спостерігався позитивний чистий грошовий потік упродовж 47 тижнів, включаючи рекордні 2,4 млрд USD в останній тиждень листопада. Інвестори додали цілих 82,7 млрд USD до муніфондів цього року (попередній рекорд у розмірі 81 млрд USD було зафіксовано у 2009 році). Індекс муніципальних облігацій S&P у 2019 році додав 0,17 %, що означає приріст за рік 6,91 % [10].

Важливою характеристикою муніципальних облігацій є їхня *надійність*. Експерти визначили ТОП-10 найбільш надійних муніципальних облігацій США. Усі облігації, що увійшли до цього списку, мають рейтинг AAA, що свідчить про мінімальний кредитний ризик. Розглядалися лише ті облігації, які погашаються або мають бути погашені (у випадку попередньо повернутих облігацій) упродовж наступних 5 років [11].

Frisco TX ISD (35880CBJ2): гарантовані Техаським постійним шкільним фондом (Texas Permanent School Fund) та одним із найбільш швидко зростаючих шкільних районів країни.

Missouri St Highways & Transit Commission (60636WJH9): покриття заборгованості за 2016 рік перевищило у 8 разів номінальну вартість облігацій.

Texas State Water Development Board (882854VX7): покриття боргу, яке прогнозувалося, у 3,72 рази у 2017 році та зростає з кожним роком згодом.

Virginia State GO (928109P35): за останні декілька років у Вірджинії спостерігається нижчий рівень безробіття, ніж у цілому в США. Штат Вірджинія також має дуже низький рівень боргу – лише 787 USD на душу населення.

North Carolina State GO (658256L59): у Північній Кароліні другий серед штатів рівень державного пенсійного фінансування в країні, що становить 95,5 %. Позитивні операційні результати: загальний дохід за останні роки перевищив витрати.

Maryland State GO (574193BL1): незважаючи на невелику земельну площу, у Меріленді збільшується чисельність населення та величина їхніх особистих доходів. Штат покладається насамперед на прибуток від податку на прибуток і податок з продажу.

Utah State GO (917542TW2): бюро перепису населення США повідомило, що штат Юта є найбільш швидко зростаючим штатом в країні зі збільшенням населення на 2 % за рік. Збільшення чисельності населення призводить до збільшення збору податків для забезпечення виплат за облігаціями.

Georgia St Road & Toll Way (37358MCY5): рейтинг підтверджений доходами від

податку на автомобільне паливо та повною кредито- та платоспроможністю. **Georgia St GO (373384LP9)**: ці облігації випущені з можливістю дострокового викупу та підтримуються казначейством США як застава. Такі облігації є одними із найбільш надійних.

Tennessee St GO (880541ML8): також випущені з можливістю дострокового викупу.

Перелічені фактори свідчать про надійність муніципальних облігацій та низькі ризики неповернення боргу та затримки виплати відсотків.

4. ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ У КРАЇНАХ АЗІЇ

Азійські ринки муніципальних облігацій є найбільш швидкозростаючими.

Характеристику ринків муніципальних облігацій країн Азії представлено у таблиці 1.14.

Таблиця 1.14

Основні показники випусків муніципальних облігацій у країнах Азії станом на початок 2020 року

Країна	Кількість випусків, 2020	Кількість випусків, 2017	Кількість випусків (2020 до 2017, +, -)	Обсяг випусків, млрд USD, 2020	Обсяг випусків, млрд USD, 2017	Динаміка (рази)	Середній випуск, млн USD, 2020
 China	4 918	1 703	3 215	2 934 462	1 210 924	2,42	597
 India	3 316	396	2 920	407 141	81 046	5,02	123
 Korea	1 316	1 353	-37	15 514	19 499	0,80	12
 Japan	91	109	-18	14 140	1 228	11,51	155
 Kazakhstan	46	45	1	675	377	1,79	15
 United Arab Emirates	25	21	4	51 624	24 804	2,08	2 065

 Taiwan	11	0	11	2 234	0		203
 Iran	11	0	11	970	0		88
 Vietnam	7	0	7	288	0		41
 Malaysia	2	0	2	1 150	0		575
Усього	9 743	3 627	6 116	3 428 198	1 337 878	2,56	352

Розглянемо більш детально досвід випусків муніципальних облігацій таких країн, як Китай [12] та Індія [13].

«Закон про бюджет» Китаю прямо передбачає, що місцеві бюджети на різних рівнях складаються за принципами утримання витрат у межах доходів та підтримання балансу між доходами та витратами, а також не повинні містити дефіциту. За винятком випадків, передбачених законом або постановою Державної ради, органи місцевого самоврядування не випускають боргові облігації місцевого самоврядування (стаття 28).

Загальні положення про кредитування та Закон про гарантії Китаю також забороняють органам місцевого самоврядування брати кредити у банків. Однак органи місцевого самоврядування займаються фінансуванням дефіциту через свої проекти чи компанії або деякі підпорядковані державні установи, такі як державні школи чи лікарні, та можуть знайти способи, щоб відкрито або приховано, прямо чи опосередковано запозичити значну суму коштів, і це явище стає все більш поширеним.

Органи місцевого самоврядування Китаю використовують переважно банківський капітал для фінансування дефіциту бюджету, тоді як муніципальні облігації є другорядними. Однак муніципальні облігації заслуговують на особливу увагу, оскільки випуск та обіг облігацій відіграють важливу роль у забезпеченні прозорості запозичень місцевих органів влади.

По-перше, вони використовуються для компенсації різниці у податкових доходах та витратах або для вирішення проблем, спричинених тимчасовими фіскальними операціями. По-друге, вони використовуються для надання фінансової підтримки впровадження різних програм капітального будівництва, таких як обслуговування громадських робіт, будівництво шкіл, систем водовідведення тощо. По-третє, вони використовуються для підтримки та субсидування програм, що сприяють місцевому розвитку та покращують життя місцевих жителів, включаючи будівництво парків, автостоянок тощо.

Основними характеристиками муніципальних облігацій у Китаї є такі:

1. Запровадження муніципальних облігацій відбувалося шляхом «зверху вниз», але мотивація впливає з необхідності місцевих органів влади випускати облігації. Міністерство фінансів відіграло ключову роль у цій сфері.

2. Центральний уряд наголошує, що він виступає агентом для контролю за ризиком облігацій та забезпечення у разі дефолту. У цілому операції з муніципальними облігаціями не є самостійними.

3. Наразі лише урядам провінційного рівня та Шеньчженю як спеціальній економічній зоні дозволяється безпосередньо випускати муніципальні облігації. Однак результатами випусків можуть скористатися всі рівні місцевого самоврядування.

У Китаї діяльність органів місцевого самоврядування щодо випуску та використання муніципальних облігацій суворо обмежена, особливо у процесі випуску облігацій для збалансування бюджетного дефіциту. Органам місцевого самоврядування дозволяють випускати облігації лише за тих умов, якщо загальний рівень боргу та бюджетний дефіцит утримуються в певному діапазоні, наприклад упродовж трьох років поспіль. Дозвіл на випуск муніципальних облігацій надається здебільшого якщо облігації випускаються з чіткими цілями використання (як будівництво місцевої дороги) замість загальних зобов'язань.

Нещодавно Китай дозволив провінційним державним органам випускати спеціальні облігації для фінансування будівництва платних доріг [14]. Уряди провінційного рівня можуть продавати такі облігації в межах затверджених центральним урядом щорічних квот. Залучені від розміщення кошти необхідно використати для будівництва державних платних доріг. Пріоритет при цьому повинен надаватися дорожнім проектам державного рівня, а також проектам у рамках ініціативи «Пояс і шлях», програм скоординованого розвитку регіону Пекін-Тяньцзинь-Хебей та економічного поясу річки Янцзи. Регіони повинні будуть використати дорожні збори, доходи від придорожньої реклами та інші надходження від експлуатації платних доріг для погашення боргів за облігаціями. Ці облігації повинні стати основним каналом фінансування будівництва платних державних доріг.

В Індії свого часу було запроваджено та реалізовано урядову програму National Urban Renewal Mission (NURM) для створення міської інфраструктури: а) реформування місцевих фінансів; б) реформування процесів планування, інжинірингу та закупівлі; в) підготовка планів розвитку міст та визначення інвестиційних вимог на їх основі. Однак ця програма закінчилась і центральний уряд перестав фінансувати місцеві інвестиційні проекти. Муніципальні облігації стали кращими інструментами для залучення фінансування, ніж корпоративні, які є більш вартісними та пов'язані з більш високими ризиками високої вартості та дефолту. Тому муніципальні облігації та ринки облігацій відіграють в Індії важливу роль у нинішніх умовах. Муніципальні облігації подаються як найкращий інструмент для фінансування проектів із тривалим терміном, таких як проекти розвитку міської інфраструктури.

Муніципальні облігації є одним із інструментів, доступних органам влади великих міст Індії для залучення коштів на розвиток міської інфраструктури. Фінансування розвитку інфраструктури за допомогою запозичень на ринках капіталу має перевагу притягнення емітентів облігацій до дисципліни, оскільки вони зобов'язані виконувати з метою виплати відсотків інвесторам. Муніципальні облігації, як і інші облігації, мають перевагу запозичення на довгостроковій основі (10–20 років). Податкові переваги муніципальних облігацій, тобто неоподаткування процентних доходів, зокрема, роблять їх популярними серед інвесторів.

Емітентами муніципальних облігацій в Індії є муніципальні корпорації, а не штати, їх всього 208. Саме вони є органами місцевого самоврядування з центрами у містах. Супер великі міста (Мумбаї, Калькутта, Делі) мало цікавилися муніципальними облігаціями, вони більше до вподоби великим та середнім за чисельністю містам. Гідна оцінка фінансового стану деяких міст також допомогла їм зацікавитись муніципальними облігаціями.

Муніципальні облігації в Індії поділяються на *оподатковувані* та *неоподатковувані*.

Вісім муніципальних корпорацій в Індії мобілізували суму 4,45 трлн рупій (Rs 445 crore)⁷ за допомогою розміщення оподатковуваних муніципальних облігацій упродовж 1997–2004 років. Розмір цих облігацій сильно різнився між Rs 10–125 crore (середній розмір 55,6 crore), а також пропонувався їм процентна ставка, яка коливалася в межах 7,75–14,75 %. Окрім того, більшість облігацій було розміщено приватно, лише деякі з них використовували державну гарантію. Метою випуску облігацій було або водопостачання та каналізація, або дороги. Для більшості облігацій використовувались ескроу-рахунки (табл. 1.15).

Таблиця 1.15
Випуск оподатковуваних облігацій в Індії

Місто	Обсяг випуску, Rs crore	Розміщення	Гарантії	Річна відсоткова ставка	Мета	Рейтинг
Бангалор (1997)	125	Приватне	Державні	13 %	Міські дороги, вуличні стоки	A-
Ахмедабад (1998)	100	Публічне і приватне	Немає	14 %	Водопостачання та каналізація	AA-
Нашик (1999)	100	Приватне	Немає	14,75 %	Водопостачання та каналізація	AA-
Нагпур (2001)	50	Приватне	Немає	13 %	Водопостачання	AA-
Мадурай (2001)	30	Приватне	Немає	12,25 %	Міські дороги	A+
Вішакхапатнам (2004)	20	Приватне	Немає	7,75 %	Водопостачання	AA-
Лудхіяна (1999)	10	Приватне	Немає	13,5 %	Водопостачання та каналізація	AA-
Індур (2000)	10	Приватне	Державні	13 %	Поліпшення міських доріг	A

⁷ Оскільки рупія відноситься до валют з дуже малим номіналом, в Індії використовується поняття «crore». 1 crore = 10.000.000. Тобто 4,45 трильйонів рупій = 445 crore.

Уряд Індії прийняв рішення про надання неоподаткованого статусу муніципальним облігаціям у 2000 році шляхом внесення змін до Закону про податок на прибуток 1961 року, що зробило прибуток від відсоткових облігацій неоподатковуваним. Отже, цей Закон зумовив появу неоподатковуваних муніципальних облігацій. У результаті 11 муніципальних корпорацій Індії мобілізували Rs 650 crore шляхом випуску неоподатковуваних муніципальних облігацій упродовж 2002–2007 років. Розмір цих облігацій був більшим, ніж розмір оподатковуваних облігацій (порівнюючи середній розмір облігацій – Rs 59.4 crore проти Rs 54,5 crore оподатковуваних облігацій), і коливався в межах Rs 21.2–100 crore на випуск. Окрім того, більшість цих облігацій розміщувалася з декількома цілями (табл. 1.16).

Таблиця 1.16

Неоподатковувані муніципальні облігації в Індії

Місто	Цілі	Обсяг випуску, Rs crore
Ахмедабад (2002)	Водопостачання та каналізація	100
Ахмедабад (2004)	Водопостачання, дренажна система стокових вод, дороги, мости і аеропорт	58
Ахмедабад (2005)	Дороги і водопостачання	100
Хайдерабад (2003)	Реконструкція і розширення доріг	82,5
Хайдерабад* (2003)	Постачання питної води	50
Нашик (2002)	Схема підземної каналізації та дренажна система стокових вод	50
Вішакхапатнам (2004)	Система водопостачання	50
Ченнаї (2003)	Збільшення водопостачання	42
Ченнаї (2005)	Проект водопостачання	50
Ченнаї* (2005)	Дороги	45,8
Нагпур (2007)	Водопостачання та каналізація	21,2

Аналізуючи досвід випусків муніципальних облігацій в Індії впродовж 1998–2007 років, можна помітити, що вони відігравали важливу роль в плані фінансування міських інфраструктурних проектів у великих містах. Досвід муніципальних облігацій в Індії також свідчить, що доступ до коштів через муніципальні облігації неможливий у випадку малих та середніх міст-емітентів, яким не вистачає інституційних можливостей для випуску облігацій та використання їх для розвитку міської інфраструктури. Муніципальні облігації в Індії стали популярними через загальні жорсткі умови одержання коштів та вичерпання коштів уряду.

Розділ II. ОГЛЯД ВИПУСКІВ ОКРЕМИХ ВИДІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ

1. МУНІЦИПАЛЬНІ ОБЛІГАЦІЇ ЯК ВИД БОРГОВИХ ЗОБОВ'ЯЗАНЬ

Органи місцевого самоврядування можуть позичати гроші різними способами, основними з яких є позикита муніципальні облігації. Зобов'язання за муніципальними облігаціями (у розгляді зазначеного питання більше підходить термін «облігації місцевих позик») є частиною місцевого боргу, а **розміщення муніципальних облігацій – видом місцевих запозичень**, але у кожній країні їхня роль та значення різні.

Місцеві запозичення можуть бути або довгостроковими, або короткостроковими, їх погашають за рахунок податкових надходжень, місцевих зборів або спеціальних способів погашення.

Довгострокові запозичення – це найбільш поширений засіб фінансування великих капітальних проектів (інфраструктура, будівлі та обладнання). Надання позик та емісія муніципальних облігацій збільшують загальну вартість активів за рахунок сплати відсотків, але це дає змогу місцевим органам влади швидше придбати або наростити капітальні активи, які вони б в іншому випадку не могли фінансувати з наявних грошових ресурсів. Розподіляючи виплати заборгованості упродовж багатьох років, органи місцевого самоврядування також можуть згладити свої витрати та створити більш передбачуваний грошовий потік.

Короткострокові запозичення можуть бути використані для покриття тимчасового дефіциту грошових потоків або для забезпечення проміжного фінансування, поки довгострокові запозичення не будуть здійснені. Обсяг боргу, який може виникнути, погашається за допомогою податкових чи неподаткових джерел доходу. Правила щодо податкового статусу муніципальних облігацій, процесу їхньої емісії та розкриття інформації щодо боргових зобов'язань органів місцевого самоврядування встановлюються законодавством країн.

Статистику боргових зобов'язань щодо країн світу в цілому, інструментів (позики, облігації тощо) і секторів здійснює Банк міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements, BIS).

Хоча статистика боргових цінних паперів BIS гармонізована з рекомендаціями, що містяться у Посібнику зі статистики цінних паперів [15], на практиці зберігаються невеликі відмінності між країнами. Центральні банки постійно вдосконалюють якість статистичних даних, що надсилаються до BIS, тому ці дані дають достатньо чітке уявлення про стан справ.

На рисунках 2.1, 2.2, 2.3, 2.4 зображено структуру боргових зобов'язань країн світу станом на II квартал 2019 року, розраховану за даними BIS [16].

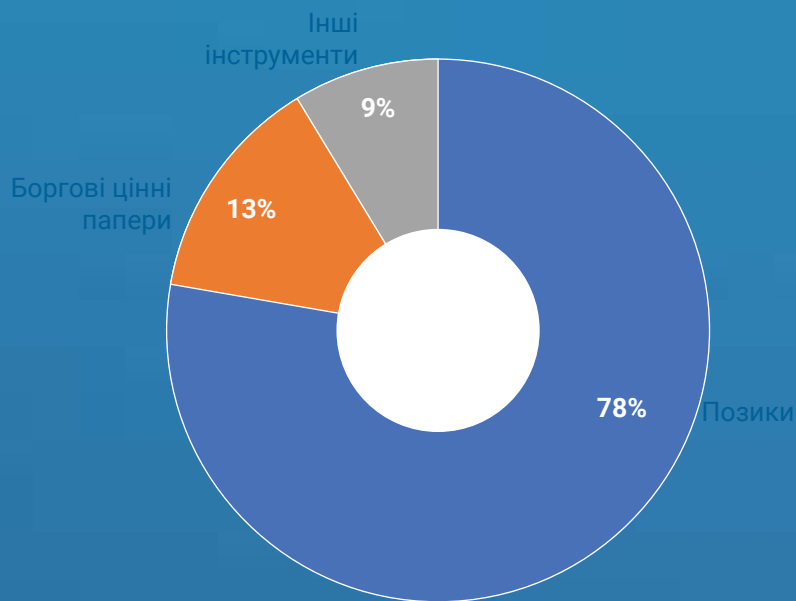


Рис. 2.1. Структура боргових зобов'язань країн світу (за фінансовими інструментами), % до загальної суми у USD

Позики у структурі боргів значно переважають, але боргові цінні папери також займають значний відсоток (13 %), що у сумарному обсязі становить 3,7 трлн USD.

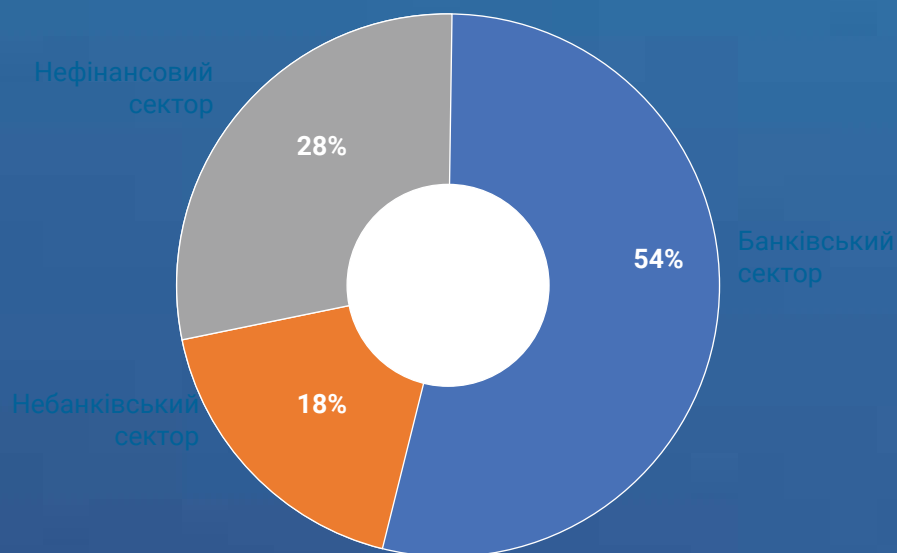


Рис. 2.2. Структура боргових зобов'язань країн світу (за секторами), % до загальної суми у USD

На банківський сектор припадає більше половини всіх коштів, наданих у борг. Однак нефінансовий сектор продукує боргові зобов'язання у значному обсязі (7,8 трлн USD). Власне, ця сума включає випуски державних, муніципальних, а також корпоративних облігацій нефінансовими установами. У структурі зобов'язань за борговими цінними паперами нефінансовий сектор охоплює 79 %.

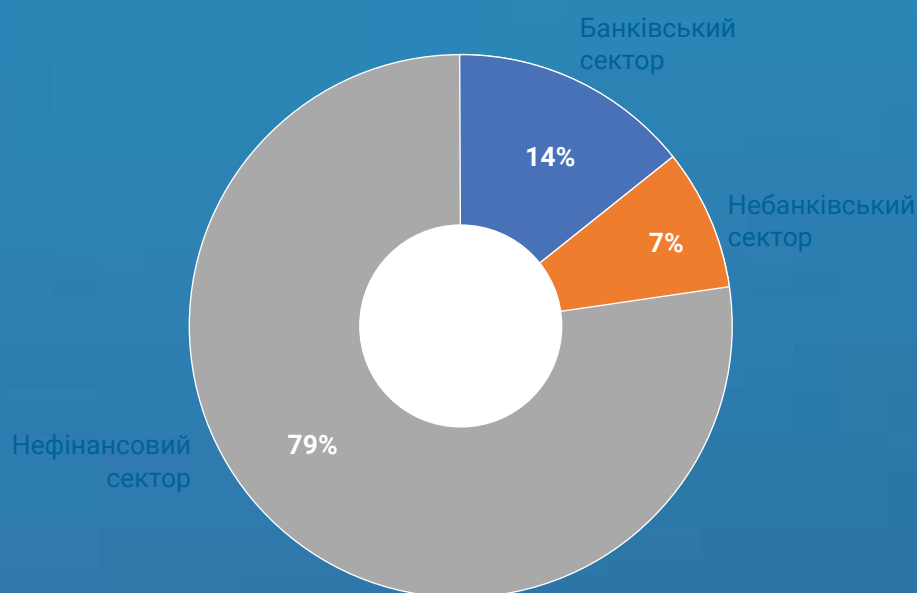


Рис. 2.3. Структура зобов'язань за борговими цінними паперами країн світу (за секторами), % до загальної суми у USD

У структурі зобов'язань за борговими цінними паперами довгострокові зобов'язання складають 82 %, а у нефінансовому секторі ще більше – 85 %.

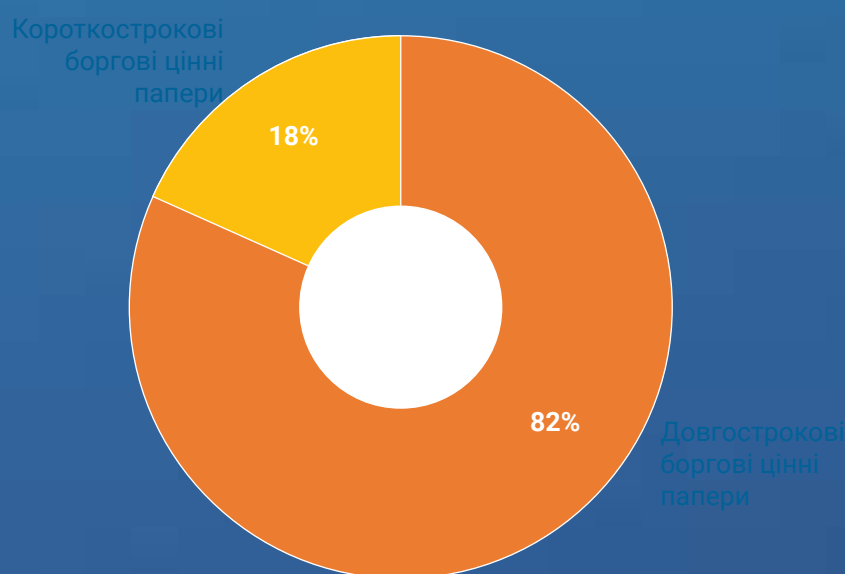


Рис. 2.4. Структура зобов'язань за борговими цінними паперами країн світу (всього), %

За даними Банку міжнародних розрахунків не вдається відокремити муніципальні облігації від інших боргових цінних паперів, але це можна зробити за даними Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР).

За класифікацією ОЕСР, органи державного управління поділяються на чотири групи:

- 1) центральний/федеральний уряд та пов'язані з ним державні установи;
- 2) федеративний уряд (штати, землі, кантони тощо) та пов'язані з ним

установи;

3) місцеві органи, тобто регіональні та органи місцевого самоврядування та пов'язані з ними установи;

4) фонди соціального забезпечення.

Друга і третя група об'єднані під назвою «**субнаціональні органи управління**» (Subnational Government, SNG). Заборгованість (борг) субнаціональних органів управління (SNG) називається «субнаціональним боргом», борг органів місцевого самоврядування – «місцевим боргом». Поняття «муніципальні облігації» поширюється на всі субнаціональні органи управління, включаючи федеративний і місцевий рівень.

У багатьох країнах існує трирівнева система SNG. Проміжний рівень відноситься до місцевого, а не федеративного рівня.

За даними ОЕСР [17], субнаціональний борг наразі залишається помірним, особливо серед органів місцевого самоврядування, які здебільшого **позичають кошти лише для фінансування капітальних витрат (інвестиційних проєктів)**. Це правило називається «золотим правилом» і воно застосовується у більшості країн ОЕСР.

Фінансово-економічна криза 2008–2009 років призвела до значних дисбалансів субнаціональних (федеративних та місцевих) бюджетів та значно збільшила рівні заборгованості SNG у більшості країн ОЕСР. Наприкінці 2016 року ситуація покращилася, оскільки субнаціональний дефіцит в середньому склав майже 0,3 % внутрішнього валового продукту (ВВП) в ОЕСР. Сумарна непогашена заборгованість становила 24,5 % ВВП та 20,7 % загального державного боргу країн ОЕСР у 2016 році. Непогашена заборгованість SNG дуже нерівномірно розподілена між країнами ОЕСР. Вона вища у федеративних країнах, ніж в унітарних: у федеративних – приблизно 31 % ВВП і 27 % державного боргу, в унітарних – 14,5 % ВВП і близько 12 % державного боргу.

На рисунку 2.5 графічно зображено рівні субнаціональної заборгованості в окремих країнах ОЕСР щодо ВВП та державного боргу.

На рисунку також зображено середні рівні субнаціонального боргу країн ОЕСР (OECD33), а також окремо в унітарних країнах ОЕСР (OECD25), федеративних країнах ОЕСР (OECD9) і в країнах, що є членами ЄС (EU28).

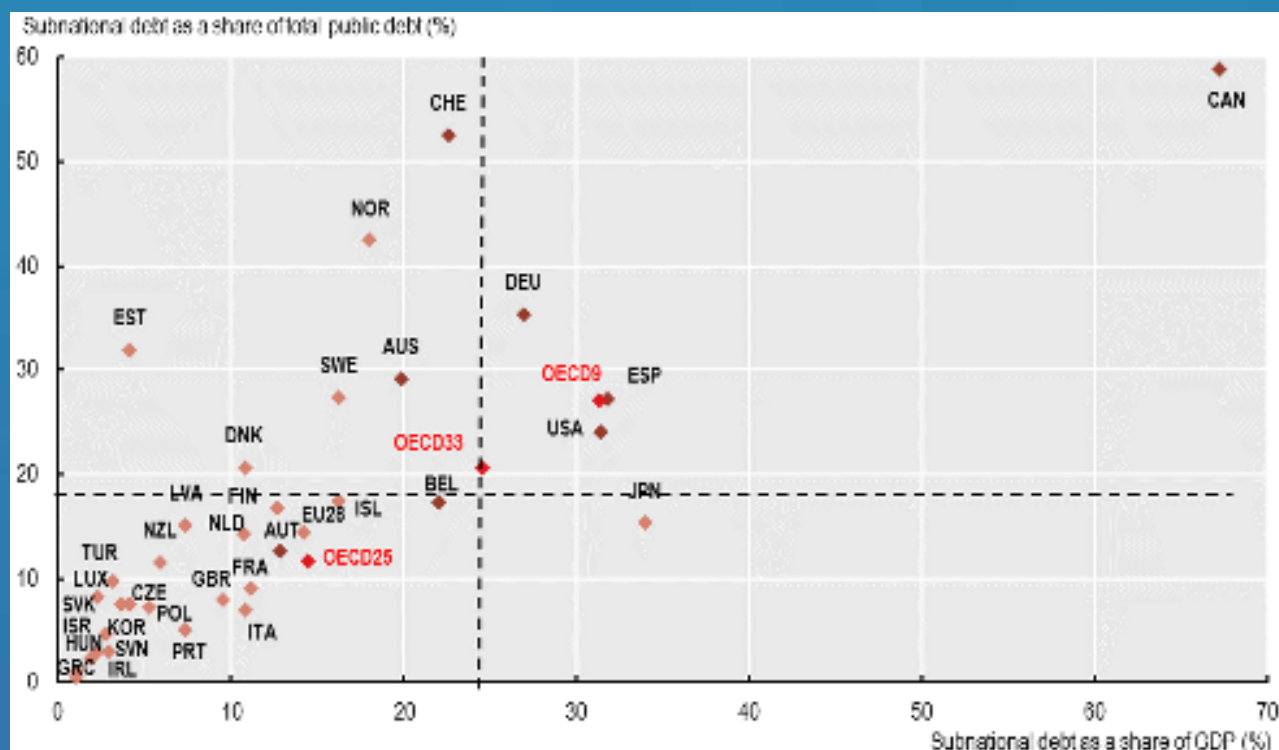


Рис. 2.5. Частка субнаціонального боргу у країнах ОЕСР

У федеративних країнах субнаціональний борг поділяється на борг «держав» (штатів, земель, кантонів тощо) та органів місцевого самоврядування. Частка боргу «держав» (state government) переважно більша, ніж у місцевих органів влади (local government) (рис. 2.6), оскільки, як і центральні органи влади, вони не підпадають під «золоте правило». Згідно з цим правилом, довгострокові запозичення обмежуються лише інвестуванням в інфраструктуру та великі капітальні об'єкти. На місцеве самоврядування в більшості країн ОЕСР (будь то федеративна чи унітарна країна) поширюється це обмеження. Окрім того, центральні та субнаціональні органи управління встановлюють обмеження щодо заборгованості місцевих органів влади в більшості країн ОЕСР.

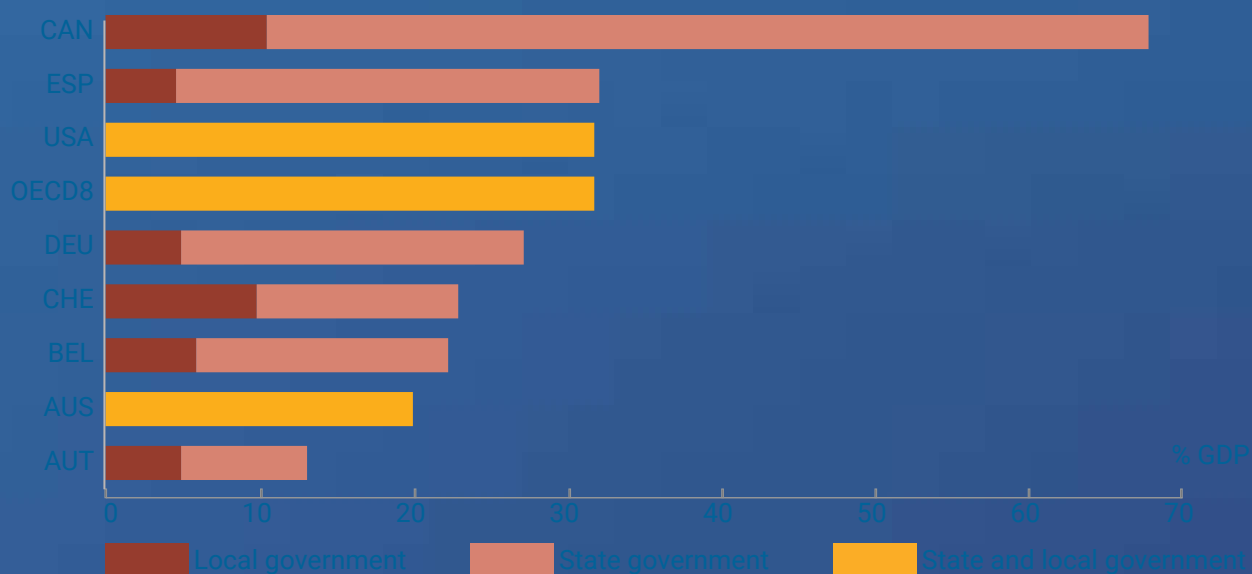


Рис. 2.6. Субнаціональний борг у деяких країнах ОЕСР

Приблизно 67 % загальної суми субнаціонального боргу в ОЕСР становить «фінансовий борг» (позики та облігації), визначений борговими регламентами, передбаченими Маастрихтським протоколом ЄС (такий фінансовий борг ще називають «Маастрихтським боргом»). Це найбільша частка субнаціонального боргу.

У країнах ОЕСР муніципальні облігації складають найбільшу частку субнаціонального боргу щодо загального та фінансового боргу (44 % загального субнаціонального та 66 % фінансового боргу), тоді як позики становлять 23 % загального субнаціонального та 44 % фінансового боргу. Це пояснюється великою питомою вагою боргу, що виникає у зв'язку з випусками муніципальних облігацій штатів, провінцій, земель тощо у федеративних країнах (США, Канада та Німеччина). Муніципальні облігації також значно поширені на місцевому рівні в деяких унітарних країнах (Нова Зеландія, Японія, Норвегія, Корея, Ісландія та Швеція), однак у більшості унітарних країн випуск муніципальних облігацій залишається обмеженим або не існує взагалі. Як результат, позики є найпоширенішою формою зовнішнього фінансування в унітарних країнах (58 % загального субнаціонального боргу та 69 % фінансового).

На рисунку 2.7 країни ранжовані за питомою вагою облігацій у структурі субнаціонального боргу. Усього до цього списку увійшло 26 країн, в інших країнах ОЕСР випуски муніципальних облігацій не здійснюються або складають менше 1 % у структурі субнаціонального боргу.

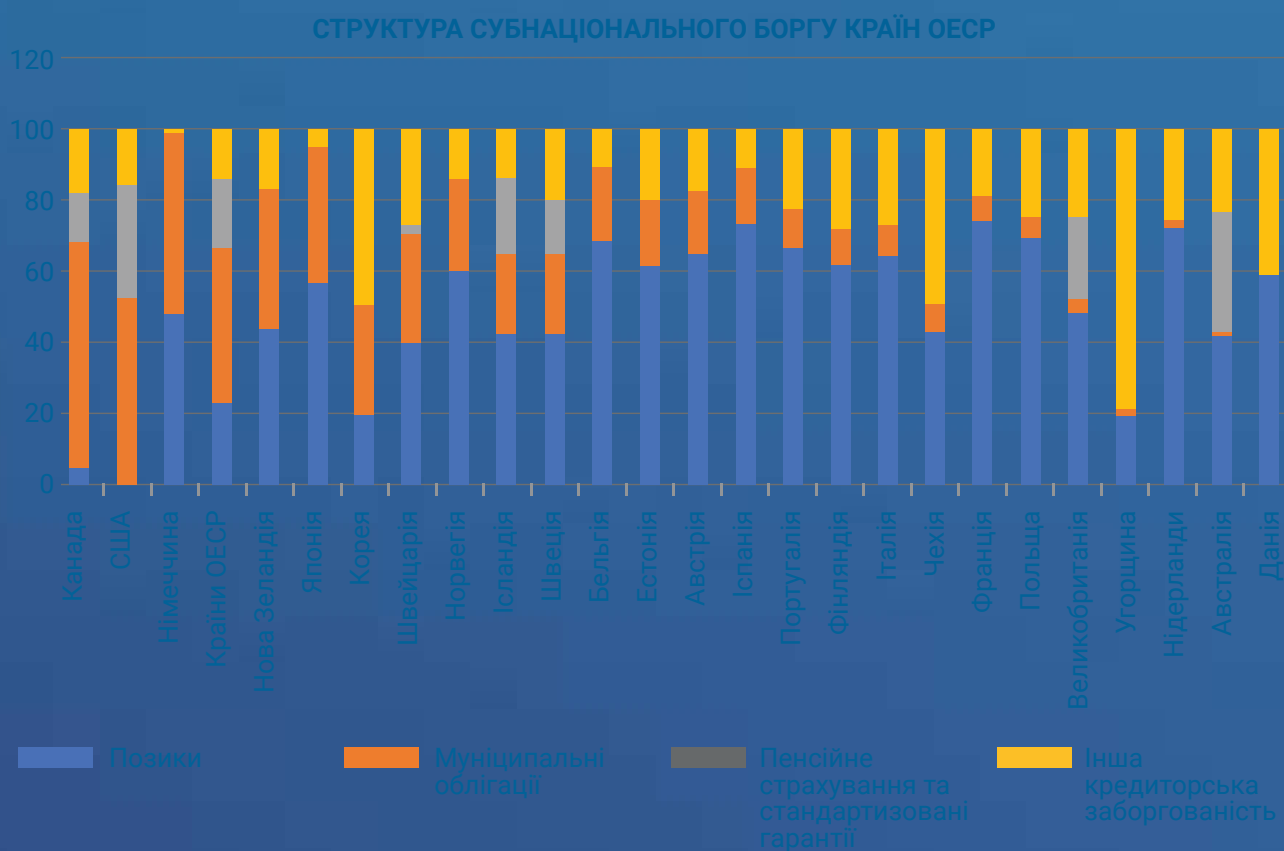


Рис. 2.7. Роль муніципальних облігацій у країнах ОЕСР (станом на 2016 рік)

Характеристику субнаціонального боргу за окремими країнами ОЕСР наведено нижче.



КАНАДА

Канада – парламентська демократія з федеральною системою правління, що складається з 10 провінцій та 3 територій, а також 3 959 органів місцевого самоврядування. Окрім того, у Канаді є індіанські резервації, індіанські поселення та неорганізовані території (близько 1 200 таких утворень зі спеціальним статусом).

Провінції можуть брати позики та надавати кредити на власний розсуд, хоча вони встановлюють фіскальні правила, приймають збалансований бюджет та обмежують запозичення для своїх муніципалітетів. Поширене правило – обмежити запозичення для фінансування капітальних витрат («золоте правило»). Співвідношення боргу та ВВП сильно варіюється в різних провінціях, деякі з них досягають рівнів, порівняних із боргом федерального уряду. Однак усі провінції можуть брати позики на аналогічних умовах у федерального уряду. У середньому коефіцієнт заборгованості SNG у відсотках до ВВП і державного боргу є найвищим в ОЕСР, де він становив 24,5 % ВВП і 20,7 % державного боргу, навіть якщо врахувати лише федерації ОЕСР (31,3 % ВВП і 27,1 % державного боргу). Фінансовий борг Канади становив 68,5 % загальної суми непогашеної заборгованості, тоді як страхові пенсії та інша кредиторська заборгованість становили відповідно 13,5 % та 18 % боргу. Фінансова заборгованість складається переважно з облігацій (93 %), а частка кредитів обмежена (7 %).

Приклад провінції Онтаріо [18]. Нормативно-правова база провінції Онтаріо щодо місцевих запозичень допомагає муніципалітетам відповідально використовувати борги, регулюючи загальну здатність брати позики та розміщувати облігації.

Довгострокові запозичення для фінансування інвестиційних проєктів

Муніципалітети можуть брати довгострокові кредити та випускати довгострокові облігації лише для фінансування капітальних витрат на інвестиційні проєкти. Вони повинні збалансувати свої бюджети відповідно до законодавства і зазвичай не можуть позичати гроші на тривалий термін для фінансування поточних операційних витрат. Однак муніципалітет може тимчасово позичати гроші для оплати операційних витрат, поки вони чекають отримання податків та інших надходжень за рік. Це допомагає муніципалітетам підтримувати їхнє фінансове благополуччя, зберігаючи можливість надавати адміністративні послуги.

Щорічний ліміт погашення (Annual Repayment Limit, ARL)

ARL – це максимальна сума, яку муніципалітет може сплатити за основну суму боргу та відсоткові платежі за рік (включаючи щорічні платежі за інші фінансові зобов'язання) без попереднього схвалення муніципальної Ради Онтаріо. Розрахунок ARL визначено Положенням провінції Онтаріо 403/02 (обмеження боргу та фінансових зобов'язань) згідно з муніципальним актом 2001 року.

Боргова політика та процедури

Муніципалітети можуть встановлювати внутрішню політику та процедури управління боргом. Наприклад, якщо муніципальна Рада захоче побудувати дорогу, і для цього потрібно залучити позикові кошти, вона може це зробити. Деякі муніципалітети, наприклад місто Мусоні, вирішили здійснювати власну

політику і розрахунки ARL. Провінційні органи влади пішли назустріч.

Управління боргом

Виділення коштів для погашення боргу може вплинути на здатність муніципалітету реагувати на несподівані події, як-от екстремальна погода. З метою отримання кращої картини свого боргового становища муніципалітети проводять аналіз, використовуючи наступні фінансові показники:

- борг на душу населення;
- збори на покриття боргу на душу населення;
- збори на покриття боргу у відсотках від виручки;
- збори на покриття боргу у відсотках від муніципального збору (municipal levy).

Муніципалітети можуть збирати інформацію про рівень заборгованості та порівнювати себе з іншими муніципалітетами.

Довгостроковий фінансовий план

Довгостроковий фінансовий план охоплює всю фінансову політику муніципалітету в одному документі. Це допомагає вписатись у загальне фінансове планування, включаючи прийняття рішення про те, скільки боргу може дозволити собі муніципалітет. Довгострокове фінансове планування сприяє фінансовій стійкості муніципалітету, розбудові капітальної інфраструктури та збільшенню очікуваних доходів.



США

Федеральну структуру Сполучених Штатів Америки складають 50 штатів, федеральний округ Колумбія, 3 031 округ на проміжному рівні та 35 879 муніципалітетів (за останнім переписом 2012 року). Штати визначають власні системи місцевого самоврядування, включаючи їх кількість, територіальну організацію та повноваження. На практиці в США існує 50 різних систем місцевих органів влади, тобто окремо для кожного штату.

Усі штати мають правила залучення позикових коштів, що застосовуються до формування власного боргу штату, та правила для органів місцевого самоврядування із встановленими законом обмеженнями щодо загального обсягу позикових коштів. Довгострокова заборгованість зазвичай призначена для капітальних проєктів («золоте правило»). Для боротьби з ризиком місцевого банкрутства 23 штати мають закони, які дають їм змогу або контролювати борг місцевих органів влади, або допомагати органам місцевого самоврядування в реструктуризації боргу в умовах надзвичайної ситуації з фінансовим станом.

У 2016 році загальна заборгованість SNG у США становила 31,6 % ВВП та 24,1 % державного боргу. Ці рівні боргу близькі до середнього рівня ОЕСР у федеративних країнах (31,3 % ВВП та 27,1 % державного боргу). Заборгованість SNG складається з фінансової заборгованості (53 %), пенсійних зобов'язань (32 %) та іншої кредиторської заборгованості (15 %). Фінансовий борг складається майже виключно з облігацій, випущених штатами та органами місцевого самоврядування для фінансування об'єктів інфраструктури та капітальних витрат, таких як інвестиції в школи, вулиці, автомобільні дороги, лікарні, мости, водопровідні системи та інші громадські об'єкти.

Заборгованість SNG може мати дві форми: загальні зобов'язання, що повністю фінансуються штатом і мають загальне нецільове призначення, і спеціальні зобов'язання, які беруть на себе штати та спеціальні структури, здебільшого підкріплені певним джерелом доходу.

Емісія муніципальних облігацій є особливо цікавим способом фінансування інфраструктури для субнаціональних органів влади, оскільки вони заощаджують додаткові витрати на проценти через звільнення від сплати податків за муніципальні облігації. Завдяки добре розвиненій системі місцевих запозичень великі та малі національні та субнаціональні установи в США отримали доступ до ринку муніципальних облігацій, деякі з них через спільні механізми фінансування, тобто створення суб'єктів фінансування у штатах, які виступають фінансовими посередниками між ринком капіталу та органами місцевого самоврядування.

У середньому щороку в США випускається 11 600 муніципальних облігацій. Так, у США розповсюджені муніципальні банки, створення, повноваження та функції муніципальних банків облігацій регулюються законодавством штатів. Іншою формою фінансування місцевих інвестиційних проектів, що використовується в США, є револьверні фонди штатів (State Revolving Funds, SRFs). Вони вперше були створені в 1978 році для використання федеральних грантів як відновлювані позики для фінансування місцевих екологічних та водних проектів.

Приклад штату Вашингтон [19]

Обсяг боргу, який може виникнути, обмежується Конституцією штату Вашингтон, окремими статутами (законами) штату та тим, чи погашається борг за допомогою податкових чи неподаткових джерел доходу. Федеральний закон встановлює правила щодо податкового статусу цінних паперів і процесу емісії та розкриття інформації щодо муніципальних облігацій.

Існує три види заборгованості, які виникають за зобов'язаннями штатів та органів місцевого самоврядування.

1) Заборгованість за облігаціями із загальним зобов'язанням (GO). Муніципалітет зобов'язується за рахунок своїх податкових надходжень беззастережно сплачувати відсотки та основні суми боргу відповідно до погашення облігацій. Власники облігацій мають право вимоги на всі загальні доходи відповідної юрисдикції (штату, округів, муніципалітетів) у разі виникнення дефолту.

2) Заборгованість за доходними облігаціями. Відрізняється від заборгованості GO за способом погашення. На відміну від заборгованості GO, яка покладається на оподаткування, виконання зобов'язань за доходними облігаціями гарантується конкретними доходами, отриманими емітентом. Наприклад, плата за воду, що стягується з клієнтів у разі витрачання боргових коштів на поліпшення водопостачання та водоочищення, гарантує погашення боргу.

3) Заборгованість за спеціальною оцінкою. Погашення такої заборгованості здійснюється за рахунок оцінок щодо тих, хто безпосередньо отримує користь від проекту, кошти на реалізацію якого були використані для фінансування. Наприклад, якщо спеціальні оціночні облігації випущені для оплати поліпшень доріг, які приносять користь певній групі населення,

органи місцевого самоврядування розробляють список оцінок вигод та осіб, які виграють від покращення. За рахунок цих осіб погашаються такі облігації.

Облігації із загальним зобов'язанням, випущені органами місцевого самоврядування штату Вашингтон, забезпечуються заставою органу податкової служби у формі податку на нерухомість. Облігації із загальним зобов'язанням є традиційною формою фінансування капітальних проєктів, таких як придбання земель, забудова парку та транспортні проєкти, які перебувають у власності чи належать до компетенції органів управління штату.

Існує два основні види облігацій із загальним зобов'язанням:

- Облігації з обмеженим податковим загальним зобов'язанням (LTGO, також їх називають *non-voted debt*, «непроголосований борг»). Рішення про емісію LTGO приймають члени законодавчого органу штату шляхом голосування. Обслуговування боргу за LTGO не вимагає підвищення податку для сплати основної суми та відсотків, яка здійснюється за рахунок доходів загального фонду бюджету штату. Важливо зауважити, що борг за LTGO погашається не за рахунок додаткових надходжень для фінансування виплат за заборгованістю та повинен сплачуватися з наявних джерел доходу.

- Облігації з необмеженими податковими зобов'язаннями (UTGO, також називаються *voted debt*, «проголосований борг») повинні бути затверджені 60 % виборців, причому явка виборців має дорівнювати щонайменше 40 % тих, хто проголосував на останніх виборах. Коли виборці просять затвердити випуск цих облігацій, їх одночасно просять затвердити збір, який збільшує податки на майно для покриття платежів за обслуговування боргу. Облігації UTGO можна використовувати лише для фінансування капітальних витрат. Заміна обладнання, яке заплановано придбати за рахунок розміщення UTGO, не дозволяється.

У штаті Вашингтон існують конституційні та статутні ліміти на обсяги випусків облігацій із загальним зобов'язанням.

Конституційні ліміти передбачені Конституцією штату Вашингтон (стаття 8, розділ 6). У цьому розділі визначено єдиний рівень ліміту боргу для всіх видів юрисдикцій штату на основі відсотка оподаткованої вартості майна.

Ліміти встановлені окремо для «непроголосованого боргу» та загального боргу:

- непроголосований борг (борг за LTGO) не може перевищувати 1,5 % від оціночної вартості (ОВ) об'єктів оподаткування, що підлягають оподаткуванню;

- загальний борг (проголосований і непроголосований) не може перевищувати 5,0 % від ОВ. Однак міста та селища можуть збільшити загальний ліміт боргу додатково на 5 % за умови схвалення виборцями (загалом до 10 % від ОВ) для фінансування проєктів водопостачання та водоочищення, освітлення та каналізації, якщо ці об'єкти контролюються муніципалітетом.

Статутні ліміти боргу зазвичай встановлюються на нижчому від штату рівні, виходячи з уявлення законодавчого органу відповідної юрисдикції про те, що є безпечним та розумним розміром боргового навантаження. Встановлюючи ліміти боргу, місцева влада також враховує сукупний розмір боргу та податкове навантаження на місцеві громади.



НІМЕЧЧИНА

Трирівнева система субнаціональних органів управління у Федеративній Республіці Німеччини включає регіональний (земельний) рівень (*Länder*, 16), проміжний рівень (*Kreise*, 401) та муніципалітети (*Gemeinden*, 11054) на нижчому рівні.

Відповідно до Конституції, земельний борг *Länder* не повинен перевищувати запланованих інвестицій. Обмеження запозичень місцевих органів влади визначаються кожною землею. SNG можуть позичати, за погодженням з наглядовим органом, лише для фінансування капітальних вкладень («золоте правило»). Після фінансової кризи загальний державний борг значно впав. Однак борг SNG Німеччини у відсотках до ВВП та державного боргу залишається вище середнього рівня ОЕСР і становить, відповідно, 27 % і 35 % (у країнах ОЕСР – 20,7 % ВВП та 24,5 % державного боргу у 2016 році). Фінансовий борг становить майже весь непогашений борг, тобто частка іншої кредиторської заборгованості незначна (1 %). Облігації склали 51 % державного боргу, а позики – 49 % у 2016 році. У 2016 році борг земель становив 81,5 % загального обсягу місцевого боргу, а борг муніципалітетів – 18,5 %. Фінансовий борг земель складається з облігацій (62 %) та позик (38 %), тоді як борг органів місцевого самоврядування майже повністю складається з позик (98 %). Землі Німеччини є наразі найбільшими емітентами облігацій серед європейських регіонів, загальна сума випущених облігацій яких перевищує більш ніж у 7 разів загальну суму другої найбільшої групи регіональних емітентів – іспанських регіонів.



НОВА ЗЕЛАНДІЯ

Нова Зеландія має дворівневу систему SNG. У 2018 році було 11 регіональних рад та 67 місцевих органів влади. Місцевий територіальний устрій Нової Зеландії було значно реформовано в 1989 році шляхом консолідації невеликих територіальних утворень. До реформи 1989 року сектор місцевого самоврядування характеризувався високою роздробленістю та величезними розбіжностями за розмірами та діяльністю як на регіональному, так і на місцевому рівнях. На місцевому рівні існувало приблизно 800 структур, які були створені впродовж тривалого часу, включаючи близько 200 органів місцевого самоврядування з різними статусами (повіти, муніципалітети, незалежні міські округи, районні громади) та численні «органи спеціального призначення». У рамках реформи 1989 року кількість місцевих органів влади скоротилася до 74 «територіальних органів влади», а згодом – до 67. Муніципальна реформа також супроводжувалася регіональною реформою, було створено 12 «регіональних рад» (згодом їх стало 11).

Новозеландські SNG традиційно позичають кошти для фінансування програм капітальних витрат, головним чином на розвиток інфраструктури. Вони провадять політику «доходів та витрат», яка передбачає фінансування капітальних витрат, а також політику «управління боргом». Така політика включає визначення процентних ставок, параметрів ліквідності, кредитних ризиків та термінів погашення боргу. SNG можуть позичати лише на внутрішніх фінансових ринках, за винятком Ради Окленду, яка може позичати на міжнародних ринках в іноземній валюті. Агенцію фінансування місцевого самоврядування (LGFA) було створено в 2011 році місцевими органами влади та центральною владою. Це організація зі статусом фінансової установи, яка

об'єднує 47 рад-членів і займається випусками облігацій на фінансових ринках та кредитуванням своїх членів за конкурентними процентними ставками. До листопада 2018 року вона позичила майже 9 млрд NZD 59 радам для рефінансування попередніх позик, одержаних у банків, та фінансування нових інфраструктурних проєктів.



ЯПОНІЯ

Японія – унітарна країна, що має два рівні місцевих органів влади: префектури (47) та муніципалітети (1 741) без ієрархічного зв'язку. Вони визначені Законом про місцеву автономію як два основні типи місцевих органів влади в Японії. Статус муніципалітетів мають також 23 спеціальні райони Токіо.

SNG можуть вільно позичати, але лише для фінансування капітальних витрат («золоте правило»). Позики SNG дуже великі за міжнародними стандартами, значно перевищують середні показники ОЕСР і становлять 34 % до ВВП. Однак частка боргу японських SNG у загальному державному боргу нижча за середню ОЕСР і становить 15 %, що можна пояснити значним рівнем державного боргу Японії, який досягає 221,1 % ВВП. Непогашена заборгованість SNG складається переважно з фінансової заборгованості (95 %). Фінансовий борг складається з позик (60 %) та облігацій (40 %). Облігації місцевих позик викупаються або на фінансових ринках комерційними банками, або через Японську фінансову організацію муніципалітетів (JFM), створену у 2009 році. Станом на 2013 рік 55 % облігацій місцевих позик випускались префектурами, а 45 % – муніципалітетами. Міністерство внутрішніх справ та комунікацій щороку розробляє План випуску облігацій місцевих позик відповідно до Плану фінансових інвестицій та позик Міністерства фінансів. План включає кошторис випуску облігацій за типом та метою. У 2006 році система консультацій з центральним урядом замінила систему попереднього затвердження умов випуску облігацій місцевих позик. Перед випуском облігацій префектури та муніципалітети повинні проконсультуватися, відповідно, з Міністром внутрішніх справ та комунікацій та губернаторами префектур, щоб отримати їхню згоду. Для тих, хто може випускати облігації без згоди, голова органу місцевого самоврядування повинен повідомити про це на зборах представницького органу місцевого самоврядування.



КОРЕЯ

Республіка Корея – унітарна держава. Корея має дворівневу систему місцевого самоврядування – регіональну та муніципальну – без ієрархічного зв'язку та дуже різноманітну і складну структуру на кожному рівні. Усього в Кореї 17 регіональних і 226 муніципальних органів влади.

SNG можуть брати позики лише для фінансування інвестиційних проєктів («золоте правило»). SNG здебільшого позичають з державних фондів центрального уряду, а останнім часом – з «фондів регіонального розвитку», якими керують представники регіональних органів влади. Починаючи з 2006 року фонди можуть випускати облігації без попереднього схвалення центральною владою, якщо рівень їхньої заборгованості менший, ніж максимальний коефіцієнт заборгованості, встановлений владою (*Local Bound Ceiling System*). Якщо ні, то потрібне схвалення Міністра урядової адміністрації та внутрішніх справ. Заборгованість SNG в Кореї значно нижче середнього

рівня ОЕСР для унітарних країн (8,2 % ВВП та 12,0 % державного боргу). У 2016 році половину непогашеної заборгованості складала «інша кредиторська заборгованість», а іншу половину – фінансовий борг. Частка облігацій місцевих позик у боргу SNG помітно зростає в останні роки, піднявшись до 29 % боргу SNG у 2016 році (порівняно з 9 % у 2013 році). Облігації внутрішніх місцевих позик включають такі різновиди, як флотаційні облігації, примусові облігації та компенсаційні облігації.



НОРВЕГІЯ

Норвегія має дворівневу субнаціональну систему управління, що складається з 422 комун та 18 округів без ієрархічного зв'язку. Місто Осло є і округом, і комуною. З 2020 року кількість муніципалітетів скоротиться до 356, а кількість округів – до 11. Більше половини комун мають менше 5 000 жителів, 13 комун мають понад 50 000 жителів.

Центральний контроль за запозиченням та складанням місцевих бюджетів був послаблений ще у 2001 році. З тих пір детальний фіскальний моніторинг та контроль застосовувалися лише до органів місцевого самоврядування, які порушили правило збалансованого бюджету (BBR). Органи місцевого самоврядування, що підлягають контролю, вносяться до реєстру (ROBEK). У вересні 2014 року в цей реєстр було занесено 54 комуни. Комуни можуть мати щорічний дефіцит, але вони повинні збалансувати бюджет упродовж 2 років або через 4 роки, якщо місцева рада, порозуміючись з центральним урядом, продовжить термін до 4 років.

Коефіцієнт заборгованості до ВВП норвезьких субнаціональних органів управління становить 18 %, що вище середнього рівня унітарних країн ОЕСР (14,5 %). Фінансовий борг SNG складається з позик (70 %) та облігацій (30 %). За кількістю випусків муніципальних облігацій Норвегія займає перше місце в Європі серед унітарних держав, а за обсягами випусків – друге.



ІСЛАНДІЯ

Ісландія має один рівень місцевого самоврядування, який складається з 74 муніципалітетів.

У результаті інвестицій, здійснених у докризові роки, багато муніципалітетів мали великі суми боргу, вираженого в іноземній валюті, які були індексовані відповідно до інфляції. У 2008 році ісландська крона обвалилася, і місцевий борг «вибухнув». Коефіцієнт заборгованості SNG збільшився на 3 процентні пункти з 2013 року (з 12,8 % до 15,9 %), а частка місцевого боргу в загальному державному боргу також зросла з 11,4 % у 2013 році до 17,3 % у 2016 році. Все ж таки фіскальна політика досягла значного прогресу у зменшенні державного боргу. У 2010 році Закон про місцеве самоврядування також запровадив норму, обмеживши загальний борг та зобов'язання SNG до 150 % від загальних доходів місцевого бюджету. Органи місцевого самоврядування, що перевищують ліміт, були зобов'язані привести коефіцієнт заборгованості під цей показник упродовж десяти років. Місцевим органам влади, загальна заборгованість яких перевищує 250 % доходів, забороняється брати кошти у борг, окрім рефінансування. У 2016 році рівень місцевого боргу був нижче середнього рівня ОЕСР як щодо частки ВВП, так і до державного боргу. Загальна непогашена заборгованість складається з фінансового боргу (65 %), страхових пенсій (21 %) та іншої кредиторської

заборгованості (14 %). Фінансовий борг включає позики (64 %) та облігації (23 %). Фонд позикового капіталу («Муніципальний кредит Ісландія», MCI), що належить місцевим органам влади, забезпечує від 25 % до 30 % потреб у фінансуванні муніципалітетів Ісландії.



ШВЕЙЦАРІЯ

Швейцарська Конфедерація має дворівневу систему SNG, що складається з 26 кантонів та 2 212 муніципалітетів станом на 1 січня 2019 року.

Позики кантонів не обмежені, але фіскальні правила включають боргове гальмування. Муніципалітети також мають право брати позики, але з деякими обмеженнями залежно від конституції кантону та податкового законодавства. Загалом заборгованість SNG у відсотках до ВВП відповідає середньому показнику ОЕСР (24,5 % ВВП) та нижче середнього рівня для ОЕСР для федеративних країн (31,3 %). Однак заборгованість швейцарських SNG значно більша, якщо врахувати частку в загальному державному боргу порівняно з ОЕСР в цілому (20,7 %) та ОЕСР для федеративних країн (27,1 %). Ця частка збільшується як для муніципалітетів, так і для кантонів за останнє десятиліття. Так, 55 % непогашеної заборгованості SNG припадає на кантони, а 45 % – на муніципалітети. Тому кантони та муніципалітети мають відносно близький рівень боргу, при цьому непогашена заборгованість становила відповідно 12,5 % та 10,1 % ВВП у 2016 році.

Непогашена заборгованість SNG складається з фінансової заборгованості (71 %), іншої кредиторської заборгованості (27 %) та пенсійних зобов'язань (2 %). У 2016 році фінансовий борг складався з позик на 57 % та облігацій на 43 %. Кантони розраховують переважно на випуск облігацій (що становить 53 % їхнього фінансового боргу, проти 47% – позики), тоді як для муніципалітетів основним джерелом запозичень є позики (70 %). Існують значні розбіжності щодо заборгованості SNG у швейцарських регіонах: більш високий рівень спостерігається у кантонах південних регіонів порівняно з нижчим рівнем у північних регіонах.



ШВЕЦІЯ

Швеція має дворівневу систему субнаціональних органів управління, що складається з 21 округу та 290 муніципалітетів. Шведська система управління отримала назву «пісочний годинник», що означає: середній рівень влади, тобто округ, є менш впливовим і важливим порівняно з найвищим рівнем (центральный уряд) та найнижчим рівнем (муніципалітети). Однак ця ситуація зараз змінюється як результат тенденції до посилення ролі округів в останні десятиліття. Це було досягнуто, зокрема, шляхом передачі центральною владою більшої частини повноважень округам, особливо з питань регіонального розвитку.

SNG мають законне право приймати самостійні рішення щодо місцевих запозичень без перевірки чи схвалення центральним урядом. Однак запозичення є побічно обмеженим, оскільки всі витрати, пов'язані з боргом, повинні включатися до збалансованого бюджету. Не існує прямого обмеження обсягу, що обмежує запозичення SNG. У Швеції непогашений борг SNG у відсотках до ВВП нижчий за середній показник ОЕСР (16,4 % проти 24,5 %), але частка в загальному державному боргу вища (27,3 % проти

20,7 %). Він складається з фінансового боргу (65 %), іншої кредиторської заборгованості (20 %) та страхових пенсій (15 %). Фінансовий борг включає як позики (66 % непогашеного фінансового боргу), так і облігації (34 %). Компанія Kommuninvest Sverige AB (Комунінвест), некомерційна кредитна асоціація, що належить окружним радам та муніципалітетам, є основним кредитором органів місцевого самоврядування (частка ринку близько 50 % у 2016 році). Вона була заснована у 1992 році, оскільки у багатьох муніципалітетів виникли труднощі з фінансуванням своїх інвестиційних проєктів, і їм довелося платити високі процентні ставки за свої позики. Наразі приблизно 90 % муніципалітетів та окружних рад Швеції є членами Комунінвесту.

БЕЛЬГІЯ

У 2019 році Бельгія мала три рівні державного устрою: шість федеральних утворень (3 регіони і 3 громади), 10 провінцій та 581 муніципалітет.

Регіони та громади можуть брати позики для покриття поточних та капітальних витрат. Вони уповноважені випускати облігації для розміщення на фінансових ринках, хоча це вимагає дозволу Федерального міністра фінансів. Муніципалітети та провінції можуть брати позики, але тільки для фінансування інвестиційних проєктів («золоте правило»). У 2016 році заборгованість SNG становила 17,5 % загального державного боргу і 22,5 % ВВП (збільшення на 3,5 процентних пунктів з 2013 року). Регіональний борг становить 72 % від загальної суми боргу. Він складається на 62 % з позик, на 25 % з облігацій, а 13 % становить інша кредиторська заборгованість. Місцевий борг включає в основному позики (85 %), а також облігації (6 %). Загалом фінансовий борг SNG («Маастрихтський борг») становив 88 % непогашеного боргу SNG, що переважно складається з позик (77,5 % і навіть 93,1 % для місцевого рівня) та облігацій (22,5 %).

ЕСТОНІЯ

Естонія має один рівень SNG, що складається з 79 муніципалітетів (2018). Серед цих 79 муніципалітетів: 15 – міські (*linnad*), 64 – сільські (*vallad*), які мають однаковий правовий статус.

Муніципалітети можуть укладати договори про довгострокові позики або випускати облігації місцевих позик, але лише для фінансування інвестиційних проєктів («золоте правило»). Відповідно до Закону про управління фінансами місцевого самоврядування 2010 року (LGFMA), гранична сума заборгованості для місцевих органів влади становить від 60 % до 100 % від операційних доходів поточного року (залежно від їхньої здатності до самофінансування). Показник місцевого боргу до ВВП значно нижчий за середній показник ОЕСР для унітарних країн і становить всього 4 %. Щодо частки державного боргу, то він значно більший – 32 %. Це пояснюється низьким рівнем державного боргу Естонії: 13,1 % ВВП проти 16,6 % ВВП в середньому в ОЕСР. У 2016 році фінансовий борг («Маастрихтський борг») становив 80 % загальної суми непогашеної заборгованості, решту частину складала «інша кредиторська заборгованість» (комерційний борг). Фінансовий борг складається переважно з позик (76,5 %) та меншою мірою з облігацій (23,5 %).

АВСТРІЯ

Австрійська Республіка – федеративна держава. Австрійська

федеральна система субнаціональних органів управління складається з двох рівнів: 9 земель (*Länder*) та 2 098 муніципалітетів (*Gemeinden*).

Землі та муніципалітети роблять місцеві запозичення у вигляді позик і розміщення облігацій, але муніципалітети не часто випускають облігації. Австрійські муніципалітети здебільшого позичають у державних банків та державних підприємств. Позики та розміщення облігацій муніципалітетами фактично регулюються кожною землею. У землях зазвичай є контрольний комітет, що затверджує умови муніципальних позик на основі сукупності пруденційних правил, які у кожній землі різні. Здебільшого муніципалітети можуть позичати лише для фінансування інвестиційних проектів («золоте правило»). У 2016 році заборгованість SNG в Австрії становила близько 13 % ВВП і 13 % загального державного боргу, що значно нижче середнього рівня ОЕСР як в цілому, так і для федеративних держав. Борг земель становить 61 % загальної заборгованості SNG, а місцевих органів влади – 39 %. Фінансовий борг становить 83 % від загальної суми непогашеної заборгованості. У рамках фінансового боргу позики становили 80 % боргу SNG, а облігації – 20 %. Однак кредити складали 95 % боргу місцевих органів влади, тоді як у землях лише 68 % земельного боргу. Відповідно до Федерального закону про бюджет в Австрії, Федеральному міністерству фінансів дозволяється позичати та випускати облігації від імені *Länder* через Австрійське Федеральне агентство фінансування. Розмір боргу, затвердженого Федеральним урядом на фінансування земель, не може перевищувати 20 % загальних видатків бюджету за певний рік.



ІСПАНІЯ

Конституція Іспанії, прийнята в 1978 році, визначила її як унітарну парламентську монархію. Насправді Іспанія, яку також називають «державою автономій», є квазіфедерацією з трирівневою системою субнаціональних органів влади, автономія яких визнана конституційно (стаття 137) і включає автономні спільноти, провінції та муніципалітети. Право на самоврядування закріплено в Конституції (стаття 2). Автономні спільноти (АС) мають значну автономію, включаючи виключну можливість приймати рішення щодо організації муніципалітетів та провінцій на їх території. Однак повноваження та функції муніципалітетів та провінцій щодо фінансових питань визначаються в рамках національного законодавства, а не регіональних законів.

Трирівнева субнаціональна система управління Іспанії характеризується асиметричною організацією. До її складу входять 17 автономних спільнот на регіональному рівні, 50 провінцій (*provincias*), 8 124 муніципалітети (*municipios*) та два автономних міста (*Ceuta та Melilla*) на місцевому рівні. Структура муніципалітетів та провінцій у кожному регіоні різна. Два автономних міста Сеута та Мелілья, розташовані на півночі Африки, мають менші повноваження, ніж АС, але більші, ніж муніципалітети. Канарські острови мають статус найбільш віддаленого регіону відповідно до Договору Європейського Союзу.

Так званий Закон про організацію 2/2012 (Organic Law) встановив, що регіональні та місцеві органи влади можуть звертатися до центральних органів влади щодо доступу до надзвичайних заходів підтримки ліквідності. Таким чином було здійснено декілька заходів з метою забезпечення ліквідності регіональних та місцевих органів влади, наприклад: створено Фонд фінансування платежів постачальникам (FFPP), Регіональний фонд ліквідності

(FLA), а також здійснено надзвичайні заходи підтримки муніципалітетів, в яких виникають фінансові труднощі. У 2014 році Королівським декретом 17/2014 було створено Фонд фінансування регіонів (Regional Government Financing Fund), який поділяється на три частини:

- 1) Фонд фінансування, в якому регіональні органи управління, що відповідають цілям бюджетної стабільності, можуть добровільно брати участь;
- 2) новий Регіональний фонд ліквідності для підтримки регіональних органів управління, які не досягли бюджетної стабільності (замінює колишній FLA);
- 3) Соціальний фонд для виплат за заборгованістю регіональних органів управління перед місцевими органами влади, щоб забезпечити дотримання угод про соціальні витрати.

Окрім того, Законом 2/2012 встановлено межу заборгованості в розмірі 13 % від регіонального ВВП для кожного регіону, а також запроваджено нові механізми нагляду, у тому числі можливість санкцій та автоматичне коригування регіональних витрат у разі недотримання нормативу.

Заборгованість іспанських SNG, зокрема регіональна, значно зросла після глобальної фінансової кризи 2008 року до рівня, що значно перевищує середній рівень ОЕСР. Ця ситуація призвела до глибоких реформ щодо фіскальних правил та великих зусиль зі скорочення державного дефіциту з 2012 року. Це тривало до тих пір, поки регіональний рівень заборгованості не стабілізувався.

Автономні спільноти охоплюють 86 % боргу SNG, а провінційні та муніципальні органи управління – 14 %. Регіональний борг, який у 2016 році становив 27,3 % ВВП, складається здебільшого з позик (75,5 %) та облігацій (17,2 %), а решту становить інша кредиторська заборгованість, яка поступово зменшується. Щодо облігацій, то 97,6 % випущено регіональними органами управління (автономними спільнотами)⁸.

Коефіцієнт заборгованості сильно різниться в різних регіонах. Станом на 2017 рік рівень боргу у відсотках від регіонального ВВП становив від 14 % (Країна Басків) до 42 % (Валенсія), а регіональні уряди Наварри та країни Басків не отримали коштів у вигляді позик від центрального уряду. З іншого боку, місцевий борг становив 4,5 % ВВП станом на 2016 рік, оскільки органи місцевого самоврядування вже п'ятий рік поспіль знижували рівень боргу. Місцевий борг включає фінансову (64,3 %) та іншу кредиторську заборгованість (35,7 %). Місцевий фінансовий борг (без регіонального боргу) переважно складається з позик (96 %).



ПОРТУГАЛІЯ

Відповідно до Конституції, Португалія має трирівневу систему місцевого самоврядування, яка складається з регіонів, муніципалітетів та парафій. На практиці, однак, регіональний рівень відсутній у материковій Португалії, місцеве самоврядування представлено 308 муніципалітетами та 3 091 парафією (freguesias – фрегезіями). Регіональний рівень представлений двома заморськими автономними регіонами (Азорські острови та Мадейра). У материковій частині Португалії є 278 муніципалітетів та 2 882 парафії, в той час як на Азорських островах є 19 муніципалітетів і 155 парафій та 11

⁸ Див. розділ 1, Іспанія

муніципалітетів і 54 парафії – на Мадейрі.

У 2007 році, згідно із Законом про місцеві фінанси (Закон 2/2007, *LFL*), грантову систему фінансування місцевих органів було скасовано, натомість створено Муніципальний соціальний фонд (ФДМ), до якого стала зараховуватися частина податків на доходи фізичних осіб. У 2013 році відбулась нова реформа місцевого самоврядування (Закон 73/2013, *RFL*), обов'язки муніципалітетів було переглянуто. Нові регіональні та місцеві закони про фінансування (набули чинності у 2014 році) було прийнято з метою посилення фінансової стійкості та підвищення прозорості та підзвітності місцевих органів влади. Реформа також зменшила кількість парафій, які підпорядковуються муніципалітетам.

З 2019 року нова програма децентралізації має поступово впроваджуватися упродовж трьох років, що впливає із закону № 50/2018 (рамковий закон про децентралізацію компетенцій муніципалітетів та міжмуніципальних громад) та закон № 51/2018, який переглянув Закон про місцеві фінанси. Реформа має на меті передати нові обов'язки муніципалітетам у широкому спектрі сфер, зокрема в галузі освіти, охорони здоров'я та транспорту. Намір реформи – збільшити частку ресурсів, що витрачаються на місцевому рівні, та посилити міжмуніципальну співпрацю.

Закони *RFL* та *LFL* посилили правила запозичення SNG. Закон *RFL* передбачає, що зобов'язання автономних регіонів не повинні перевищувати в півтора рази середній трирічний чистий дохід. *LFL* запровадив подібні вимоги до кожної громади окремо. Індивідуальне запозичення комунальних підприємств обмежене 150 % середніх загальних чистих доходів населення за попередні три роки. Муніципалітети, які перевищують цей поріг (коефіцієнт боргу), повинні зменшити перевищення як мінімум на 10 % в рік, поки вони не досягнуть ліміту. Окрім того, відповідно до збільшення боргу муніципальних служб та місцевих комунальних підприємств було прийнято рішення змінити визначення боргу, яке було б розширено: місцевий борг включає борг органів місцевого самоврядування, муніципальних та міжмуніципальних служб, міжмуніципальних організацій, муніципальних об'єднань, комунальних підприємств, підприємств, що частково належать муніципалітетам тощо. Невиконання ліміту призводить до застосування фінансової реструктуризації. Якщо коефіцієнт заборгованості перевищує 300 %, муніципалітет зобов'язаний дотримуватися так званого муніципального плану коригування, що включає фінансову допомогу муніципальним громадам, які перебувають у неблагополучному стані, від Municipality Resolution Fund (FAM).

Загалом у 2016 році заборгованість SNG Португалії була нижчою, ніж середня по ОЕСР для унітарних країн і відповідно становила 7 % ВВП та 5 % державного боргу. Вона складається з іншої кредиторської заборгованості (22 %) та фінансового боргу (78 %). Фінансовий борг включає як позики (86 % боргу), так і облігації (14 %).



ФІНЛЯНДІЯ

У Фінляндії один субнаціональний рівень, що складається з 311 муніципалітетів (2018). Муніципалітети мають право вільно позичати кошти через розміщення облігацій та укладання договорів позики для фінансування будь-якого типу операцій. Погіршення фінансового стану підштовхнуло муніципалітети до збільшення запозичень між 2009 та 2016 роками, але в

2017 році запозичення помітно сповільнилися. Місцевий борг все ще нижче середнього рівня ОЕСР, але нарівні із середнім показником для унітарних країн ОЕСР (14,5 % ВВП та 11,8 % державного боргу). У 2016 році місцевий борг складався з фінансової (72 %) та іншої кредиторської заборгованості (28 %). Фінансовий борг становив 9,1 % ВВП і 13,3 % державного фінансового боргу і включав позики (86 %) та облігації (14 %). Понад 80 % місцевого боргу фінансується через організацію, яка називається «Муніципальні фінанси» (MuniFin), уся діяльність якої полягає у наданні фінансових послуг місцевим органам влади.

ІТАЛІЯ

Відповідно до Конституції Італія є унітарною країною. В Італії існує дворівнева субнаціональна система, яка складається з 20 регіонів та 7 960 муніципалітетів. Реформування територіальної організації через закон № 56/2014, який діє з січня 2015 року, призвело до скасування проміжного рівня – 107 провінцій.

Регіональне та місцеве використання боргу обмежується фінансуванням інвестиційних витрат («золоте правило»). Існують додаткові пруденційні вимоги щодо нових запозичень (обслуговування боргу), які включені до положень щорічного Закону про фінанси. Муніципалітети та регіони можуть випускати облігації за певними пруденційними правилами. Непогашений борг SNG як частка ВВП та державного боргу нижче середніх показників ОЕСР. Він складається з фінансового боргу на 73 % та іншої кредиторської заборгованості (комерційного боргу та ареалів) на 27 %. Більшість фінансових боргів SNG – це банківські позики, які переважно видаються італійськими фінансовими установами, зокрема державним банком Cassa Depositi e Prestiti (89 %). Частка позик зросла за останні роки порівняно з часткою облігацій, яка знизилася і становить лише 11 % від суми фінансової заборгованості. У 2016 році італійські регіони припинили випуски нових облігацій, а натомість покладалися на центральний уряд щодо фінансування їхніх потреб. Крім того, центральний уряд прийняв програму реструктуризації боргу SNG, включаючи програму викупу облігацій. Однак італійські SNG залишаються четвертою за величиною групою емітентів серед європейських регіонів та муніципалітетів після Німеччини, Іспанії та Швейцарії, а серед унітарних держав Європи займають перше місце (не враховуючи Іспанію, яка є квазіфедеративною країною). Однак Італія навряд чи може бути взірцем щодо випусків муніципальних облігацій, оскільки країна переживає непрості часи з огляду на стан державних та місцевих фінансів.

ЧЕХІЯ

У Чеській Республіці діє дворівнева система SNG, що складається з 14 регіонів: 13 областей (країв) та міста Праги, а також 6 258 муніципалітетів без ієрархічного зв'язку між ними. Прага, столиця держави, має подвійний статус як регіону, так і муніципалітету (представницькі органи – асамблея та рада).

Закон № 23/2017 встановив обмеження щодо заборгованості обласних та муніципальних органів влади. Згідно з цим правилом, валова заборгованість SNG повинна залишатися менше 60 % середньорічного доходу бюджету. Якщо цього цільового показника не буде дотримано, центральні органи влади можуть скоротити дохід муніципалітету чи регіону на 5 %. Ці «призупинені»

доходи можуть бути використані лише для погашення боргових зобов'язань SNG, взятих до року, в якому сталося припинення. У 2016 році приблизно 500 муніципалітетів (8 % від загальної кількості) мали заборгованість понад 60 % своїх доходів. Поки заборгованість обласних органів влади не перевищила 60 %, муніципалітети можуть позичати кошти у комерційних банків, Державного фонду охорони навколишнього середовища, Міністерства сільського господарства, вони також можуть випускати облігації за згодою центрального уряду. Області також беруть позики у міжнародних організацій, таких як Європейський інвестиційний банк.

У 2016 році рівень заборгованості SNG був нижчим за середній ОЕСР. Фінансовий борг становив 51 % непогашеної заборгованості SNG. Фінансовий борг (1,9 % ВВП та 4,6 % державного боргу) переважно складався з позик (85 %). У 2015 році борги мали більше половини муніципалітетів (3 255 із 6 258), серед яких чотири найбільші міста Чехії, а їхні борги разом становили 50,4 % загальної заборгованості муніципалітетів.



ФРАНЦІЯ

Трирівнева субнаціональна система Франції (у тому числі Корсика та найбільш віддалені регіони) охоплює 18 регіонів на верхньому рівні, 101 департамент на проміжному рівні та 35 357 муніципалітетів на нижньому рівні.

SNG можуть позичати без схвалення центрального уряду, але довгострокове запозичення обмежується капітальними інвестиціями («золоте правило»). Після кризи 2008–2009 років правове поле для запозичень у 2013 році було зміцнене Законом про відокремлення та регулювання банківської діяльності (наприклад, запозичення в іноземній валюті, регулювання запозичень з плаваючою ставкою, використання свопів тощо) з метою зменшення фінансових ризиків. Закон також забезпечив можливість створити *Agence France Locale*, тобто нову організацію, яка повністю належить французьким місцевим органам влади та займається їх фінансуванням. Агенція розподіляє позики своїм членам шляхом залучення коштів на ринках капіталу (так зване «спільне фінансування»).

Непогашена заборгованість SNG Франції становить 11,1 % ВВП та 8,9 % загального державного боргу, що нижче рівня ОЕСР (24,5 % та 20,7 % відповідно). Фінансовий борг становить 82 % загальної суми непогашеної заборгованості. Фінансування через розміщення облігацій залишається обмеженим: 8,9 % від загальної фінансової заборгованості проти 91,1 % позик.



ПОЛЬЩА

У Польщі існує трирівнева система субнаціональних органів управління, закріплена в Конституції, яка складається з 16 воєводств, 380 повітів та 2 478 муніципалітетів (гмін).

З 2014 року набули чинності нові правила запозичення для подальшого зменшення боргу SNG. Обслуговування заборгованості органів місцевого самоврядування не повинно перевищувати трирічної середньої суми операційних надходжень та доходів від приватизації державних активів. Більше того, борг SNG не повинен перевищувати 60 % ВВП. Як результат, рівень непогашеної заборгованості SNG як частка ВВП та державного боргу зменшується. У 2016 році він був помірним порівняно із середнім показником ОЕСР, навіть якщо розглядати лише унітарні країни, і становив відповідно 5 %

і 7 %. Борг польських SNG складається переважно з позик. Понад 80 % боргу SNG припадає на міста зі статусом повіту (48 % загального непогашеного боргу у 2016 році) та гміни (35 %). Воеводства та інші повіти охоплюють відповідно 10 % та 8 % боргу SNG.



ВЕЛИКОБРИТАНІЯ

(Сполучене Королівство Великої Британії та Північної Ірландії, UK)

Територіальна організація Великобританії є дуже складною і сильно відрізняється у кожній з чотирьох країн, з яких вона складається. В Англії міськими є дворівнева система субнаціонального уряду, тоді як в Шотландії, Уельсі та Північній Ірландії існує лише один рівень місцевих органів влади. В Англії є 35 органів місцевого самоврядування на верхньому рівні, що включає 26 графств, адміністрацію Великого Лондона (GLA) та вісім об'єднаних органів влади. На місцевому рівні в Англії є 317 органів нижчого рівня, відповідальних за місцеві послуги. В Уельсі є 22 місцеві органи влади, у Шотландії – 32, у Північній Ірландії – 26. Окрім того, існує структурований підмуніципальний рівень з приблизно 9 500 парафіяльними радами в Англії, 735 общинними радами в Уельсі та 1 200 – у Шотландії. Ці організації обирають ради, надають деякі послуги на рівні громади та консультуються з місцевими органами влади з питань, що стосуються їхньої громади.

Кожна місцева адміністрація має право позичати гроші для задоволення циклічних коливань доходів та фінансування капітальних витрат. Як і в інших аспектах використання фінансування, розмір та тип запозичень різняться між собою. Позики у Шотландії, Уельсі та Північній Ірландії зростали відповідно до передачі їм повноважень. З 2016 року парламенту Шотландії надано нові повноваження щодо запозичення, у тому числі шляхом випуску облігацій. Акти Уельсу 2014 та 2017 років передали більші повноваження щодо залучення позикових коштів уряду Уельсу та Національній асамблеї Уельсу. Північна Ірландія завжди користувалась широкими можливостями залучення позикових коштів.

В Англії, Шотландії та Уельсі органи місцевого самоврядування можуть залучати довгострокові кредити та випускати довгострокові облігації лише для фінансування капітальних витрат («золоте правило»). Органи місцевого самоврядування повинні дотримуватися пруденційного кодексу CIPFA, що встановлює показники, яких необхідно дотримуватися щодо фінансової стійкості. У Північній Ірландії запозичення підлягають затвердженню Міністерства охорони навколишнього середовища та мають спрямовуватися лише на фінансування капітальних проєктів. Інвестиційні фонди можуть надавати позики на 30 років як регіональну фінансову підтримку.

У цілому рівень субнаціонального боргу залишається значно нижче середнього рівня ОЕСР, а також нижче середнього рівня ОЕСР для унітарних країн. Субнаціональний борг складається з фінансової заборгованості (51 %), пенсійних зобов'язань (24 %) та іншої кредиторської заборгованості (25 %). Використання облігацій дуже обмежене, 95 % фінансового боргу складається з позик. Однак у 2015 році Асоціація місцевого самоврядування створила Муніципальне облігаційне агентство, діяльність якого спрямована на скорочення довгострокових капітальних витрат та посилення конкуренції на ринку. Місцевим радам надано більше прав для контролю над процентними ставками, які вони мають сплатити. Міська рада Абердіну (Шотландія) успішно випустила муніципальні облігації у 2016 році.



УГОРЩИНА

Угорщина – унітарна країна з дворівневою системою субнаціональних органів управління, що складається з 19 округів (*megye*) та Будапешта, а також 3 177 муніципальних органів влади без ієрархічного зв'язку. І округами, і муніципалітетами керують ради, що складаються з представників, безпосередньо обраних шляхом таємного голосування на чотирирічний строк. Окружними радами керує президент ради, який обирається з числа членів. Муніципальні ради очолюють мери (міські голови, *polgarmester*), які виконують функції виконавчої влади. Вони обираються напряму виборцями на чотирирічний термін.

Закон про місцеве самоврядування Угорщини встановив порядок отримання дозволу на місцеві запозичення з 2012 року. Після цього з 2013 року загальний борг угорських органів місцевого самоврядування, накопичений з 2002 по 2008 рік, було взято на контроль центральним урядом та повністю погашено за період 2011–2014 років. Це робилося поступово в три етапи, виходячи з розміру SNG. Співвідношення боргу визначалося виходячи з кількості жителів у конкретному муніципалітеті та потужності оподаткування, вимірюваної місцевим податком на прибуток. У результаті сума та структура непогашеної заборгованості докорінно змінилися, борг SNG становив лише 1,1 % ВВП у 2016 році порівняно з 4,5 % у 2010 році та 1,1 % державного боргу. Він складається з іншої кредиторської заборгованості на 79 %, решта – фінансовий борг. Фінансовий борг складається переважно з позик (92 %), частка облігацій – 8 % (2016 рік).

В Угорщині спостерігається бум муніципальних облігацій, який став предметом спеціального дослідження [20]. Різке збільшення обсягу боргу органів місцевого самоврядування в Угорщині розпочалося ще з 2006 року. Поліпшення місцевого управління муніципальними фінансами призвело до поширення емісії облігацій, яка в Угорщині досі вважається новаторською. Дослідження базувалося на вибірці з 308 угорських муніципалітетів. Автор (Kovács, Gábor) виявив, що більшість керівників органів місцевого самоврядування не в змозі були розрізнити економічні відмінності між банківськими позиками та облігаціями і не мали уявлення щодо потенційних вигод, переваг та недоліків облігацій. Не дивно, що майже всі облігації випускалися приватно, де покупцями були виключно комерційні банки. Відповідно до аналізу основних компонентів, рівень знань місцевих органів влади можна класифікувати та пояснити трьома компонентами: теоретичні знання про місцеві запозичення, знання правового та адміністративного регулювання та навички фінансування на ринках капіталу. Отже, автор робить висновок, що поліпшення місцевого управління фінансами не могло бути основною причиною буму муніципальних облігацій, існували зовнішні фактори, які були визначальними та домінували у процесі цього буму.



НІДЕРЛАНДИ

Нідерланди мають дворівневу систему самоврядування (провінційне та місцеве), що складається з 12 провінцій та 355 муніципалітетів, включаючи три закордонні утворення (Бонайре, Сент-Євстафій та Саба). Система SNG також включає функціональний рівень на регіональному рівні, що охоплює голландські водні органи (*waterchappen*).

SNG можуть вільно позичати, у тому числі за допомогою облігацій,

але лише для фінансування капітальних витрат («золоте правило»). Рівень заборгованості SNG нижче середнього рівня ОЕСР. Непогашена заборгованість складається здебільшого з фінансової заборгованості (70 %). Питома вага облігацій у відсотках від загальної фінансової заборгованості залишаються дуже низькою (2,8 %), кредити складають основну частину обсягу фінансової заборгованості (97,2 %). Муніципальний банк Нідерландів (BNG) було створено Нідерландською асоціацією муніципалітетів у 1914 році для того, щоб допомогти муніципалітетам отримати доступ до ринків кредитів. Близько 90 % його активів становлять позики муніципалітетам та іншим державним органам. Половину акціонерного капіталу банку утримує держава Нідерланди, а іншу половину – муніципальна влада, провінційна влада та водні органи. Waterschapsbank – ще один банк у Нідерландах, що спеціалізується на кредитах місцевим органам влади.



АВСТРАЛІЯ

Австралія – федерація з шести штатів та двох територій. Система SNG (субнаціональних органів управління) складається з двох рівнів: шість штатів та дві федеральні території, що мають державні повноваження (Північна територія та Австралійська столична територія) на федеральному рівні та 562 органи місцевого самоврядування на місцевому рівні.

Австралійську кредитну раду (у тому числі федеральний рівень та рівень штатів) було створено в 1929 році для координації та контролю за державними запозиченнями на основі фіскальних позицій та потреб інфраструктури. Штати Австралії можуть брати позики на власний рахунок без обмежень, встановлених центральним урядом. Фінансові ринки та рейтингові агенції виступають у цьому випадку як важливі механізми. Нині кредитна рада переважно відповідає за підвищення прозорості та підзвітності фінансів державного сектору (у тому числі за рахунок всеосяжних вимог до звітності даних), а не як це було раніше – забезпечення дотримання суворих лімітів позик. Наразі кожен уряд штату зобов'язаний подати свої вимоги до фінансування на наступний рік.

Австралійська заборгованість SNG як частка ВВП нижча від середнього показника ОЕСР, особливо якщо враховувати середній показник ОЕСР для федеративних країн. За часткою державного боргу борг SNG в Австралії вищий за середній показник ОЕСР (20,7 %) і дещо вищий за середній показник ОЕСР для федеративних країн (27,1 %).

Заборгованість SNG здебільшого складається із боргу штатів та територій, оскільки борг органів місцевого самоврядування є незначним, незважаючи на те, що органи місцевого самоврядування в усіх юрисдикціях мають доступ до гнучких та економічно ефективних механізмів запозичення. Страхові пенсії становлять 45 % загальної заборгованості SNG, тоді як фінансовий борг SNG становить 43 %, а інша кредиторська заборгованість – 12 %. Фінансовий борг майже виключно складається з позик (98 %). Незважаючи на таку низьку частку облігацій у загальній непогашеній заборгованості, важливо зазначити, що австралійські штати дуже активні на ринках капіталу. Однак ці дії здійснюються їхніми корпораціями (наприклад, New South Wales Treasury Corporation, Treasury Corporation of Victoria, Queensland Treasury Corporation тощо), які випускають облігації гарантуючи їх погашення.



ДАНІЯ

У Данії існує дворівнева система місцевого самоврядування, яка була результатом реформи місцевого самоврядування 2007 року, що суттєво змінила адміністративно-територіальний устрій: наразі у Данії 5 регіонів та 98 муніципалітетів.

Регіонам заборонено брати позики на ринках капіталу шляхом розміщення боргових цінних паперів, а місцеві запозичення (позики та облігації) підлягають нагляду та затвердженню центральним урядом. Взагалі муніципалітети можуть позичати кошти лише на капітальні витрати та на певні комунальні послуги. Муніципалітетам також дозволено брати позики для задоволення своїх короткострокових потреб з дозволу центральної влади. Данська заборгованість SNG у відсотках до ВВП нижча, ніж у країнах ОЕСР. Однак частка SNG у державному боргу перебуває на рівні із середнім показником ОЕСР. Він складається з фінансової заборгованості (66 % загальної суми непогашеної заборгованості) та іншої кредиторської заборгованості (34 %). Фінансовий борг складається переважно з позик (89 %). Хоча місто Копенгаген та всі інші датські муніципалітети мають вільний доступ до національного ринку капіталу, вони не випускають облігацій безпосередньо. Вони зазвичай звертаються до *KommuneKredit*, банку місцевого самоврядування, заснованого ще у березні 1898 року, діяльність якого регулюється Законом «Про кредитну установу для місцевих та регіональних органів влади у Данії» від 3 травня 2006 року № 383. Під наглядом Міністерства економіки та внутрішніх справ цей комунальний банк надає кредити та позики датським муніципалітетам та регіонам. Наразі всі муніципалітети та регіони є членами *KommuneKredit*, який акумулює 90 % субнаціональних позик у країні.

2. ЗЕЛЕНІ, СОЦІАЛЬНІ ТА СТІЙКІ МУНІЦИПАЛЬНІ ОБЛІГАЦІЇ

Перехід до стійкої глобальної економіки потребує збільшення фінансування інвестиційних проєктів, які забезпечують екологічні та соціальні вигоди. Ринки облігацій відіграють важливу роль у залученні приватного капіталу для фінансування цих глобальних потреб і отримання таких вигод.

Зелені (Green Bonds), соціальні (Social Bonds) та стійкі (Sustainable Bonds) облігації – це будь-який тип боргових фінансових інструментів, кошти від розміщення яких будуть використовуватися виключно на реалізацію екологічних та/або соціальних проєктів. Вони є інструментами регульованого ринку, належать до ринків капіталу та підпадають під таке ж регулювання, що й інші цінні папери з фіксованим доходом.

Принципи зелених облігацій (GBP) та принципи соціальних облігацій (SBP), а також Керівні принципи (Guidelines) щодо стійких облігацій (SBG), розроблені Міжнародною асоціацією ринків капіталу (ICMA), стали провідними орієнтирами для випусків зелених, соціальних та стійких облігацій [21]

Зелені облігації – це будь-який тип боргових фінансових інструментів, кошти від розміщення яких будуть використовуватися виключно на фінансування чи рефінансування, частково або повністю, нових та/або наявних екологічних проєктів. Облігації зараховують до «зелених», якщо вони відповідають критеріям за чотирма компонентами GBP:

- 1) цільове використання коштів від розміщення;
- 2) процес оцінки та відбору проектів;
- 3) управління коштами від розміщення;
- 4) звітність.

Облігації, які не відповідають цим чотирьом компонентам GBP, не можна вважати зеленими.

Зрозуміло, що певні екологічні проекти можуть мати соціальні вигоди. У такому випадку їм може бути надано статус стійких облігацій (Sustainable Bonds). Емітент самостійно визначає, до якої категорії належать облігації, на основі цілей базового проекту і мети випуску облігацій.

Цільове використання коштів від розміщення. Головна ідея – це цільове використання коштів від розміщення облігацій, що повинно бути належним чином описано в юридичних документах з емісії облігацій. Усі визнані екологічні проекти повинні забезпечувати чіткі екологічні вигоди, які будуть оцінені та, де це можливо, кількісно визначені емітентом.

GBP чітко визначають декілька категорій зарахування проектів до екологічних:

- 1) пом'якшення наслідків та адаптація до змін клімату;
- 2) збереження природних ресурсів та біорозмаїття;
- 3) запобігання та контроль забруднення навколишнього середовища.

GBP визначають такі, але не виключно, сфери реалізації проектів, які можуть бути підтримані ринком зелених облігацій:

- відновлювана енергетика (у тому числі виробництво, передача, застосування альтернативних видів енергії: сонячної, вітрової тощо);
- енергоефективність (наприклад, у нових та відремонтованих будівлях, сховищах енергії, при централізованому опаленні, в електромережах тощо);
- запобігання та контроль забруднення навколишнього середовища (у тому числі зменшення викидів в атмосферу, контроль за парниковими газами, очищення ґрунтів, запобігання накопиченню відходів, утилізація відходів, переробка відходів та енергоефективне використання відходів);
- екологічно стійке управління природними ресурсами та землекористуванням (у тому числі екологічно стійке землеробство; екологічно стійке тваринництво; біологічний захист сільськогосподарських культур або крапельне зрошення; екологічно стійке рибальство та аквакультура; екологічно стійке лісове господарство, включаючи лісонасадження або лісовідновлення та збереження чи відновлення природних ландшафтів);
- збереження наземного та водного біорозмаїття (у тому числі захист прибережного, морського та річного середовищ);
- екологічно чистий транспорт (наприклад, електричний, гібридний, залізничний; інфраструктура для транспортних засобів з чистою енергією; зменшення шкідливих викидів транспортними засобами);
- стійке управління водними ресурсами та стічними водами (у тому числі стійка інфраструктура для чистої питної води, очищення стічних вод, стійкі міські дренажні системи, пом'якшення наслідків повеней);
- адаптація до зміни клімату (у тому числі системи інформаційної

підтримки, такі як системи спостереження за кліматом та системи раннього попередження);

- продукти, адаптовані до екологічно ефективної економіки, виробничі технології та процеси (такі як розробка та виробництво екологічно чистих продуктів, екологічна упаковка та дистрибуція);
- сталі будівлі («зелені» будівлі, які відповідають регіональним, національним або міжнародно визнаним екологічним стандартам або сертифікатам).

Процес оцінки та відбору. Емітент зелених облігацій повинен чітко повідомляти інвесторам:

- цілі екологічного проекту;
- як проекти вписуються у відповідні категорії, визначені вище;
- істотні ризики, пов'язані з проектом.

Емітентам рекомендується розміщувати цю інформацію в контексті загальних цілей, стратегії, політики та/або процесів, що стосуються екологічної стійкості. Емітентам також рекомендується розкривати будь-які екологічні стандарти чи сертифікати під час опису проекту.

GBP заохочують високий рівень прозорості та рекомендують доповнити процес емісії зовнішньою оцінкою відбору проектів.

Управління коштами від розміщення. Кошти від розміщення зелених облігацій повинні бути зараховані на окремий субрахунок або іншим чином відокремлені емітентом. Поки зелені облігації не погашені, залишок відокремлених надходжень коштів необхідно періодично коригувати відповідно до кошторису чи програми цільового використання коштів. Емітент повинен повідомити інвесторам про передбачені види тимчасового розміщення залишку невикористаних коштів.

Звітність. Емітенти повинні забезпечити та зберігати доступну актуальну інформацію про використання коштів від розміщення. Щорічний звіт повинен містити перелік проектів, на які були виділені кошти від розміщення зелених облігацій, а також короткий опис проектів з оцінкою їхнього виконання. Якщо угоди про конфіденційність, конкурентоспроможність або велика кількість базових проектів обмежують кількість деталей, які можуть бути доступні, GBP рекомендують подавати інформацію в загальних рисах або на основі зведеного портфеля (наприклад, відсоток певних категорій проектів).

В Україні є наміри запровадити випуски зелених облігацій відповідно до GBP, провідником цього є Державне агентство з енергоефективності та енергозбереження (Держенергоефективність). Дані Держенергоефективності дають достатньо повну картину випусків зелених облігацій у світі (рис. 2.8)

Динаміка випусків зелених облігацій вражає, особливо у 2016 і 2017 роках, коли обсяг їх випусків щорічно збільшувався удвічі. Корпоративні зелені облігації є найбільш розповсюдженим їх видом, при цьому емітентами виступають як фінансові (22 %), так і нефінансові (22 %) установи. Спеціально створенні організації також є емітентами як корпоративного (17 %), так і державного (12 %) сектору. Питома вага міжнародних фінансових організацій сягає 12 %. Державні зелені облігації охоплюють 5 % первинного ринку, а муніципальні – 4 %.

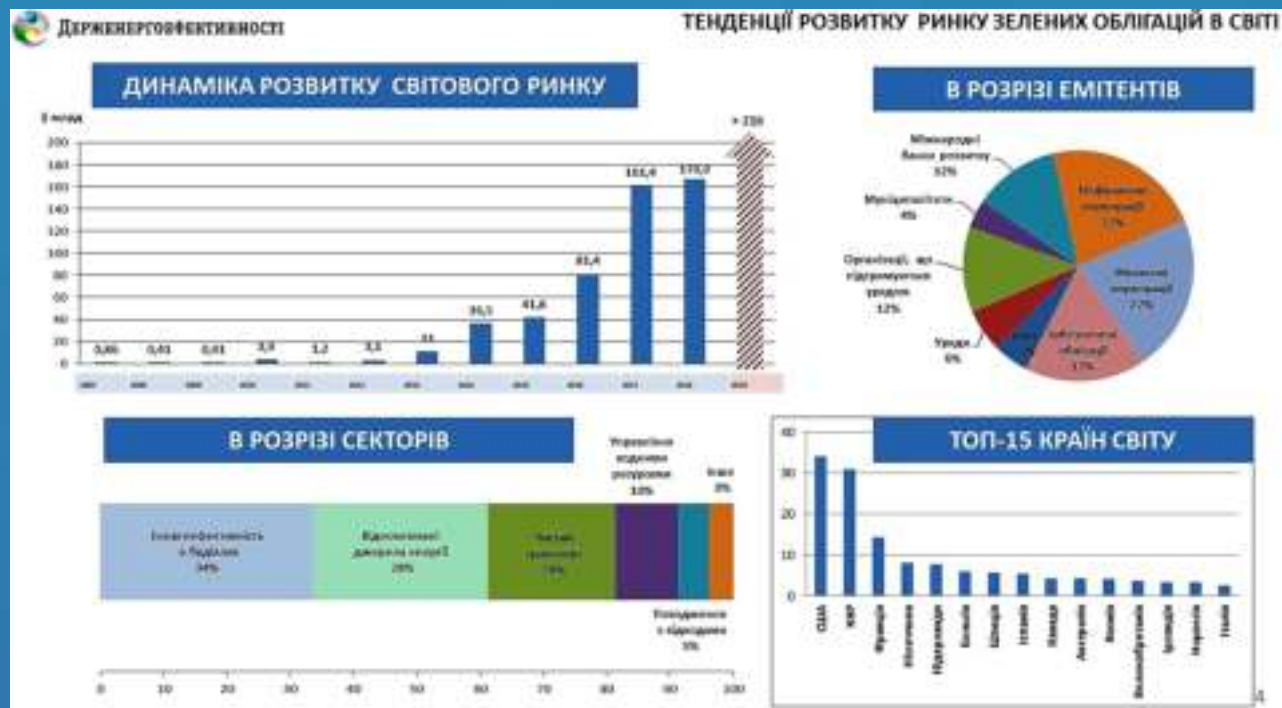


Рис. 2.8. Характеристика первинного ринку зелених облігацій у світі

Принципи соціальних облігацій (SBP) відрізняються від GBP тільки сферами реалізації проєктів. Інші компоненти (процес відбору та оцінки, управління коштами, звітність) не відрізняються.

SBP визначають такі категорії проєктів, які можуть бути підтримані ринком соціальних облігацій:

- доступна базова інфраструктура (наприклад, чиста питна вода, каналізація, санітарія, транспорт, енергетика тощо);
- доступ до основних послуг (наприклад, охорони здоров'я, освіти та професійної підготовки, соціального забезпечення, фінансових послуг тощо);
- доступне житло;
- створення робочих місць, у тому числі завдяки потенційному ефекту фінансування малих та середніх підприємств та мікрофінансування;
- продовольча безпека;
- соціально-економічний прогрес, розширення прав і можливостей місцевих громад.

Випуск соціальних облігацій сягає від 300 млн до 1 млрд євро на рік. Загальний обсяг випусків соціальних облігацій (без урахування стійких та зелених облігацій) збільшився до 16,5 млрд доларів США у травні 2018 року [22].

Емітентами соціальних облігацій є: державні банки – 33 %, міжнародні фінансові організації – 27 %, приватні банки – 17 %, державні органи – 10 %, органи місцевого самоврядування – 7 %, приватні компанії – 6 %.

Країнами з найбільшими обсягами випусків соціальних облігацій є Нідерланди (5,5 млрд USD), Іспанія (3,5 млрд USD), Франція та Німеччина (по 0,9 млрд USD).

Зелені та соціальні муніципальні облігації, хоч і не займають провідних позицій, але є важливими інструментами вирішення нагальних проблем на

регіональному та місцевому рівнях.

За даними ICMA [23], емітентами зелених муніципальних облігацій є 19 міст, провінцій, округів, штатів, кантонів (табл. 2.1).

Таблиця 2.1
Емітенти зелених муніципальних облігацій

Емітент	Країна	Джерело інформації про випуск облігацій
Провінція Жужуй	Аргентина	http://prensa.jujuy.gob.ar/tag/bono-verde/
Місто Рейк'явік	Ісландія	https://reykjavik.is/thjonusta/graen-skuldabref-green-bonds
Місто Ванкувер	Канада	https://vancouver.ca/default.aspx
Провінція Онтаріо	Канада	http://www.ofina.on.ca/greenbonds/verification.htm
Провінція Квебек	Канада	http://www.finances.gouv.qc.ca/en/RI_GB_Green_Bonds.asp
Місто Мехіко	Мексика	http://procesos.finanzas.cdmx.gob.mx/bono_verde/
Місто Осло	Норвегія	http://www.cicero.uio.no/en/posts/what-we-do/cicero-second-opinions-list
Округ Колумбія (Управління води та каналізації)	США	https://www.dcwater.com/green-bonds
Округ Кінг	США	https://kingcounty.gov/services/environment/climate/strategies/green-bonds.aspx
Сан-Франциско (Комісія з комунальних послуг)	США	http://sfwater.org/index.aspx?page=1182
Штат Коннектикут	США	http://www.ct.gov/deep/cwp/view.asp?a=2719&q=325576&deepNav_GID=1654
Місто Париж	Франція	https://www.paris.fr/investisseurs#strategie-de-financement-verte-et-responsable_2
Кантон Женева	Швейцарія	https://www.ge.ch/dossier/obligations-vertes-green-bonds
Окружна рада Стокгольм	Швеція	http://www.cicero.uio.no/en/posts/what-we-do/cicero-second-opinions-list
Місто Гетеборг	Швеція	http://finans.goteborg.se/en/greenbonds/
Місто Лунд	Швеція	http://www.cicero.uio.no/en/posts/what-we-do/cicero-second-opinions-list
Місто Вестерос	Швеція	http://www.cicero.uio.no/en/posts/what-we-do/cicero-second-opinions-list

Лідерами випусків зелених муніципальних облігацій є США, Швеція

і Канада. Варто зауважити, що випуск зелених облігацій здійснювали комунальні фінансові установи скандинавських країн, які не потрапили до цього списку: Kommunalbanken KBN (Норвегія), KommuneKredit (Данія) і Kommuninvest Sverige AB (Швеція).

У базі даних ICMA є відомості тільки про двох емітентів соціальних облігацій: City and County of San Francisco (місто зі статусом округу Сан-Франциско, США) і Comunidad de Madrid (муніципалітет міста Мадрид, Іспанія).

Муніципальні стійкі облігації, які поєднують риси зелених і соціальних облігацій, набувають все більшої популярності (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Емітенти стійких (соціально-екологічних) муніципальних облігацій

Емітент	Країна	Джерело інформації про випуск облігацій
Місто Барселона	Іспанія	http://governobert.bcn.cat/estrategiaifinances/sites/default/files/Documents/PDF/AB_SustainabilityBondFramework_2017.pdf
Місто Мадрид	Іспанія	http://www.comunidad.madrid/en/inversion/relacion-inversores/deuda-sostenible?language=es
Місто Мехіко	Мексика	http://data.finanzas.cdmx.gob.mx/index.html
Місто Ганновер	Німеччина	https://www.hannover.de/Service/Presse-Medien/Landeshauptstadt-Hannover/Aktuelle-Meldungen-und-Veranstaltungen/Hannovers-Green-Social-Schuldschein-Nachhaltig-und-gut
Місто Париж	Франція	https://www.paris.fr/investisseurs#strategie-de-financement-verte-et-responsable_2
Регіон Іль-де-Франс (2014)	Франція	https://www.iledefrance.fr/region-funding
Регіон Іль-де-Франс (2015)	Франція	https://www.iledefrance.fr/region-funding
Регіон Іль-де-Франс (2016)	Франція	https://www.iledefrance.fr/region-funding
Регіон Окситанія	Франція	https://www.laregion.fr/Emission-obligataire-verte-et-sociale

ПРИКЛАДИ ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ**1. Зелені муніципальні облігації**

Найбільш вражаючими є випуски зелених облігацій у Швеції [24].

У 2009 році Шведська асоціація місцевих органів влади та регіонів (SALAR) презентувала позиційний документ, в якому окреслила свої пріоритети в галузі енергетичної та кліматичної політики. До них належать безпечні та конкурентоспроможні поставки енергоресурсів, стабільна транспортна

система, посилене виробництво відновлюваної енергії, енергоефективність та енергозбереження, планування простору та розвиток містобудування відповідно до змін клімату.

Загалом існує широкий спектр проектів та інвестиційних ініціатив, придатних для фінансування за допомогою зелених облігацій на рівні муніципалітетів.

Окрім зазначених у таблиці 2.1 міст (Стокгольм, Гетеборг, Лунд, Вестерос), випуски зелених муніципальних облігацій здійснювали також міста Мальме, Норчепінг, Еребру, а також округ Скан. Найбільше випусків зелених облігацій здійснила рада комуни міста Гетеборг.

Гетеборг – портове місто зі стратегічним розташуванням між Осло та Копенгагеном (найбільший порт Скандинавії). Населення складає близько 572 000 осіб (2018 рік) і є другим за величиною містом у Швеції. У місті зосереджені різні потужні галузі промисловості.

У 2013 році Гетеборг першим у світі випустив зелені облігації для фінансування проєктів сталого розвитку. У 2016 році місто було удостоєне нагороди ООН «Момент змін».

З моменту першого випуску 3 жовтня 2013 року до кінця 2018 року місто дев'ять разів випустило зелені облігації, зібравши у цілому 7 060 млн шведських крон на підтримку переходу до екологічно стійкого суспільства. Два випуски погашено у 2019 році. Приблизно 26 % випущених облігацій міста складаються із зелених облігацій [25].

На рисунку 2.9 зображено структуру використання коштів від розміщення зелених облігацій на різні категорії екологічних проєктів міста.

У результаті реалізації екологічних проєктів у місті Гетеборг викиди парникових газів скоротилися на 4 345 тон (на 1 млн SEK (шведських крон) інвестицій за рахунок зелених облігацій це становить 0,8 тон). Щорічне виробництво відновлюваної енергії оцінюється у 5 500 мегават, а зниження енергоспоживання – 7 075 мегават у розрахунку на 1 млн SEK інвестицій).

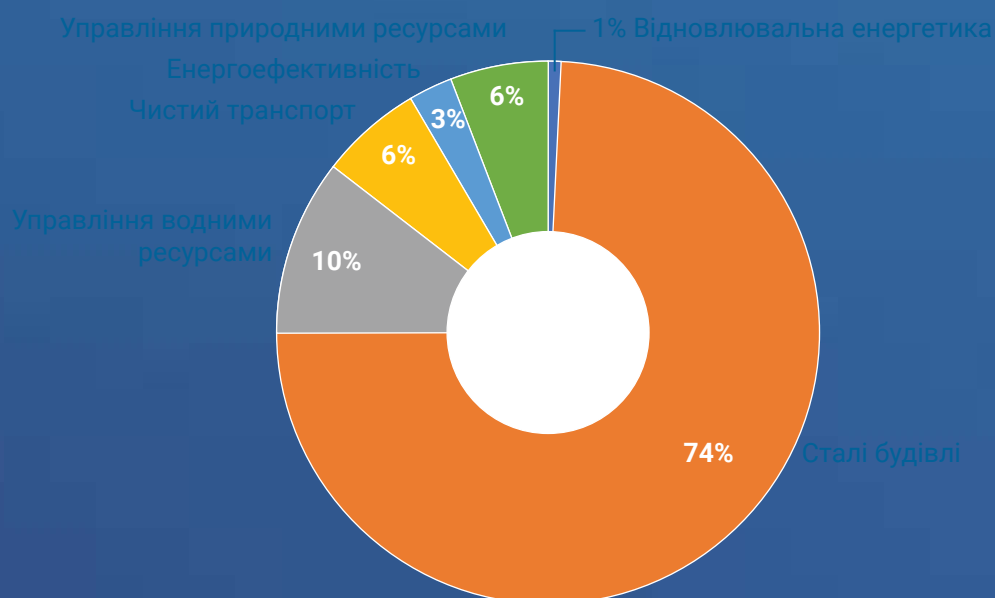


Рис. 2.9. Структура витрат на реалізацію екологічних проєктів, профінансованих за рахунок коштів від розміщення зелених облігацій міста Гетеборг

Ще у 2013 році місто вирішило профінансувати фільтр для очищення води Lackarebäck, очисний фільтр GoBiGas та виробництво електромобілів Gatubolaget.

У 2014 році до портфелю екологічних проєктів було додано:

- проєкт денітрифікації Gryaab;
- посадка паркових та природних дерев;
- проєкт «Гетеборг Енергі Цельсій»;
- Lokalförvaltningen – проєкти сталих будівель.

У 2017 році до зеленого портфелю було додано каналізаційну насосну станцію Kodammarna.

Приклад проєкту сталих будівель: Sustainable Selma town hall.

Будівля Selma включає громадські служби, бібліотеку та центр дозвілля, окрім того, культурний центр для людей похилого віку, ресторан та приміщення для проведення заходів.

Ідея полягала в тому, щоб будівля стала приємним і наповненим життям середовищем, включаючи три аспекти стійкості: соціальний, економічний та екологічний. Окрім того, це буде енергоефективна будівля з гарним екологічним кліматом у приміщенні.

Будівля сертифікована срібною нагородою Ради з зеленого будівництва Швеції, що означає споживання енергії менше 75 % від розміру, передбаченого загальними шведськими будівельними нормами. Щодо стосуються джерел енергії, то існує також вимога: принаймні 10 % мають надходити з відновлюваних джерел енергії (екологічна категорія 1) і менше 25 % з невідновлюваних джерел (екологічна категорія 4).

Місто Гетеборг продовжує випускати нові зелені облігації, і попит на них великий. 5 листопада 2018 року місто здійснило два нових випуски зелених облігацій, які призначені для фінансування екологічних проєктів на суму 1,5 млрд SEK (Göteborgs Lokaler – сталі будівлі, Göteborg Energi – відновлювана енергетика). Випуск нових зелених облігацій заплановано також на травень 2020 року.

Обсяги випусків зелених облігацій міста Гетеборг за роками представлено на рисунку 2.10.



Рис. 2.10. Динаміка випусків зелених облігацій міста Гетеборг

Зелені облігації міста Гетеборг випускаються під невеликий відсоток (до 1 % річних) на період 5–6 років шляхом публічного розміщення на міжнародних фінансових ринках (мають статус єврооблігацій). Облігації з обсягом випуску більше 1 млн SEK перебувають у лістингу Лондонської фондової біржі. Їх можна вільно купити і продати.

Місто Гетеборг продовжує отримувати високі кредитні рейтинги для зелених облігацій: GB1 від Moody's (чудовий, найвищий рейтинг із можливих) та E2 від Standard and Poor's (другий за рейтингом).

Зовнішню оцінку (second opinion) відповідності принципам GBP, інвестиційної привабливості випусків зелених облігацій міста Гетеборг та цільового використання коштів від розміщення здійснює компанія CICERO Shades of Green AS.

Загальний висновок CICERO такий: «Ми визнаємо, що місто Гетеборг вживає важливих заходів для зменшення вуглецевих викидів та їх екологічних наслідків. Загалом зелені облігації міста Гетеборг відповідно до затвердженої екологічної політики забезпечують прозорий, всеосяжний, довгостроковий та надійний підхід до інвестицій, що сприяє переходу до сталого економічного зростання. Місто Гетеборг широко застосовує аналіз впливу кліматичних змін на довкілля як частину своєї екологічної політики. Випуски зелених облігацій здійснюються для реалізації екологічних проєктів, які відповідають меті сприяння переходу до низьковуглецевого середовища та сталого економічного зростання. Політика міста передбачає регулярні та прозорі оновлення інформації щодо зелених облігацій для інвесторів та широкої громадськості».

2. Соціальні облігації

Випуск муніципальних облігацій зі статусом «соціальних» – відносно нове явище, але деякий досвід все ж існує.

Емітент – місто Сан-Франциско (США) – загалом з 2007 по 2019 рік включно здійснив 53 випуски муніципальних облігацій, з яких лише два випуски 2019 року мають статус «соціальних» [26].

1) випуск оподатковуваних облігацій із загальним зобов'язанням (Taxable General Obligation Bonds) на \$72,420,000 серія 2019A відноситься до категорії «доступне житло»;

2) інший випуск оподатковуваних облігацій із загальним зобов'язанням має дві серії 2019B та 2019C розділені за цільовим призначенням на «чисті та безпечні сусідні парки» (Clean and Safe Neighborhood Parks, \$3,100,000) та «доступне житло» (Affordable Housing, \$92,725,000).

Обидва випуски мають високі кредитні рейтинги міжнародних рейтингових агентств:

- Moody's: Aaa;
- S&P: AAA;
- Fitch: AA+.

Випуск облігацій серії 2019B на благоустрій парків біля житлових комплексів на \$3,100,000 – короткостроковий, з датою погашення 15 червня 2020 року (відсоткова ставка – 5 %).

Випуск облігацій серії 2019A – довгостроковий, із щорічним погашенням, починаючи з 15 червня 2020 року і закінчуючи 15 червня 2034 року. Відсотки за облігаціями коливаються від 2,5 % до 3,7 %.

Випуск серії 2019C також довгостроковий, із щорічним погашенням, починаючи з 15 червня 2020 року і закінчуючи 15 червня 2039 року. Відсотки за облігаціями коливаються від 1,5 % до 2,7 %.

Місто визначило облігації 2019A та 2019C як «соціальні облігації». Проекти, які планується фінансувати за рахунок коштів від розміщення облігацій, вирішують проблему збереження доступного житлового фонду в місті. Місто визначило, що проекти, які фінансуватимуться за рахунок коштів облігацій, – це «соціальні проекти», що базуються на соціальних перевагах забезпечення доступного житла в місті. Позначення облігацій як «соціальних» має узгоджуватися з Принципами соціальних облігацій, оприлюднених Міжнародною асоціацією ринків капіталу (ISMA). Власники облігацій не мають жодного додаткового забезпечення, окрім того, яке передбачено проспектом емісії облігацій. Такі власники не беруть на себе будь-який конкретний проектний ризик, пов'язаний з будь-яким із проектів, що фінансуються. «Соціальні проекти» та «соціальні облігації» – це самовизначення, у законодавстві США відсутні будь-які об'єктивні вказівки чи критерії щодо них. Місто не бере на себе жодного зобов'язання гарантувати, що проекти, які фінансуються за рахунок коштів облігацій, відповідають будь-яким юридичним чи іншим стандартам або принципам, які можуть стосуватися «соціальних проектів», або щоб облігації відповідали будь-яким юридичним чи іншим стандартам чи принципам, які можуть стосуватися «соціальних облігацій». Позначення облігацій як соціальних не дає право їхнім власникам на будь-який спеціальний режим згідно з Кодексом штату Каліфорнія про внутрішні доходи 1986 року.

Отже, ані податкові, ані будь-які інші пільги інвесторам соціальних облігацій не передбачені. Однак випущені містом Сан-Франциско соціальні облігації серій 2019A, 2019B, 2019C були придбані інвесторами під час розміщення в повному обсязі. Інвесторів влаштували невисокі ризики, підтверджені високим рейтингом облігацій і прийнятною доходністю. Соціальна спрямованість додала випускам привабливості, оскільки питання соціальної відповідальності стають частиною сучасної американської культури.

Місто планує використати надходження від продажу облігацій на:

- 1) фінансування або рефінансування придбання, будівництва та/або відновлення доступних житлових одиниць, що здаються в оренду;
- 2) вдосконалення інфраструктури для підтримки доступних житлових приміщень;
- 3) надання домогосподарствам з помірним доходом можливості придбати своє перше житло.

Проекти, що підлягають фінансуванню, включають зазвичай будинки з 5–25 квартирами, великі багатоквартирні житлові будинки із змішаним призначенням та індивідуальні будинки.

3. Стійкі облігації

Одним із лідером на субнаціональному рівні у випусках стійких облігацій, які поєднують риси зелених і соціальних, є регіон Іль-де-Франс (Франція).

Регіон Іль-де-Франс має бюджет у розмірі 5 млрд євро, що є найвищим серед французьких регіонів. Більше половини видатків регіонального бюджету є довгостроковими інвестиціями. Регіон відіграє ключову роль у просуванні ініціатив щодо сталого розвитку на його території. Стратегічні напрями затверджено на рівні органів влади: територіальний розвиток,

перевезення за допомогою Île-de-France Mobilités, економічний розвиток, дослідження та інновації, клімат та енергетика, біорозмаїття, поводження з відходами. Наразі регіон витрачає 2 млрд євро на екологічні проєкти (47 % бюджету на рік). Інвестиції є основою для створення стійкої регіональної екосистеми. У бюджеті на 2019 рік капітальні витрати вперше перевищили операційні витрати.

Регіон має високий кредитний рейтинг, еквівалентний рейтингу Франції. Наразі Moody's оцінив Іль-де-Франс на AA2 із позитивним прогнозом, Fitch на AA зі стабільним прогнозом.

Визнані нефінансові результати діяльності регіону Іль-де-Франс у питаннях екології, соціальності та управління (ESG). Регіон оцінюється агентством VIGEO з 2009 року, загальна ефективність регіону в 2018 році класифікується як «просунута» із загальним рейтингом 63/100.

Регіон Іль-де-Франс є регулярним емітентом на ринку стійких облігацій. Він залучив 3,2 млрд євро за допомогою зелених та стійких облігацій, випущених у період з 2012 по 2018 роки за допомогою 8 випусків (рис. 2.11)⁹. Ця сума становить 72 % від загальної суми запозичень, мобілізованих регіоном [27]. Відсоткова ставка за облігаціями 2–3 %, термін 5–10 років.

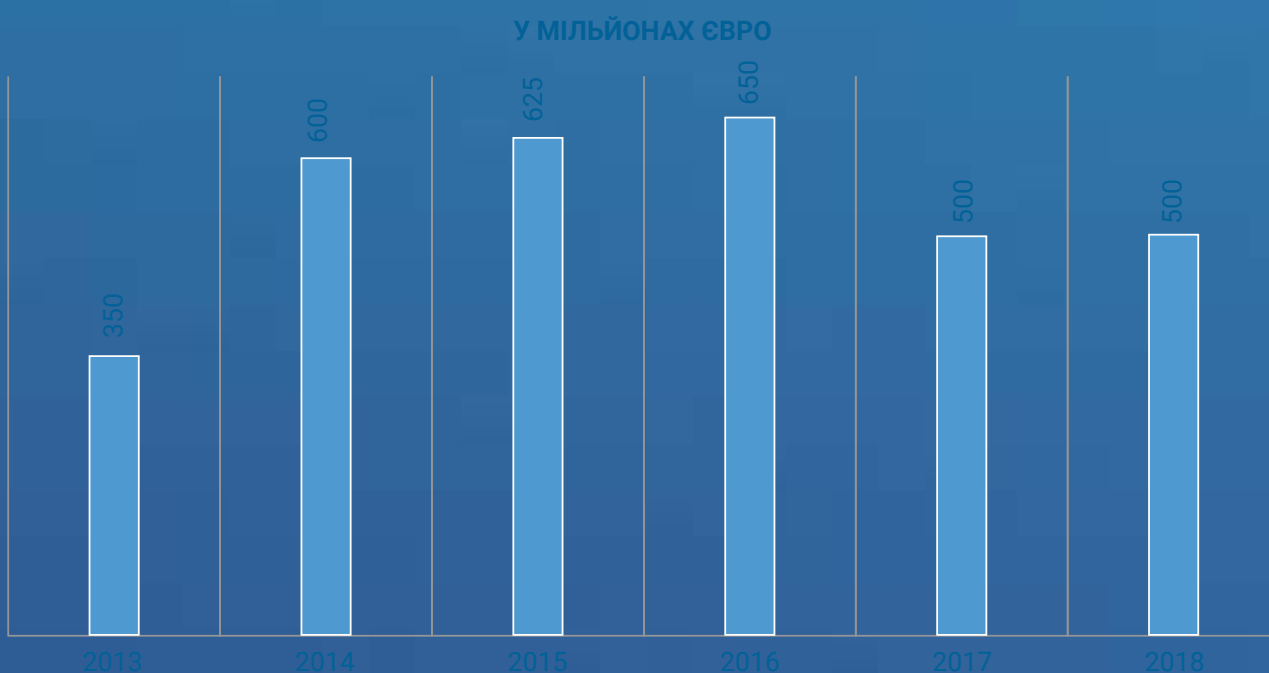


Рис. 2.11. Обсяги випусків зелених і стійких облігацій регіоном Іль-де-Франс

Частка боргових зобов'язань за зеленими та стійкими облігаціями у загальному обсязі регіонального боргу постійно зростала, що свідчить про ефективність механізму фінансування за рахунок розміщення муніципальних облігацій (рис. 2.12).

⁹ У 2015 році було здійснено 3 випуски

ЧАСТКА БОРГІВ ЗА ЗЕЛЕНИМИ ТА СТІЙКИМИ ОБЛІГАЦІЯМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ОБСЯЗІ БОРГУ

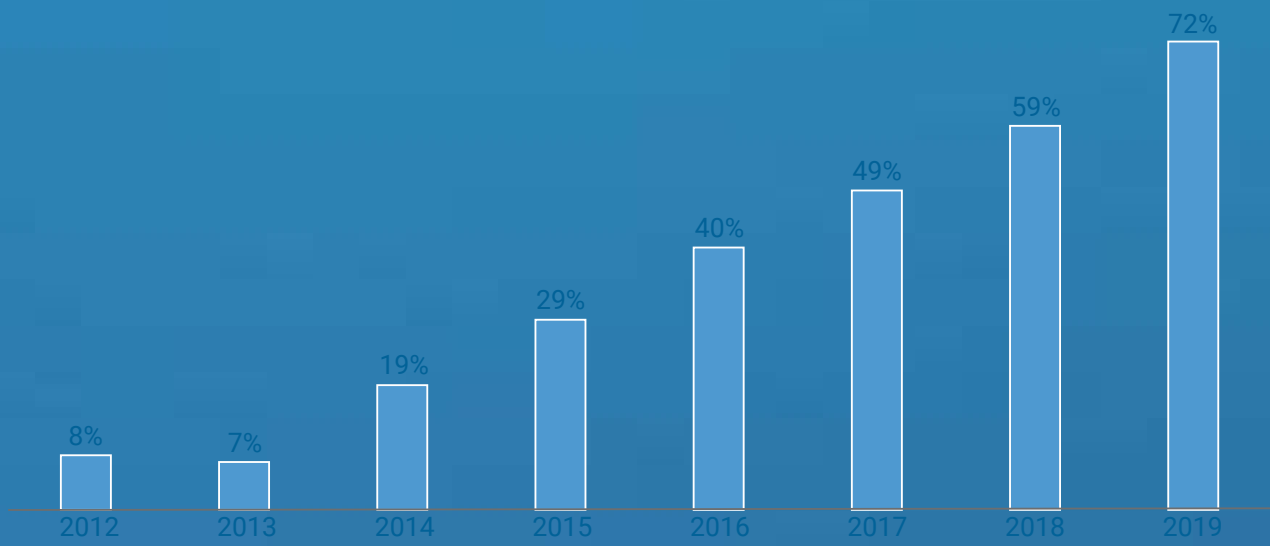


Рис. 2.12. Динаміка зростання популярності зелених та стійких облігацій регіону Іль-де-Франс

Проекти, які належать до таких, що фінансуються за рахунок розміщення стійких облігацій, поділяються на сім категорій (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Категорії стійких (зелених і соціальних) проектів за класифікацією Іль-де-Франс

Категорія	Опис
Будівлі та споруди для навчання та відпочинку	Будівництво та реконструкція будівель згідно з підходом до сталого розвитку, який сприяє захисту навколишнього середовища та зробить їх доступними для людей з обмеженими можливостями
Громадський транспорт і стале транспортування	Розвиток громадського транспорту як альтернативи використанню автомобілів, що сприяє сталому транспортуванню та боротьбі зі зміною клімату, та проекти, спрямовані на покращення комфорту, доступності та безпеки людей, які користуються транспортними засобами, та осіб, які проживають поблизу транспортної інфраструктури
Відновлювана енергетика та енергоефективність	Проекти, що сприяють розвитку відновлюваної енергії та енергоефективності
Біорозмаїття	Проекти, що сприяють захисту біорозмаїття, природного середовища та ландшафтів, а також розвитку зелених насаджень
Соціальні ініціативи	Проекти, спрямовані на покращання умов проживання та поліпшення доступу до будівель та інфраструктури для вразливих груп населення (осіб з обмеженою мобільністю, людей похилого віку та вразливих осіб)
Соціальне житло	Проекти, спрямовані на будівництво та реконструкцію соціального житлового фонду, які відповідають екологічним та соціальним вимогам, сприяють доступу до житла та покращують рівень комфорту мешканців
Соціально-економічний розвиток	Проекти, що сприяють створенню робочих місць; проекти підтримки малих та середніх підприємств, які сприяють екологічному та соціальному розвитку і привабливості регіону

Структуру витрат коштів, залучених від розміщення стійких облігацій, представлено на рисунку 2.13.

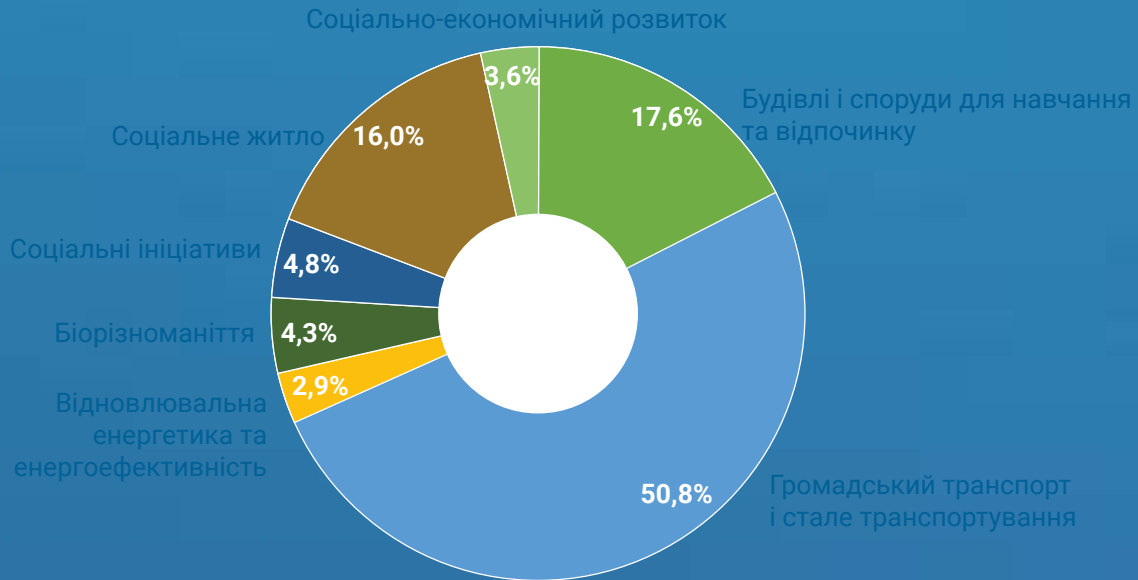


Рис. 2.13. Розподіл коштів, залучених від розміщення стійких облігацій на реалізацію соціальних та екологічних проектів регіону Іль-де-Франс

Соціальні та екологічні проекти, профінансовані за рахунок облігацій, представлено у таблиці 2.4.

Таблиця 2.4

Характеристика стійких (зелених і соціальних) проектів, які реалізуються в Іль-де-Франс за допомогою облігацій

Категорія	Проект/напрями	Об'єкти інвестування	Вартість, млн євро
Будівлі і споруди для навчання та відпочинку	Будівництво нових шкіл	Середня школа Булонь-Біланкур	5,2
		Середня школа Люсі Обрак - Курбевуа	8,5
		Середня школа Емілі Бронте - Лоньєс	24,4
	Реконструкція та розширення шкіл	Середня школа Олександра Дені - Черні	13,1
	Будівництво ВНЗ (вищі навчальні заклади)	Вища школа природних наук, кампус Кондорсе - Обервільє	5,3
		Бібліотека з обладнанням для документів, Університетське містечко Кондорсе – Обервільє	20,5
		Міжнародна документальна бібліотека - Нантер	1,5

		Національна консерваторія мистецтв і ремесел (CNAM) - Сен-Дені	0,5
	Будівництво регіональних спортивних комплексів	Центр дозвілля і спорту - Вайрес-Торсі	8,9
Громадський транспорт і стале транспортування	Метро	Три нові лінії	124,8
	Трамвай	Чотири нові лінії	53,5
	Залізничне сполучення	Розширення ліній EOLE, будівництво лінії Париж-Труа	35,1
	Автобусне сполучення (проектування та дорожні роботи)	Нова дорога від Вірі-Шатійон до Корбей-Ессон (4 млн євро)	21,3
	Генеральне планування	Вокзал у Сен-Дені (2 млн євро)	19,7
Відновлювана енергетика та енергоефективність	Геотермальна енергія	Створення теплової мережі в Ла-Курне (1,1 млн євро)	14,7
Біорозмаїття	Створення зеленого поясу понад 20 кілометрів	Тегевал (1,8 млн євро)	16,9
	Відновлення берега річки Марна	Берега річки Марна - Торгінсьюр-Марн і Дампмарт (0,3 млн євро)	4,4
Соціальні ініціативи	Підтримка соціальних акцій	Реабілітаційні роботи у Медико-навчальному інституті «НАДІЯ», департамент Л'Іль-Адám (0,8 млн євро)	24,0
Соціальне житло	Будівництво житлових будинків	Будівництво 117 нових житлових одиниць у місті Неїсьюр-Марн (0,3 млн євро)	80,0
		Будівництво 2 помешкань для студентів (60 житлових одиниць) та для молодих працівників (67 житлових одиниць у місті Ванв (1,1 млн євро)	
Соціально-економічний розвиток	Підтримка досліджень та інновацій	Підтримка наукових інвестицій (проект SESAME)	14,5
	Підтримка соціальної та солідарної економіки	Підтримка започаткування бізнесу (підприємництво та лідерство)	3,3

Спектр фінансування соціальних та екологічних проектів в Іль-де-Франс за рахунок розміщення муніципальних облігацій надзвичайно різноманітний, що може стати в нагоді при більш детальному вивченні досвіду цього регіону.

3. СЕК'ЮРИТИЗОВАНІ МУНІЦИПАЛЬНІ ОБЛІГАЦІЇ

Сутність сек'юритизації полягає в тому, що сек'юризаційні (відокремлені у сек'юритизаційному пулі) активи формують джерело структурованого за ризиками грошового потоку на користь власників цінних паперів. Для цього активи відокремлюються від іншого майна первинного кредитора (оригінатора) через їх відступлення на баланс спеціалізованого емітента (SPV, special purpose vehicle). Для муніципальних облігацій оригіратором виступає регіональний або місцевий орган влади чи управління. Оригіратор, який після розміщення цінних паперів отримує усі кошти за відступлені активи, може продовжувати кредитування, знов і знов відновлюючи свою ліквідність, сек'юритизуючи нові боргові зобов'язання (за позиками та облігаціями, у тому числі муніципальними).

Убезпечення інвестицій базується на характерному для сек'юритизації прозорому розподілі грошових надходжень за активами серед власників сек'юритизованих облігацій. Обслуговування вилучених у захищений сек'юритизаційний пул активів та розподіл грошового потоку за ними виконують непов'язані між собою юридичні особи, з розмежованими повноваженнями та жорстким контролем за їх дотриманням.

Сек'юритизація має безперечні переваги щодо зменшення інвестиційних ризиків порівняно з традиційними муніципальними облігаціями, зокрема такі:

1. На розрахунки з власниками сек'юритизованих муніципальних облігацій (СМО) не впливають особи, які залучили фінансування (оригінатори). Залучення відбувається шляхом розрахунків за відступлені ними активи, після чого серед власників СМО розподілятимуться усі грошові надходження від активів без зовнішнього перешкодження.

2. Спеціалізовані емітенти СМО жорстко обмежені за видами своєї діяльності виключно формуванням та розподілом надходжень за активами сек'юритизаційного пулу та випуском СМО, і тому вони не приймають на себе ринкові та фінансові ризики, що загрожують повноті розрахунків з інвесторами.

3. Сек'юритизаційні активи не можуть бути використані іншим чином, ніж для задоволення вимог власників СМО, за такої умови обсяги випусків обмежені обсягами сек'юритизаційних пулів. Чіткий розподіл повноважень між професійними організаторами та учасниками сек'юритизації, разом з чітким та прозорим механізмом розподілу коштів зі спеціальних ескроу-рахунків, повністю виключають нецільове використання коштів, зловживання та крадіжки.

З іншого боку оригінатори отримують беззаперечні вигоди від запровадження сек'юритизації своїх активів, зокрема:

- вартість залучення інвестицій дешевша, а терміни залучення значно триваліші за традиційні форми боргового фінансування за рахунок облігацій;
- таке залучення не потребує додаткового забезпечення та гарантій;
- рішення інвесторами приймаються залежно від якості активів у складі сек'юритизаційного пулу, за якою визначається рейтинг СМО, що має бути вищим за рейтинги оригінаторів.

У світі існує багато різновидів сек'юритизованих облігацій, але основними з них є:

- облігації, забезпечені відокремленими активами, або забезпечені облігації (*covered bonds*);

- облігації, захищені активами (*asset-backed securities, ABS*);
- іпотечні облігації (*mortgage-backed security, MBS*).

Серед регіональних та місцевих органів влади як оригінаторів СМО найбільш прийнятними є забезпечені облігації. Для їх випусків субнаціональні органи (SNG) створюють SPV у формі установ, фондів тощо для випуску облігацій. Варто зазначити, що статистика випусків забезпечених облігацій, у тому числі сек'юритизованих муніципальних облігацій, здійснюється окремо, оскільки емітентом тут виступають не SNG, а SPV¹⁰.

Принципи зелених і соціальних облігацій (GBP і SBP) передбачають, що такі облігації можуть бути сек'юритизованими. Так, принципи соціальних облігацій містять положення, де визначається, що сек'юритизовані, зокрема забезпечені, облігації, призначені для реалізації одного або декількох конкретних соціальних проектів, визнаються соціальними відповідно до критеріїв SBP.

Відповідно до статті 52(4) Директиви ЄС 2009/65/EC (The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, 1998/2009) є такі підстави вважати забезпечені облігації надійним фінансовим інструментом:

- випуск та обіг забезпечених облігацій підлягає спеціальному державному нагляду;
- забезпечені облігації повинні мати забезпечення, що перевищує розмір запозичення;
- власники облігацій мають пріоритетне право вимоги у разі банкрутства емітента облігацій.

Статистика випусків *covered bonds* за країнами здійснюється Європейською Радою забезпечених облігацій (European Covered Bond Council, ECBC) [28]. За даними цієї організації, на кінець 2018 року в обігу перебували забезпечені облігації 34 країн на суму 2 577 млрд євро. Серед них наразі вже немає США, а 92 % усіх випусків припадає на країни Європи.

Кількість емітентів забезпечених облігацій у світі зростала до 2011 року, після чого стабілізувалась на рівні приблизно 320 (на кінець 2018 року – 325). Кожен рік з'являється 10–15 нових емітентів (рис. 2.14).

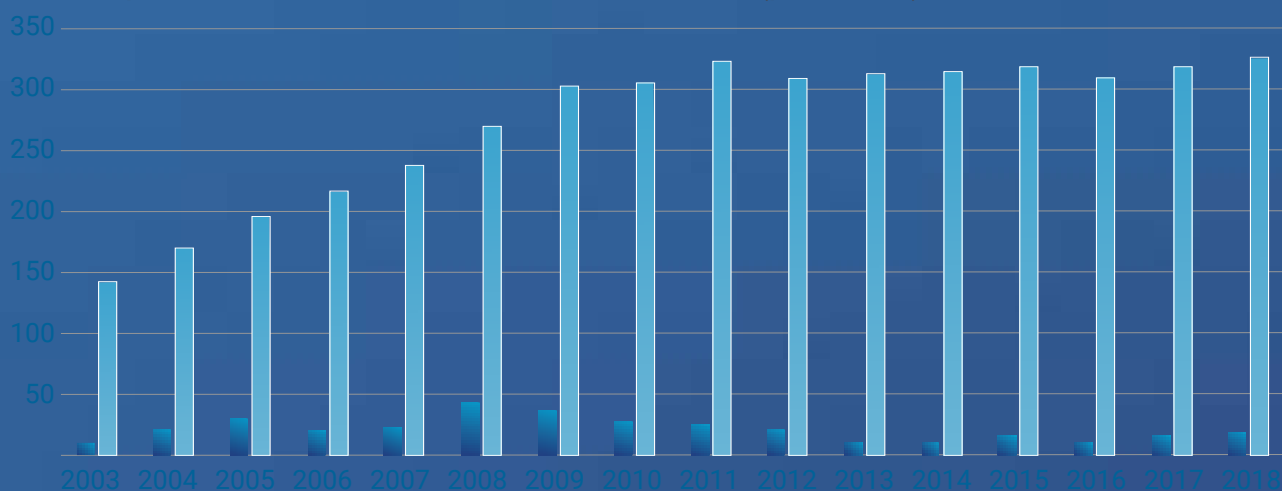


Рис. 2.14. Динаміка кількості емітентів забезпечених облігацій

¹⁰ Статистичні дані щодо муніципальних облігацій, які наводились у розділі 1 та 2, не включають кількість та обсяги випусків СМО.

Обсяг випусків забезпечених облігацій в обігу зростав до 2012 року, досягнувши максимальної позначки 2,8 трлн євро, а у 2018 році становив 2,6 трлн євро (рис. 2.15).

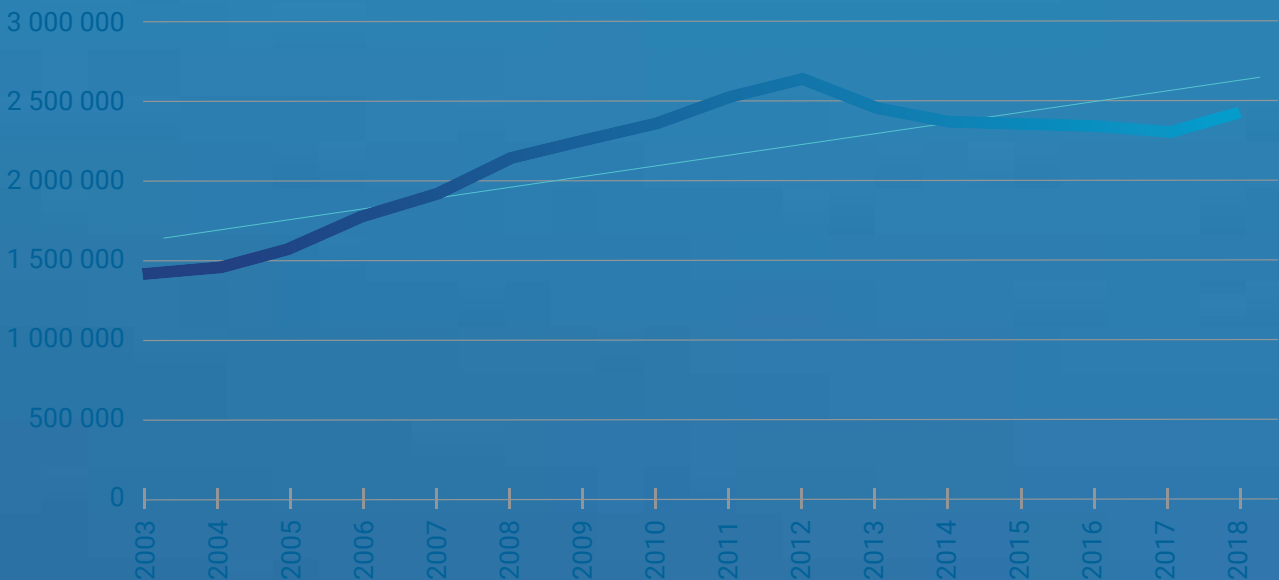


Рис. 2.15. Динаміка випуску забезпечених облігацій у світі

У загальному обсязі випусків забезпечених облігацій у 2003 році переважав державний сектор: його частка складала 59 %, але кожен рік вона зменшувалась: у 2011 році – до 23 %, а у 2018 – до 11 %. Це пояснюється зменшенням обсягу емісії, яку здійснювали SPV, засновані державними і муніципальними органами влади, і збільшенням емісії SPV, заснованими приватними компаніями та банками (рис. 2.16). Зокрема, на 60 % зменшились випуски забезпечених облігацій субнаціональними органами у Німеччині – одній із найбільших за обсягами випусків країні.

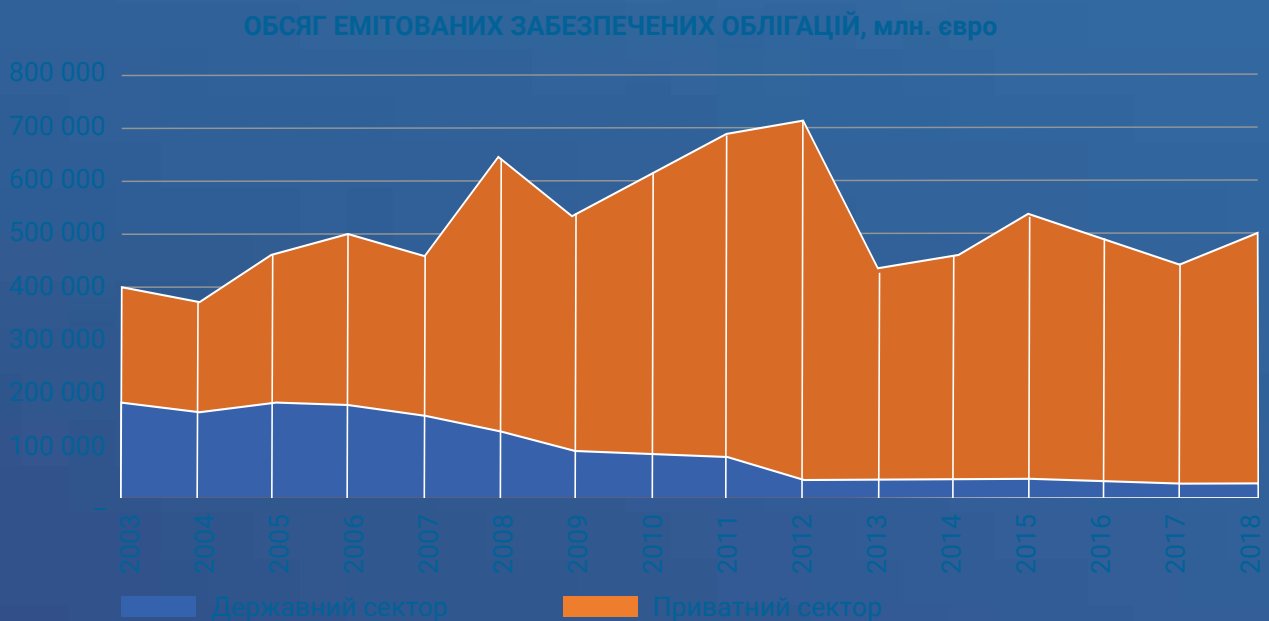


Рис. 2.16. Динаміка щорічної емісії забезпечених облігацій у світі

ТОП-10 країн світу за обсягами випусків забезпечених облігацій наведено на рисунку 2.17.

ОБСЯГИ ВИПУСКІВ ЗАБЕЗПЕЧЕНИХ ОБЛІГАЦІЙ, млн. євро

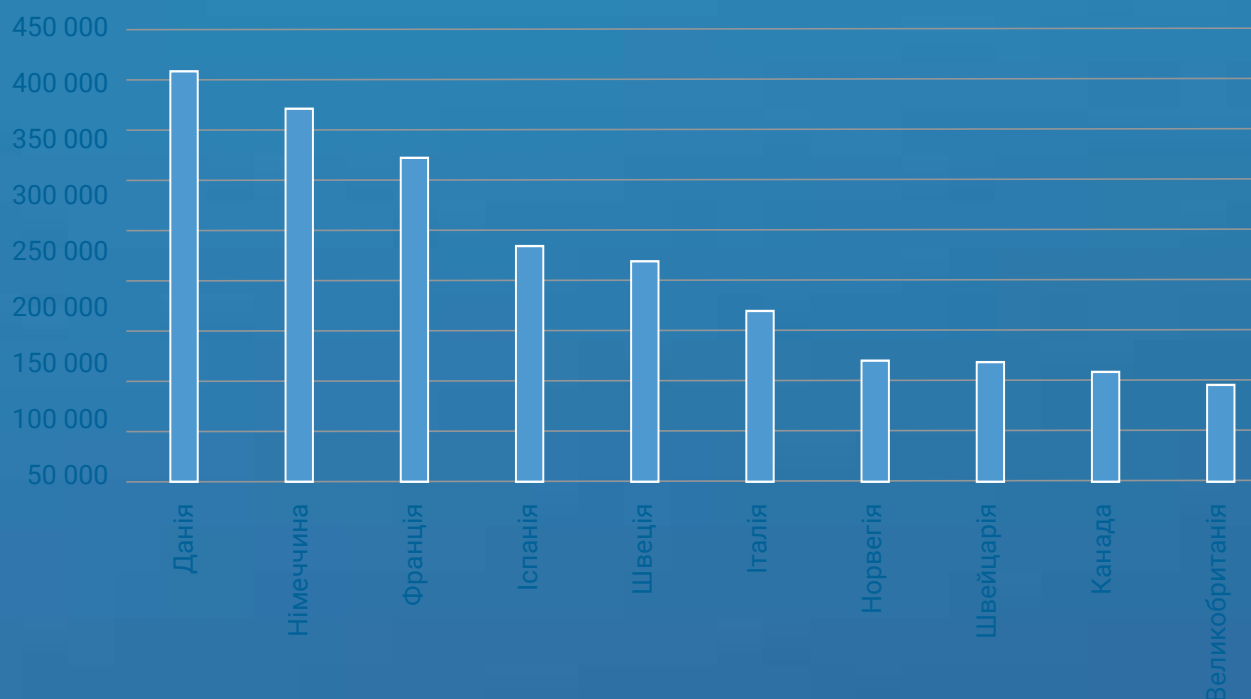


Рис. 2.17. Обсяги випусків забезпечених облігацій у країнах світу, що перебувають в обігу, станом на кінець 2018 року

Випуски забезпечених облігацій спеціальними організаціями, утвореними державними, регіональними та місцевими органами влади, здійснювались у 13 країнах. Загальний обсяг таких випусків складає 262,7 млрд євро. Питому вагу кожної країни представлено на рисунку 2.18. Випуски у Польщі та Португалії становили менше 1 % (не зображено на рис. 2.18).

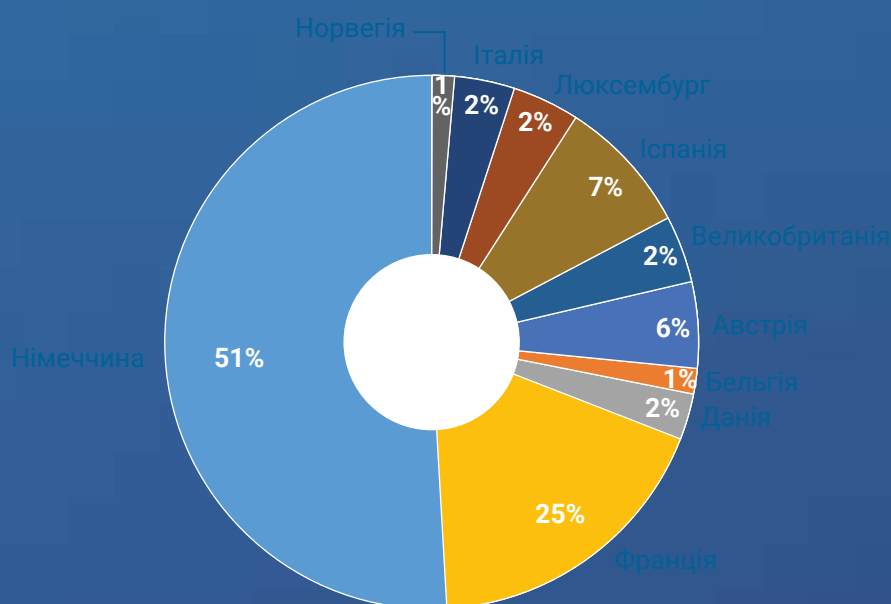


Рис. 2.18. Структура випусків забезпечених облігацій SPV у державному секторі

Забезпечені облігації, які за статистикою належать до державного сектору, переважно випускаються емітентами, утвореними субнаціональними (регіональними та місцевими), а не центральними державними органами. Емітенти СМО відіграють значну роль у фінансуванні витрат субнаціональних органів. Виходячи з наявних даних про сек'юритизаційний пул, понад 200 мільярдів євро вимог до субнаціональних органів в Європейському Союзі рефінансуються емітентами забезпечених облігацій. Це складає більш ніж 10 % від загального боргу субнаціональних органів у країнах ЄС.

Забезпечені облігації добре зарекомендували себе як інструмент рефінансування у низці європейських країн, у тому числі у Франції, Німеччині, Іспанії та Австрії. У цих країнах емітенти забезпечених облігацій відіграють набагато важливішу роль для фінансування місцевих інвестиційних проєктів, ніж деінде в Європі. У Німеччині випущено забезпечених облігацій на 134,7 млрд євро (частка – 51 %), Франції – 64,5 млрд євро (25 %), Іспанії – 18,4 млрд євро (7 %), Австрії – 16,9 млрд євро (6 %). Усього ці країни охоплюють 89 % загального випуску забезпечених муніципальних облігацій.

У цих чотирьох країнах витрати місцевих та регіональних органів влади, що фінансуються емітентами забезпечених облігацій, становлять значну частку загального боргу субнаціональних органів. Виходячи з наявних даних про сек'юритизаційний пул, боргові зобов'язання емітентів забезпечених облігацій становлять близько 30 % боргу місцевого та регіонального уряду Франції, майже 50 % боргу місцевого та регіонального уряду Австрії та третину боргу субнаціональних органів Німеччини та Іспанії.

Оригізатори (місцеві та регіональні органи) часто залучають інвестиційні кошти шляхом розміщення облігацій, забезпечених майбутніми грошовими надходженнями (платежами, паркувальними зборами тощо), права на які відступаються спеціалізованому емітенту облігацій (SPV) і в подальшому слугують джерелом розрахунків з інвесторами – власниками облігацій.

Субнаціональні органи управління країн, які широко практикують випуски забезпечених облігацій, упевнились у наступних перевагах такого виду муніципальних облігацій.

- Випуск облігацій, забезпечених майбутніми надходженнями, є способом залучення приватних інвестицій у місцеву інфраструктуру без необхідності надання у заставу комунальної власності та без бюджетних гарантій.
- Забезпечення за облігаціями не впливає на право власності: інвестори не отримують участі в об'єкті фінансування, а претендують виключно на відповідну частину надходжень.
- Зобов'язання за облігаціями обмежені тільки надходженнями від інфраструктурного об'єкта, але субнаціональні органи мають додати інвесторам впевненості у достатньому рівні та безперервності таких надходжень до настання термінів погашення облігацій.
- Суттєве збільшення доходів від об'єкта інфраструктури завдяки капітальним вкладенням з інвестиційних джерел без витрачання коштів із місцевого бюджету є запорукою успіху такого способу фінансування.

Розділ III. ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ У ПОЛЬЩІ

1. ЗАКОНОДАВЧЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ОБЛІГАЦІЙ В РЕСПУБЛІЦІ ПОЛЬЩА

Законодавча система Польщі регулює обіг облігацій, зокладно зобов'язань за ними.

- Закон про обліг
- Закон про публічні фінанси
- Закон про обліг
- Закон про публічні фінанси

Закон про обліг фінансових інструментів визначає види облігацій та обов'язки емітента.

Закон про публічні фінанси регулює до торгів на організованих ринках та визначає зобов'язання емітента щодо розкриття інформації, пов'язані з допуском облігацій до торгів на організованих ринках.

Закон про обіг фінансових інструментів визначає правила вторинної торгівлі облігаціями після їх допуску до торгів на регульованому ринку або в альтернативній торговій системі.

Закон про публічні фінанси вводить обмеження заборгованості емітентів муніципальних облігацій, прийнятні цілі випуску облігацій органами місцевого самоврядування.

Органи місцевого самоврядування є одними з багатьох організацій, уповноважених розміщувати облігації.

Відповідно до статті 2 Закону про облігації емітентами облігацій можуть бути:

- 1) юридичні особи, у тому числі юридичні особи, що мають зареєстрований офіс за межами території Республіки Польща, за умови:
 - а) здійснення підприємницької діяльності або
 - б) якщо вони створені виключно з метою розміщення облігацій;
- 2) юридичні особи, уповноважені розміщувати облігації за окремими нормативно-правовими актами;

¹¹ <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000238>

¹² <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20051841539>

¹³ <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20051831538>

¹⁴ <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20091571240>

3) командитно-акціонерні товариства;

4) кооперативні ощадно-кредитні спілки та Національна кооперативна ощадно-кредитна спілка¹⁵;

5) ґміни, повіти та воеводства (далі – «органи місцевого самоврядування», а також об'єднання цих підрозділів та підрозділів регіональних чи місцевих органів влади держави-члена ЄС, окрім Республіки Польща;

6) фінансові установи, членами яких є Республіка Польща або Національний банк Польщі, або принаймні одна з країн, що належать до Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), або центральний банк такої держави, або установи, з якими Республіка Польща уклала договори, що регулюють діяльність таких установ на території Республіки Польща та містять відповідні положення щодо розміщення облігацій.

Отже, пункт 5 статті 2 Закону про облігації надає право розміщувати облігації ґмінам, повітам та воеводствам, а також асоціаціям цих органів місцевого самоврядування.

Щодо суб'єктів місцевого самоврядування, які мають право розміщувати облігації, то вони визначені адміністративно-територіальним устроєм Республіки Польща.

Зараз на території Республіки Польща діє 2 479 ґмін: 1 571 сільських, 602 сільсько-міських та 306 міських (при загальній кількості міст 910). Ґміни зазвичай поділяються на дрібніші одиниці: поселення (Osiedle) або дільниці (Dzielnica) у містах та солецтво (Sołectwo) у сільській місцевості. Однак ці адміністративні одиниці мають менше значення, підпорядковані за статусом до ґміни і не можуть бути емітентами облігацій.

Наразі Республіка Польща поділяється на 380 сільських повітів і 66 міських (міста на правах повіту). Містом на правах повіту є таке місто, якщо в ньому мешкає понад 100 тис. жителів, а також місто, що з 31 грудня 1998 року перестало бути центром воеводства.

Воеводство є адміністративною одиницею найвищого рівня в Республіці Польщі, з 1990 року є основною одиницею територіального поділу для урядової адміністрації, з 1999 року також одиницею місцевого самоврядування. Статус воеводства в Польщі регулюється законом про самоврядування воеводства від 5 червня 1998 року. З 01 вересня 1999 року під час адміністративної реформи Республіку Польща було розділено на 16 воеводств.

Крім того, Державне казначейство та Національний банк Польщі також мають право розміщувати облігації, але відповідно до статті 3 Закону про облігації його норми на них не поширюються (натомість діє Закон про публічні фінанси та Закон про Національний банк Польщі відповідно).

На емісію облігацій органами місцевого самоврядування поширюються такі ж правила, що й на емісію інших суб'єктів; будь-які відмінності або обмеження зумовлені специфікою органу місцевого самоврядування як емітента.

Закон про облігації Польщі містить загальноприйняте визначення

¹⁵ В Україні аналогом є кредитні спілки та об'єднані кредитні спілки, які створені і діють відповідно до Закону України «Про кредитні спілки».

поняття «облігація», але є й деякі особливості. Облігація – це цінний папір, що випускається серіями, яким емітент заявляє, що він є боржником власника облігації (облігаціонера), і зобов'язується задовольнити його конкретну вигоду.

Облігації, випущені серіями, розуміються як облігації, що представляють майнові права, розділені на певну кількість рівних одиниць.

Емітент несе відповідальність за зобов'язаннями, що виникають з облігацій, усіма своїми активами.

Облігації не можуть розміщуватися у формі паперового документа і підлягають реєстрації в Національному депозитарії цінних паперів (Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, KDPW).

При цьому облігації можуть бути іменними або на пред'явника (ч.1 ст. 17 Закону).

У разі розміщення облігацій, які не будуть допущені до торгів на регульованому ринку або в альтернативній торговій системі, емітент зобов'язаний укласти договір з агентом емісії.

Наслідком випуску облігацій є те, що облігації одної серії надають їх власникам рівні права.¹⁶ Не існує різниці між облігаціями даної серії з точки зору їхньої об'єктивної вартості як об'єкта торгівлі, завдяки якій предметом торгівлі може бути будь-яка облігація.

Дематеріалізація та агенти емісії – це зміни, що впливають із Закону від 9 листопада 2018 року про внесення змін до деяких законів у зв'язку з посиленням нагляду за фінансовим ринком та захистом інвесторів на цьому ринку, які набули чинності з 1 липня 2019 року.

Ці зміни були обумовлені необхідністю більшої захищеності інвесторів. Система реєстрації, що провадиться KDPW, є найбезпечнішою системою (реєстр контролюється Комісією з фінансового нагляду Польщі та Національним депозитарієм цінних паперів). Реєстрації в цій системі підлягають всі недержавні боргові цінні папери.

Агент емісії – це брокерська організація або банк, з яким емітент зобов'язаний укласти договір щодо ведення рахунків у цінних паперах. На виконання договору агент створює реєстр осіб, уповноважених на отримання цінних паперів. Записи в цьому реєстрі матимуть правові наслідки лише після реєстрації цих цінних паперів у KDPW. Завдання агента, окрім створення записів у реєстрі, полягає у тому, щоб перевірити відповідність цих цінних паперів умовам законодавства та їхню здатність бути зареєстрованими у Національному депозитарії цінних паперів.

Визначальною особливістю розміщення муніципальних облігацій є можливість місцевих органів розміщувати доходні облігації.

Поняття «доходні облігації» (*obligacje przychodowe*) поширилось у Польщі завдяки вивченню досвіду інших країн, зокрема США.

Доходні облігації можуть розміщуватися лише суб'єктами, які виконують комунальні завдання або задовольняють потреби місцевих громад. Під це визначення підпадають як органи місцевого самоврядування, так і комунальні підприємства будь-якої організаційно-правової форми.

Метою розміщення доходних облігацій є реалізація конкретного

¹⁶ За цією ознакою серія облігацій польських емітентів є аналогом випуску облігацій українській емітентів в Україні.

зобов'язання або декількох зобов'язань, здебільшого пов'язаних з розвитком комунальної інфраструктури.

Характерними ознаками доходних облігацій є можливість відходу від принципу відповідальності за усіма активами емітента за зобов'язаннями, що сліднують з облігацій, та можливість надання власнику облігацій права задовольняти вимоги до інших кредиторів емітента.

У частині 1 статті 25 Закону про облігації міститься вичерпний перелік суб'єктів господарювання, які можуть випускати доходні облігації. Окрім органів місцевого самоврядування та їхніх об'єднань, у цьому переліку також є:

- 1) Національний господарський банк;
- 2) Національний фонд капіталу, створений за окремим законом;

3) акціонерне товариство або товариство з обмеженою відповідальністю, в якому Державне казначейство, орган місцевого самоврядування або об'єднання органів місцевого самоврядування мають у власності окремо або спільно з іншим органом місцевого самоврядування або іншим об'єднанням цих паїв частки або акції в кількості, що забезпечує їм більше 50 відсотків загальної кількості голосів на загальних зборах чи зборах акціонерів за умови, що основним предметом діяльності такого товариства є задоволення потреб місцевих громад або виконання завдань комунального господарства;

4) акціонерне товариство або товариство з обмеженою відповідальністю, основним предметом діяльності якого є виконання комунальних завдань за договором, укладеним з Державним казначейством, органом місцевого самоврядування або об'єднанням цих суб'єктів, за умови укладення угоди на строк, принаймні рівний строку погашення облігацій;

5) акціонерне товариство, яке відповідно до встановленого законодавством дозволу або концесії чи дозволу виконуватиме комунальні завдання або надає транспортні послуги або послуги зв'язку, а також підтримує та розвиває комунікаційну або транспортну інфраструктуру принаймні на строк, що дорівнює строку погашення облігацій;

6) суб'єкт господарювання, з яким укладено договір на будівництво та експлуатацію або виключно експлуатацію платної автомобільної дороги відповідно до Закону від 27 жовтня 1994 року «Про платні автомобільні дороги та Національний дорожній фонд».

Після розміщення доходних облігацій емітент зобов'язаний розмістити на своєму веб-сайті інформацію про загальну суму зобов'язань за цими облігаціями.

Доходні облігації мають бути пов'язані з виконанням того чи іншого інвестиційного проекту. Емітент може обмежувати свою відповідальність за зобов'язаннями, що виникають з доходних облігацій на суму доходу, отриманого від проекту, або на вартість активів проекту, вказану емітентом.

Суб'єктами господарювання, що генерують кошти, необхідні для виконання зобов'язань за доходними облігаціями, можуть бути такі, які повністю або частково фінансуються за рахунок коштів, отриманих від розміщення облігацій, або виконання інших зобов'язань, визначених емітентом.

Обмеження майнової відповідальності лише доходами або вартістю

активів суб'єкта господарювання необов'язкове – емітент може вирішити, що він буде відповідати за вимогами до доходних облігацій на загальних принципах, тобто з усіма своїми активами.

Власники доходних облігацій стають бенефіціарами доходів із визначеного обсягу діяльності емітента. З іншого боку, за відсутності очікуваних доходів емітента власники облігацій зазнають значних ризиків. Емітент, який не отримує дохід від проєктів, визначених умовами емісії, не несе відповідальності всіма своїми активами, навіть якщо отримує доходи від іншої діяльності.

У разі надання власникам облігацій права задовольнити свої вимоги від конкретного суб'єкта господарювання, всі кошти повинні надходити на окремий банківський рахунок. Емітент не може знімати кошти з цього рахунку для інших цілей, окрім задоволення вимог власників доходних облігацій. Кошти, накопичені на цьому рахунку, не підлягають примусовому стягненню як суми зобов'язань емітента перед власниками доходних облігацій.

Згідно з умовами емісії може бути вирішено, що обмеження на зняття коштів з окремого банківського рахунку не поширюється на суми, що перевищують суму, достатню для задоволення вимог власників доходних облігацій упродовж наступних 12 місяців.

Кошти, накопичені на окремому банківському рахунку, виключаються із майна емітента у випадку банкрутства.

Відповідно до частини 4 статті 25 Закону про облігації, емітент прибуткових облігацій надає власникам облігацій щонайменше за 14 днів до кожної дати виплати за прибутковими облігаціями, але не рідше одного разу на рік, звіт, що містить інформацію про суму доходів від проєкту, які були зараховані на банківський рахунок, призначений для їх накопичення та здійснення платежів, та про суми коштів, що виплачуються власникам облігацій та емітенту з цього рахунку за період від попередньої виплати доходу, а також розкриття структури доходів від проєкту та структури витрат, що були понесені емітентом у зв'язку з проєктом за цей період.

Вимоги власників доходних облігацій задовольняються активами суб'єкта господарювання. Власники доходних облігацій мають пріоритет перед іншими кредиторами банкрута. Однак вимоги власників доходних облігацій не мають переваги над певними заставами, встановленими до дати розміщення облігацій.

Емітент може розміщувати так звані «вічні» облігації, що дають право їхньому власнику отримувати проценти на невизначений строк. Емітент зобов'язується виплачувати власникам облігацій лише проценти упродовж необмеженого періоду. На практиці цей вид облігацій не розміщується органами місцевого самоврядування.

Окрім доходних та «вічних» облігацій, Закон про облігації вказує на інші спеціальні типи облігацій (пайові акціонерні, конвертовані, з переважними правами), але через їхню специфіку, пов'язану з конкретними правами власників облігацій як акціонерів, вони не можуть розміщуватися органами місцевого самоврядування.

Облігації у Польщі можуть бути забезпечені¹⁷ або незабезпечені.

¹⁷ У даному випадку поняття «забезпечені облігації» (*obligacje zabezpieczone*), так як і в українському законодавстві, має інше тлумачення, відмінне від поняття *covered bonds*, де більше підходить поняття «облігації, забезпечені відокремленими активами».

Емітент може встановити забезпечення вимог, що виникають з облігацій.

Гарантія може бути особистою (порука, банківська гарантія) або матеріальною (застава, зареєстрована застава, іпотека).

Якщо застава або іпотека встановлені як забезпечення виконання зобов'язань за облігаціями, емітент зобов'язаний піддати заставу чи іпотеку оцінці суб'єктом господарювання, що гарантує надійність, неупередженість та незалежність оцінки.

Забезпечення виконання зобов'язань за облігаціями дає змогу знизити ризик невиконання емітентом умов емісії, зокрема несвоєчасного платежу або несплати процентів за облігаціями та несвоєчасної сплати основної суми зобов'язання за облігаціями.

У випадку поруки чи гарантії суб'єкт господарювання несе відповідальність за зобов'язаннями всіма своїми поточними та майбутніми активами.

У разі застави, зареєстрованої застави чи іпотеки власники облігацій можуть вимагати звернення стягнення на об'єкти, які є предметом застави, зареєстрованої застави чи іпотеки.

У разі встановлення застави у формі зареєстрованої застави чи іпотеки емітент зобов'язаний укласти договір з адміністратором забезпечення, який здійснює права та обов'язки кредитора від свого імені, а не від імені власників облігацій.

Якщо встановлено інший вид забезпечення, залучення адміністратора є можливим, але необов'язковим.

Права та обов'язки адміністратора передбачають насамперед пошук предмета застави під облігації в ситуації, коли емітент не виконує або неналежно виконує свої зобов'язання за облігаціями.

Адміністратор вправі вжити всіх тих заходів, які можуть бути здійснені кредиторами емітента, але водночас призначення адміністратора забезпечення емітентом означає, що тільки він може реалізувати права та виконати обов'язки кредитора, і ці повноваження більше не можуть здійснюватися емітентом від свого імені.

Основним обов'язком адміністратора є представництво інтересів власників облігацій перед емітентом. В обов'язки адміністратора входить також вжиття заходів щодо задоволення вимог власників облігацій до забезпечення облігацій, включаючи отримання наказу про примусове виконання зобов'язань та здійснення примусового виконання (стягнення), подання запиту до виконавчого органу про порушення виконавчого провадження. Зазвичай адміністратор також розподіляє кошти, отримані в результаті примусового виконання, та перераховує кожному власникові облігацій суму, отриману із задоволення його вимог, пропорційно відношенню суми невиконаного зобов'язання щодо вимоги даного власника облігацій до загальної суми непогашеної заборгованості всіх власників облігацій.

Емісія облігацій може відбуватися у формі розміщення шляхом публічної пропозиції або шляхом пропозиції придбання облігацій іншим способом.

Першим етапом емісії облігацій органом місцевого самоврядування є прийняття ухвали цим органом (радою гміни, радою повіту або сеймом воеводства).

Такою ухвалою визначається також мета розміщення облігацій. Емітент не може витратити кошти від розміщення облігацій на мету, відмінну від

зазначеної ним.

Ухвала органу місцевого самоврядування є підставою для вчинення інших дій з розміщення облігацій.

Випуск облігацій органом місцевого самоврядування потребує отримання висновку Регіональної рахункової палати (*regionalnej izby obrachunkowej*) щодо можливості погашення зобов'язання цим органом місцевого самоврядування. Регіональна рахункова палата – державний, зовнішній, незалежний орган контролю та нагляду за органами місцевого самоврядування у сфері фінансового контролю (бюджету) та державних закупівель.

Закон про державні фінанси вказує на допустимі цілі розміщення облігацій органами місцевого самоврядування, а саме:

- покриття тимчасового дефіциту бюджету органу місцевого самоврядування, що виникає впродовж року;
- фінансування запланованого дефіциту бюджету органу місцевого самоврядування;
- виконання попередніх зобов'язань за рахунок розміщених цінних паперів, а також залучених позик та кредитів;
- попереднє фінансування заходів, що фінансується з бюджету Європейського Союзу.

Основним документом, що визначає вигоди, які слідує з облігацій, спосіб здійснення емісії та суміжні права й обов'язки емітента, а також власників облігацій, є умови емісії.

Умови емісії включають, зокрема, інформацію про тип, номінальну вартість та кількість облігацій, що розміщуються, а також вигоди від них, назву, місцезнаходження та адресу веб-сайту емітента, а також інформацію про будь-яке забезпечення виконання зобов'язань за облігаціями.

Публічне розміщення (розміщення шляхом публічної пропозиції) надає право щонайменше 150 особам на території однієї держави-члена ЄС або невизначеному адресату в будь-якій формі та будь-яким способом інформацію про облігації та умови їх придбання, що є достатньою підставою для прийняття рішення про придбання цих облігацій. Здійснення публічного розміщення облігацій вимагає посередництва інвестиційної компанії.

У разі публічної пропозиції облігацій емітент має можливість провести рекламну кампанію на умовах, визначених Законом про публічні пропозиції.

Органи місцевого самоврядування як емітенти звільняються від зобов'язання щодо складання проспекту емісії та інформаційного меморандуму. Виключення зобов'язання щодо складання проспекту обґрунтоване тим, що це стосується цінних паперів, які характеризуються високим рівнем захищеності.

Документом, на підставі якого здійснюється публічна пропозиція облігацій органів місцевого самоврядування, є пропозиція про придбання. Така пропозиція включає умови емісії та інформацію, яка дає змогу оцінити фінансовий стан емітента, зокрема: вартість усіх раніше взятих на себе зобов'язань, включаючи прострочену заборгованість; перспективи формування зобов'язань емітента до повного виконання зобов'язань за облігаціями.

Пропозиція щодо придбання включає також останній річний звіт про

виконання бюджету разом із висновком Регіональної рахункової палати. У період від моменту розміщення облігацій і до повного виконання зобов'язань за ними орган місцевого самоврядування надає власникам облігацій щорічні звіти разом із висновком Регіональної рахункової палати.

Що стосується доходних облігацій пропозиція про придбання додатково містить інформацію, яка дає можливість потенційним їх покупцям ознайомитись із очікуваними наслідками фінансування зобов'язань за рахунок розміщення цих облігацій та можливістю емітента виконувати зобов'язання за цими облігаціями.

При непублічній пропозиції облігацій достатнім є надання інформації про облігації та умови їх придбання для менш ніж 150 осіб. Такий спосіб розміщення не вимагає посередництва інвестиційної компанії, не потребує використання засобів масової інформації для здійснення емісії. Основним документом тут також є пропозиція про придбання.

Емітент може прийняти рішення про допуск облігацій до торгів на регульованому ринку або в альтернативній торговій системі.

У Польщі ринками, на яких торгуються облігації, є ринки Catalyst та BondSpot Варшавської фондової біржі. Муніципальні облігації торгуються на ринку Catalyst.

Допуск облігацій до організованих торгів вимагає подання заяви та розроблення інформаційного документа, що містить інформацію про емітента та облігації, які підлягають допуску до торгів. Допуск облігацій до організованих торгів робить їх більш привабливими для інвесторів, оскільки надає ширші можливості купівлі та продажу цих облігацій. Інформація в інформаційному документі узгоджується з інформацією, що міститься в умовах емісії.

Емітент облігацій, допущених до організованих торгів, або такий, що подає заяву на такий допуск, зобов'язаний надавати польській Комісії фінансового нагляду та компанії, яка обслуговує зазначену торгову систему, поточну та періодичну інформацію для населення.

У разі допуску облігацій до торгів на регульованому ринку обсяг інформації визначається розпорядженням Міністра фінансів Республіки Польщі від 29 березня 2018 року про поточну та періодичну інформацію, що підлягає публікації емітентами облігацій.

Якщо облігації допущено до торгів в альтернативній торговій системі, обсяг інформації визначається у регламенті цієї торгової системи.

Зазвичай емітент зобов'язаний надавати інформацію у формі поточного звіту про всі обставини чи події, які можуть мати істотний вплив на економічну, майнову чи фінансову ситуацію, зокрема про ті, що впливають на його здатність виконувати свої зобов'язання за облігаціями.

21 липня 2019 року набув чинності Регламент Європейського Парламенту та Ради 2017/1129 про проспект, який публікується у зв'язку з публічним розміщенням цінних паперів або їх допуском до торгів на регульованому ринку.

Новим у вищезазначеному документі є скасування вимоги направлення публічної пропозиції щонайменше до 150 осіб. Якщо кількість осіб, до яких адресована публічна пропозиція, а також кількість осіб, до яких були адресовані публічні пропозиції того ж типу цінних паперів того ж емітента за попередні 12 місяців, перевищує 149, емітент зобов'язаний підготувати інформаційний меморандум, який підлягає затвердженню польською Комісією з фінансового нагляду. Однак ця вимога не застосовуватиметься, якщо пропозиція буде

адресована лише суб'єктам, які вже є власниками облігацій певного органу місцевого самоврядування.

Також варто зазначити, що цим Регламентом уводиться нове визначення публічної пропозиції: повідомлення, адресоване одержувачам у будь-якій формі та будь-якими способами, що забезпечує достатню інформацію про умови пропозиції та цінні папери, які пропонуються для того, щоб інвестор міг прийняти рішення про придбання цих цінних паперів.

Проте для розміщення облігацій органами місцевого самоврядування все ж буде достатньо таким органам зробити пропозицію про купівлю.

Варто зазначити, що порівняно з Україною у Польщі є суттєві відмінності щодо випусків облігацій місцевих позик:

1) закон Республіки Польщі про облігації дає змогу розміщувати облігації місцевих позик воєводствам (областям), повітам (районам, містам на правах району), гмінам (територіальним громадам), а також їхнім асоціаціям;

2) існує такий різновид облігацій місцевих позик як доходні облігації, за якими емітент відповідає вартістю об'єкта інфраструктури та прибутком від його експлуатації;

3) Міністерство фінансів Республіки Польщі не погоджує умови запозичень шляхом емісії облігацій місцевих позик (таку діяльність здійснюють органи у воєводствах – Регіональні розрахункові палати).

2. ХАРАКТЕРИСТИКА ПЕРВИННОГО ТА ВТОРИННОГО РИНКУ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ ПОЛЬЩІ

Муніципальні облігації, які випускають органи місцевого самоврядування, призначені для приватних та інституційних інвесторів, але здебільшого викуповуються інституційними інвесторами (банками, інвестиційними та пенсійними фондами, страховими компаніями). Муніципальні облігації випускаються з терміном погашення переважно від 2 до 10 років під 2–6 % річних у злотих (відсоткова ставка за державними облігаціями – 2 %). Часто відсоткова ставка за муніципальними облігаціями корелює зі ставкою WIBOR. Ставка WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate) – процентна ставка, за якою банки надають кредити іншим банкам.

Кількість випусків муніципальних облігацій у Польщі складає 13 % від загальної кількості випусків облігацій у країні, що є одним із найбільших показників серед країн Європи (табл. 3.1). Це більше, ніж у Норвегії (12 %) та Німеччині (6 %). Однак середній обсяг випуску муніципальних облігацій у Польщі найменший серед європейських країн – 7 млн євро. Це обумовлено тим, що емітентами здебільшого є не великі міста чи воєводства, а малі міста та гміни. Питома вага муніципальних облігацій у загальному обсязі випусків облігацій незначна – 0,4 %, що обумовлено величезним обсягом випусків державних облігацій майже на 1 трлн злотих. У Польщі за нові випуски державних облігацій, які розміщуються від імені Державного казначейства, відповідає Міністерство фінансів. Ринок суверенного боргу Польщі є найбільшим у регіоні Центральної та Східної Європи.

Таблиця 3.1

Випуски облігацій у Польщі (дані станом на березень 2020 р.)

Облігації	Кількість			Обсяг, млн злотих (PLN)			Частка ринку в національній валюті, % до загального обсягу випусків
	усього	у тому числі		усього	у тому числі		
		випуск у злотих	випуск в іноземні валюті		випуск у злотих	випуск в іноземні валюті (у перерахунку в PLN)	
Державні	281	238	43	973 259	770 740	202 519	79,2 %
Муніципальні	133	133		3 223	3 223		100,0 %
Корпоративні	603	538	65	135 811	74 366	61 445	54,8 %
УСЬОГО	1 017	909	108	1 112 293	848 329	263 964	76,3 %
Частка випуску муніципальних облігацій у загальному випуску облігацій	13,1 %	14,6 %	0,0 %	0,3 %	0,4 %	0,0 %	

Випуски муніципальних облігацій реєструються як серії, тому кількість емітентів не 133, а приблизно 60: хтось має 3 серії облігацій в обігу, хтось тільки одну.

Обсяги здійснених випусків муніципальних облігацій у Польщі за період з 1996 до 2019 року приблизно у 2,7 разів більше, ніж в Україні (якщо рахувати щодо ВВП). Вражає, що за цей період у Польщі не було жодного дефолту, зафіксовано всього 3 випадки затримки виплат на один-два тижні. Також варто зазначити, що регіональні рахункові палати у 99 % випадків давали дозволи на здійснення емісії упродовж місяця¹⁸.

Динаміку випусків муніципальних облігацій у Польщі показано на рисунку 3.1.

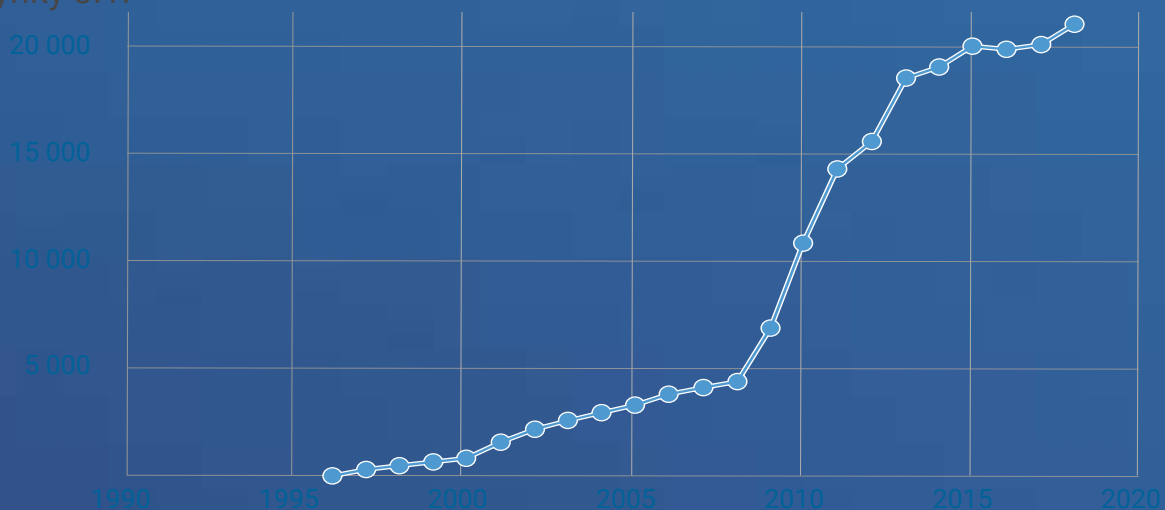


Рис. 3.1. Розвиток ринку муніципальних облігацій Польщі

¹⁸ Цифрові та інші дані для цього розділу надані авторам у ході ознайомчого візиту до Польщі у жовтні 2019 року.

З 2009 по 2013 рік у Польщі спостерігався справжній бум випусків муніципальних облігацій.

У 2018 році у Польщі випущено муніципальних облігацій на суму 23,1 млрд злотих.

У загальному обсязі боргових зобов'язань органів місцевого самоврядування зобов'язання за муніципальними облігаціями складають 5 % і сягають 3,6 млрд злотих (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Заборгованість органів місцевого самоврядування Польщі

Зобов'язання органів місцевого самоврядування у 2017-2018 роках			
	тис. злотих		%%
	2017	2018	2018/2017
Зобов'язання за видами боргу	68 926 076	76 115 798	110,4
у т. ч.			
за муніципальними облігаціями	3 942 024	3 645 721	92,5
позики	64 907 387	72 338 924	111,4
інша кредиторська заборгованість	76 665	131 153	171,1

Облігації банків, підприємств та муніципальні облігації у Польщі торгуються на ринку (торгівельному майданчику) Catalyst Варшавської фондової біржі.

Питома вага муніципальних облігацій на ринку Catalyst складає у розрахунку з обсягу випусків, що перебувають в обігу на біржі, – 3 %, у розрахунку з кількості емітентів – 17 %, кількості випусків – 19 % (рис. 3.2).

Ринок Catalyst за кількістю випусків

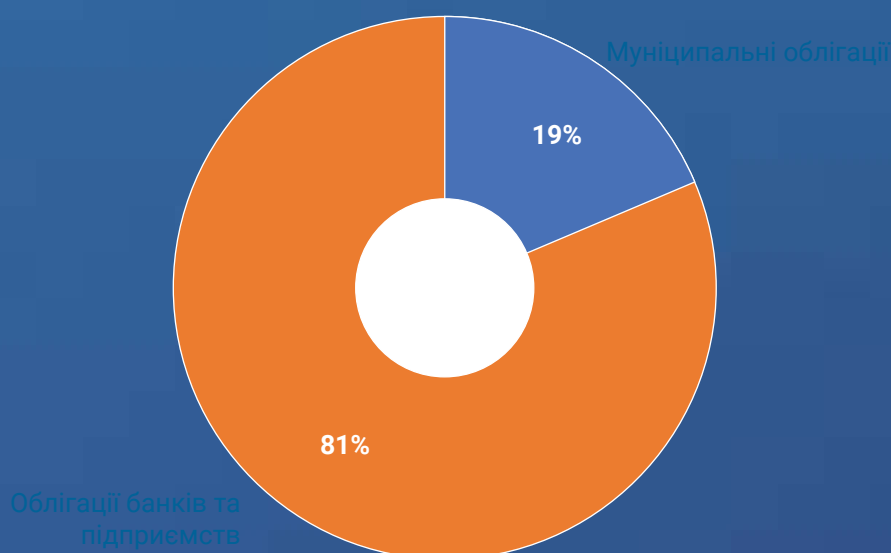


Рис. 3.2. Структура ринку облігацій на Варшавській фондовій біржі

Інвесторами муніципальних облігацій у Польщі виступають банки, страхові компанії, інвестиційні та пенсійні фонди, тобто усі вони належать до інституційних інвесторів (рис. 3.3).

ХТО КУПУЄ МУНІЦИПАЛЬНІ ОБЛІГАЦІЇ

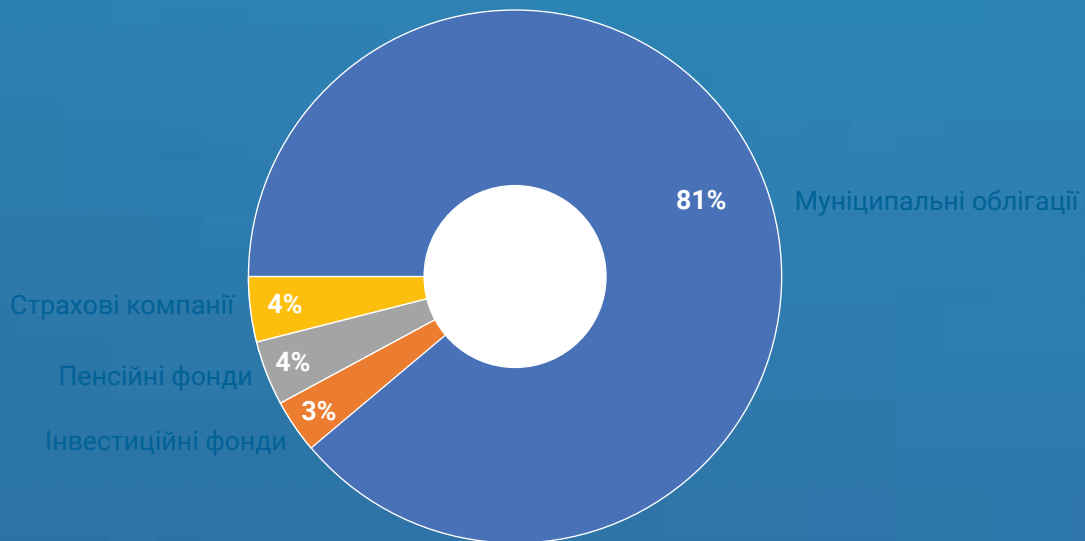


Рис. 3.3. Інвестори муніципальних облігацій у Польщі

Здійснити емісію муніципальних облігацій у Польщі можна скоріше і простіше, ніж взяти кредит у банку. Це спонукає органи місцевого самоврядування обирати цю форму залучення боргових коштів.

У лістингу на ринку Catalyst Варшавської фондової біржі перебувають муніципальні облігації 30 емітентів (на жовтень 2019 р. – 23 емітенти з 96 випусками на суму 23,3 млн злотих). ТОП-10 емітентів представлено на рисунку 3.4.

Обсяги випусків, млн злотих

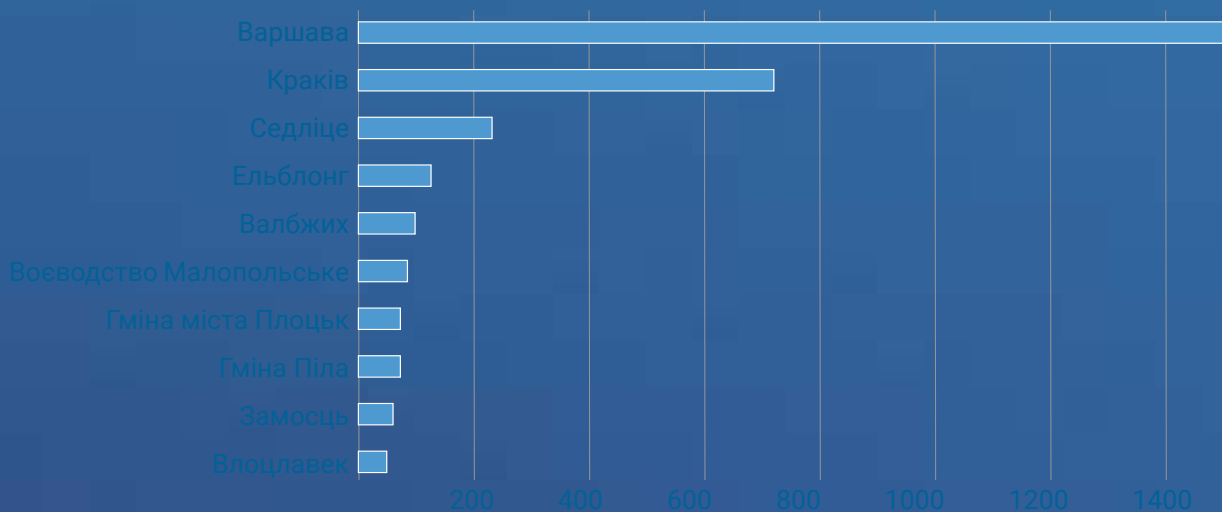


Рис. 3.4. Найбільші за обсягом випуску емітенти муніципальних облігацій на ринку Catalyst (дані станом на жовтень 2019 року)

Зрозуміло, що великі міста (Варшава, Краків, Седліце) здійснюють випуски на більшу суму, але невеликі міста (Ельблонг, Валбжих, Замосць) також не відстають і залучають кошти від розміщення облігацій відповідно до потреб і здатності погашення боргу відповідно до своєї бюджетної

спроможності.

З досвіду випусків муніципальних облігацій Польщі найбільш цікавим є досвід випусків органів місцевого самоврядування найнижчого рівня – гмін (територіальних громад). Станом на жовтень 2019 року у лістингу біржі на ринку Catalyst таких було 7 (рис. 3.5).



Рис. 3.5. Гміни – емітенти муніципальних облігацій у Польщі

Наразі у 2020 році до них ще додалися гміна міста Кошалін (3 випуски/серії облігацій), гміна Ольштин (6 випусків), гміна Подгужин (1 випуск), гміна Сехніце (5 випусків), гміна Воломін (1 випуск), гміна міста Елк (5 випусків) [29]. Інтерес до муніципальних облігацій на місцевому рівні не спадає, а навпаки – зростає.

Останніми на час підготовки цього огляду були здійснені випуски облігацій гміною міста Елк (табл. 3.3).



Гміна Елк – сільська гміна на півночі Польщі. Належить до Елцького повіту Вармінсько-Мазурського воєводства. Площа гміни – 378,61 кв. км, населення – 11 тисяч. Облігацій випущено на 25 млн злотих (2020 рік).

Таблиця 3.3
Випуски облігацій гміною міста Елк

Код біржі	Дата реєстрації	Дата погашення	Номінальна вартість, PLN	Вартість випуску, PLN	Відсоткова ставка, %
EL11128	2020-02-24	2028-11-25	1 000	5 600 000	2.78
ELK127	2020-02-24	2027-11-25	1 000	4 500 000	2.78
ELK128	2020-02-24	2028-11-25	1 000	5 600 000	2.78
ELK129	2020-02-24	2029-11-25	1 000	7 200 000	2.78
ELK130	2020-02-24	2030-11-25	1 000	2 100 000	2.78
РАЗОМ				25 000 000	

Операції з муніципальними облігаціями на біржі проводяться не так часто, але попит на них на вторинному ринку все ж є. До найбільш привабливих фінансових інструментів зараховують облігації гміни Бжесько, міст Перемишль, Седліце, Влоцлавек і Валбжих.

Випуски доходних облігацій не стали занадто розповсюдженими, але мають значення у поліпшенні комунальної інфраструктури окремих міст та гмін. Їхніми емітентами можуть бути як органи місцевого самоврядування, так і підприємства.

Усього за період з 2005 по 2018 рік було здійснено 14 випусків доходних облігацій (табл. 3.4).

Таблиця 3.4
Випуски доходних облігацій у Польщі

Рік	Емітент	Обсяг випуску, млн злотих
2005	Міське підприємство з водопостачання та каналізації, м. Бидгощ	600,0
2006	Міське підприємство зв'язку Лодзі	166,0
2010	Міський заклад комунікації у Гданську	60,0
2010	Міський заклад комунікації у Гданську	220,0
2012	Підприємство з водопостачання та каналізації, м. Гнезно	28,1
2012	Саноцьке підприємство комунального господарства	37,0
2014	ТОВ «Трамвай Фордон», м. Бидгощ	145,7
2014	Місто Люблін	40,0
2015	Валбжихська асоціація водопостачання та каналізації	107,0
2015	Гміна Ниса	21,8
2015	Гміна Валбжих	38,0
2016	Гміна Валбжих	56,7
2017	Гміна Валбжих	50,0
2018	Комунальне підприємство «Водогін Марецький»	50,0
	УСЬОГО	1 620,3

Спочатку доходні облігації випускали підприємства, і лише у 2014 році перший серед міст випуск здійснило місто Люблін, а серед ґмін безумовним лідером є ґміна міста Валбжих.



Валбжих – місто Валбжиського повіту Нижньосилезького воєводства. Площа – 84,7 кв. км, населення – 125 тисяч.

Загальний обсяг випусків доходних облігацій ґміни міста Валбжих склав 144,7 млн злотих.

Кошти, залучені від розміщення доходних облігацій, було витрачено на реалізацію інвестиційних проектів (рис. 3.6). Серед них був навіть проект будівництва дитячого будинку.

Витрати коштів, залучених від розміщення доходних облігацій ґміною міста валбжих

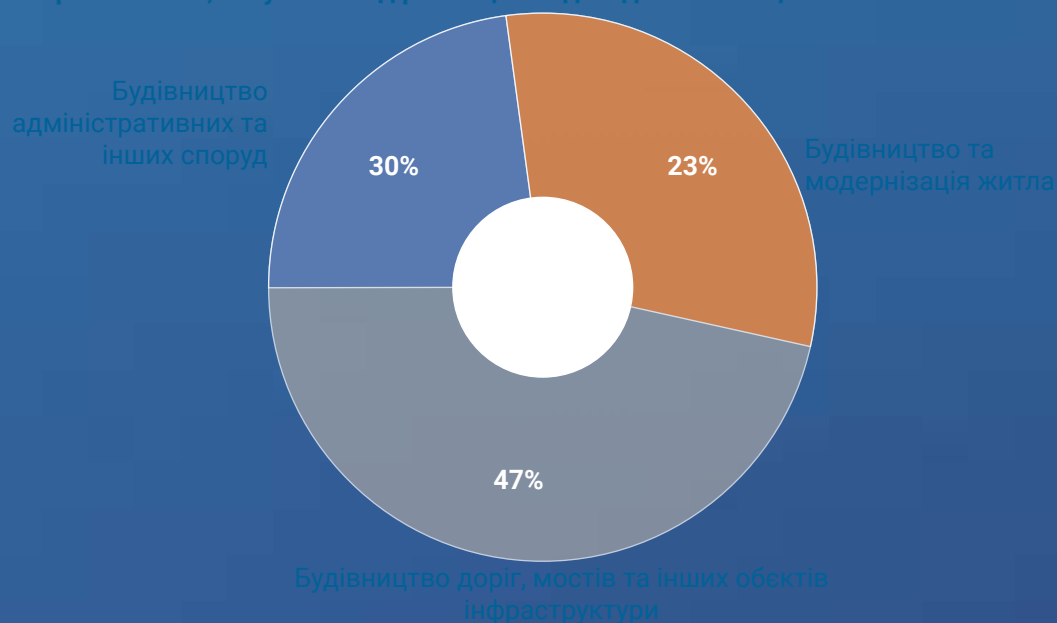


Рис. 3.6. Фінансування інвестиційних проектів за допомогою доходних облігацій (м. Валбжих, Польща)

Доходні облігації мають один недолік – вартість комунальних послуг після реалізації проектів переважно зростає.

3. ДОСВІД ВЕЛИКОПОЛЬСЬКОГО ВОЄВОДСТВА З ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ



Великопольське воєводство (пол. *Województwo wielkopolskie*) – воєводство, розташоване на заході Польщі. Центр і найбільше місто – Познань.

Великопольське воєводство займає серед польських воєводств друге місце (після Мазовецького) за територією (29 827 кв. км) і третє місце за кількістю населення (3,5 млн). Проте не значні розміри регіону лягли в основу його назви. Велика Польща – це ті землі, де зароджувалася польська державність, формувалася нація. На цій території, уздовж річки Варти, в давнину жили поляни, що дали назву державі. Так що це не просто гарна метафора – порівняння Великопольщі з колискою країни.

Таблиця 3.5
Найбільші міста воєводства Великопольського

Місто	Населення	Площа
 Познань	567.882	261,37 км²
 Каліш	108.841	69,77 км²
 Конін	80.838	81,68 км²
 Піла	75.144	102,71 км²
 Острув-Велькопольський	72.672	42,39 км²
 Гнезно	70.145	40,89 км²

Як воєводство, так і його міста та гміни мають великий і цікавий досвід випусків муніципальних облігацій.

Спочатку розглянемо на прикладі воєводства, які обмеження існують у залученні боргових коштів органами місцевого самоврядування відповідно до законодавства Польщі.

Стаття 242 Закону про державні фінанси Республіки Польща містить таку норму:

Доходи бюджету + Надлишок коштів + Вільні ресурси > Видатки бюджету

Відповідно до цієї норми у статті 243 Закону про державні фінанси встановлено наступне обмеження:

$$\frac{(R_n + O_n)}{D_n} \leq \frac{1}{3} \left\{ \frac{(Db_{n-1} - Wb_{n-1} + Dsm_{n-1})}{D_{n-1}} + \frac{(Db_{n-2} - Wb_{n-2} + Dsm_{n-2})}{D_{n-2}} + \frac{(Db_{n-3} - Wb_{n-3} + Dsm_{n-3})}{D_{n-3}} \right\}$$

де R_n – запланована на бюджетний рік n загальна сума погашення позик та цінних паперів (*splata obligacji*);

O_n – запланована на бюджетний рік n сума відсотків (*odsetki*) за позики

та цінні папери і повернення сум наданих порук (*poreczenia*) і гарантій;

- D_n – загальні доходи бюджету у відповідному бюджетному році n ;
- D_b – доходи бюджету;
- S_m – доходи від продажу майна;
- W_b – видатки бюджету.

Тобто для розрахунку обмеження (ліміту) беруться дані за останні три роки.

Розрахунки за цією формулою на 2019 рік представлені Департаментом фінансів Офісу Маршала Великопольського Воеводства (рис. 3.7, 3.8).

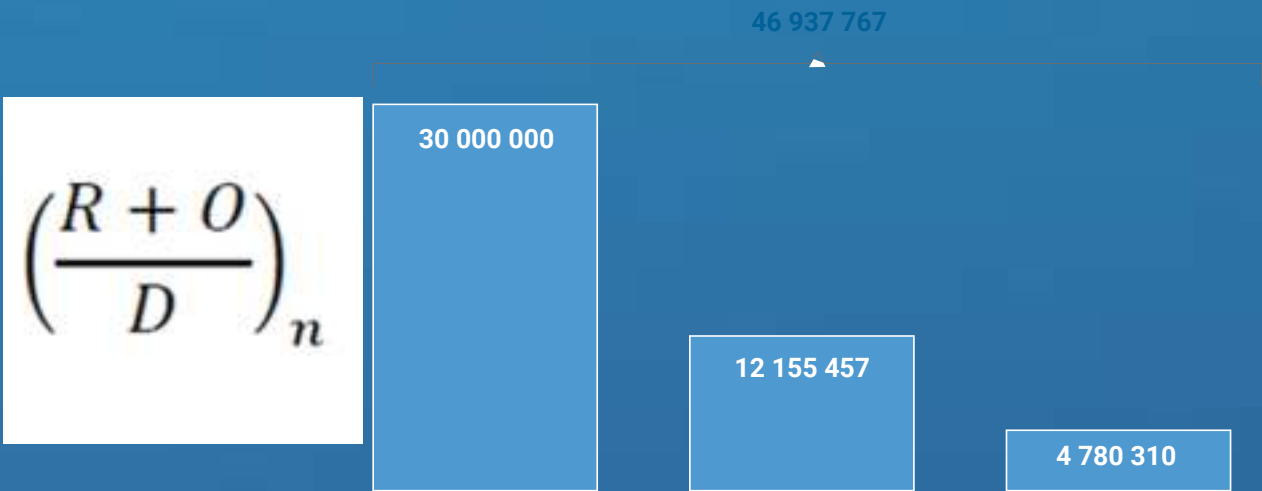


Рис. 3.7. Заплановані на 2019 рік суми погашення облігацій, виплати відсотків та повернення сум наданих порук Великопольського воеводства

$$\frac{1}{3} * \left(\frac{Db_{n-1} + Sm_{n-1} - Wb_{n-1}}{D_{n-1}} + \frac{Db_{n-2} + Sm_{n-2} - Wb_{n-2}}{D_{n-2}} + \frac{Db_{n-3} + Sm_{n-3} - Wb_{n-3}}{D_{n-3}} \right)$$



Рис. 3.8. Розрахунок обмежень, які накладаються на боргові зобов'язання Великопольського воеводства (середнє значення за 2016–2018 роки)

Розрахунки свідчать, що за борговими зобов'язаннями до 2032 року (це останній термін погашення муніципальних облігацій, які були випущені та перебувають в обігу) у воеводства не виникне проблем, якщо доходи бюджету

будуть перевищувати видатки, створюючи операційний надлишок (профіцит), як це заплановано (рис. 3.9).

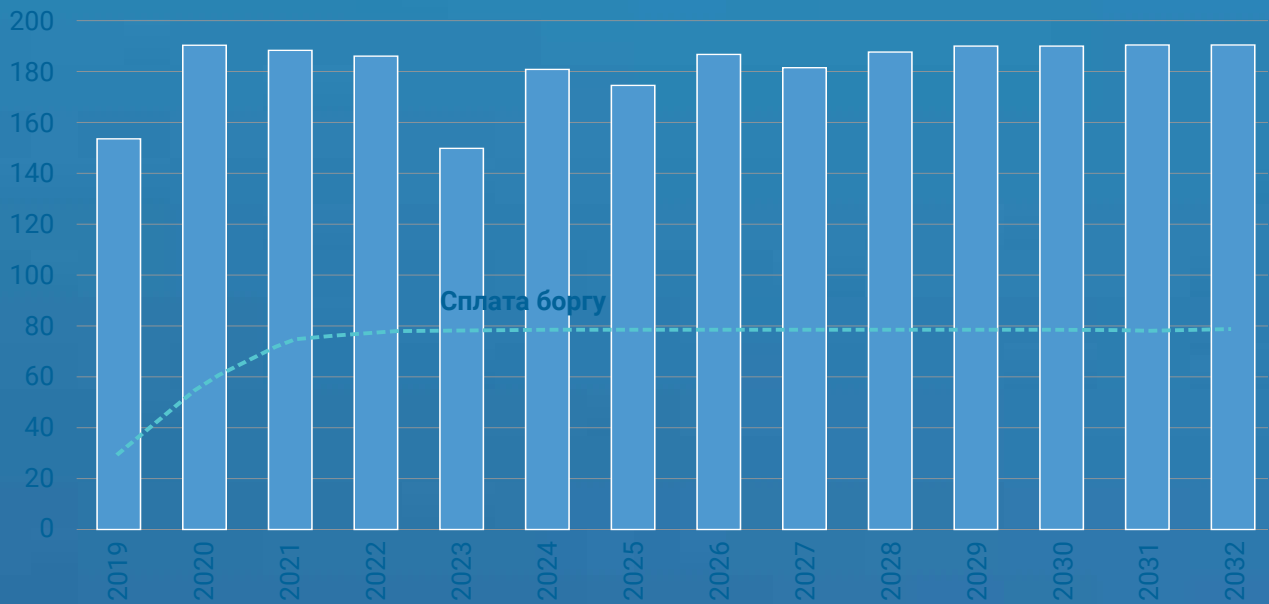


Рис. 3.9. Планові розрахунки сплати боргу за муніципальними облігаціями Великопольського воєводства

Індикатор сплати боргу $\frac{R+O}{D}$ менше ліміту за формулою, що міститься на рисунку 3.7. Однак 2022 рік є критичним для сплати боргу (рис. 3.10).

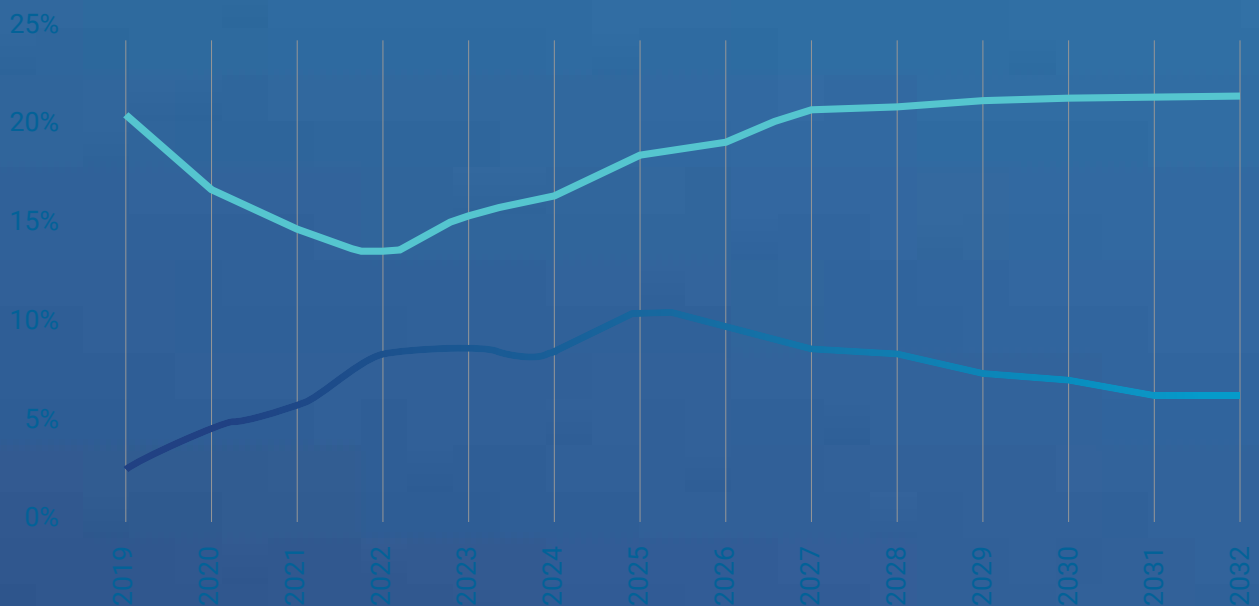


Рис. 3.10. Відповідність встановленим законодавством Польщі обмеженням щодо випусків та погашення муніципальних облігацій (на прикладі Великопольського воєводства)

Коли орган місцевого самоврядування не в змозі прийняти бюджет чи зробити довгостроковий фінансовий прогноз, неперевищуючи ліміт індикатора боргу, Регіональна рахункова палата вимагає представити програму коригуючих дій (аналіз причин кризи, план заходів щодо виправлення, очікувані фінансові наслідки).

Під час реалізації цієї програми орган місцевого самоврядування не може:

- здійснювати нові інвестиції, що фінансуються за рахунок позик, кредитів чи муніципальних облігацій;
- надавати фінансову допомогу іншим органам місцевого самоврядування;
- здійснювати витрати з розвитку органів місцевого самоврядування;
- створювати фонди;
- збільшувати кількість членів законодавчих та виконавчих органів місцевої влади.

Відсутність позитивної оцінки програми з боку Регіональної рахункової палати означає можливість призупинення фінансової діяльності органів місцевого самоврядування.

Дозвіл на здійснення нової емісії муніципальних облігацій надає Регіональна рахункова палата після перевірки фінансового стану органу місцевого самоврядування, яка триває не дуже довго, адже вся необхідна для перевірки інформація доступна у режимі онлайн.

На кінець 2018 року загальна заборгованість Великопольського воєводства становить 404,2 млн злотих, з яких 99,8 % – заборгованість за муніципальними облігаціями. У відсотках до доходів бюджету воєводства це складає 32,7 % (середній та цілком прийнятний показник) на відміну від Вармінсько-Мазурського (63,7 %) чи Люблінського воєводств (83 %).

Облігації безпосередньо Великопольського воєводства випускаються з 2010 року і жодного разу не було дефолту (рис. 3.11).

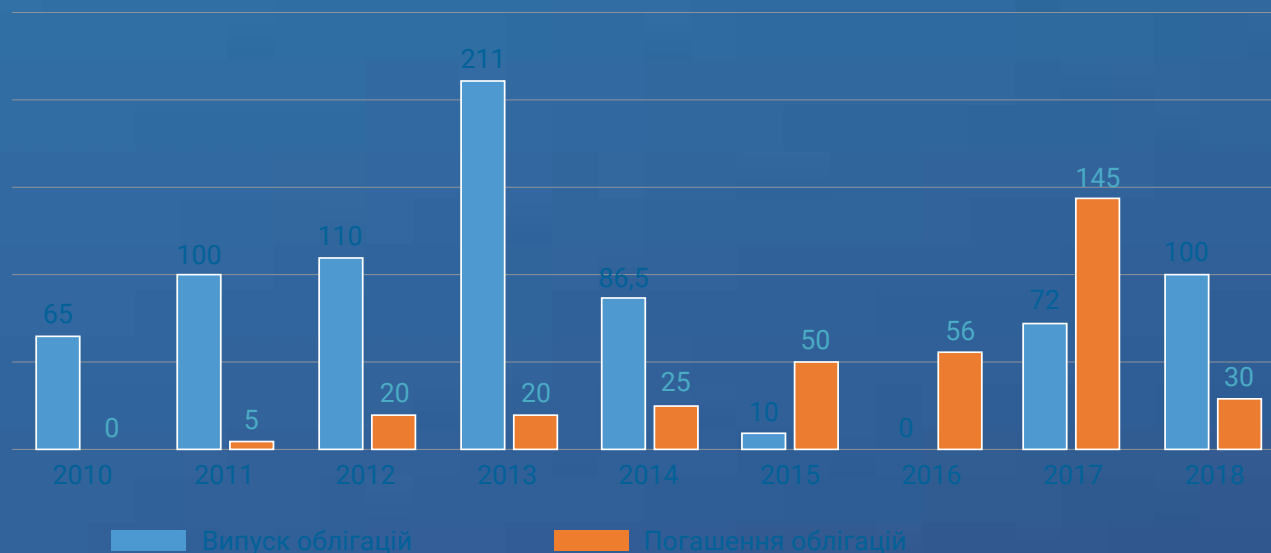


Рис. 3.11. Випуски та погашення облігацій Великопольського воєводства

Загалом, за даними Регіональної рахункової палати Великопольського воєводства, у 2018 році було здійснено 58 випусків муніципальних облігацій різними органами місцевого самоврядування на суму 877,8 млн злотих (рис. 3.12). Гміни переважають як за обсягами (44 %), так і за кількістю випусків (74 %).

Структура випусків облігацій (воєводства, міста, повіти, гміни) у 2019 році суттєво не змінилась. Частка гмін навіть збільшилась до 44 %.

Випуски муніципальних облігацій у Великопольському воєводстві
(із розрахунку в злотих, у дужках - кількість випусків)

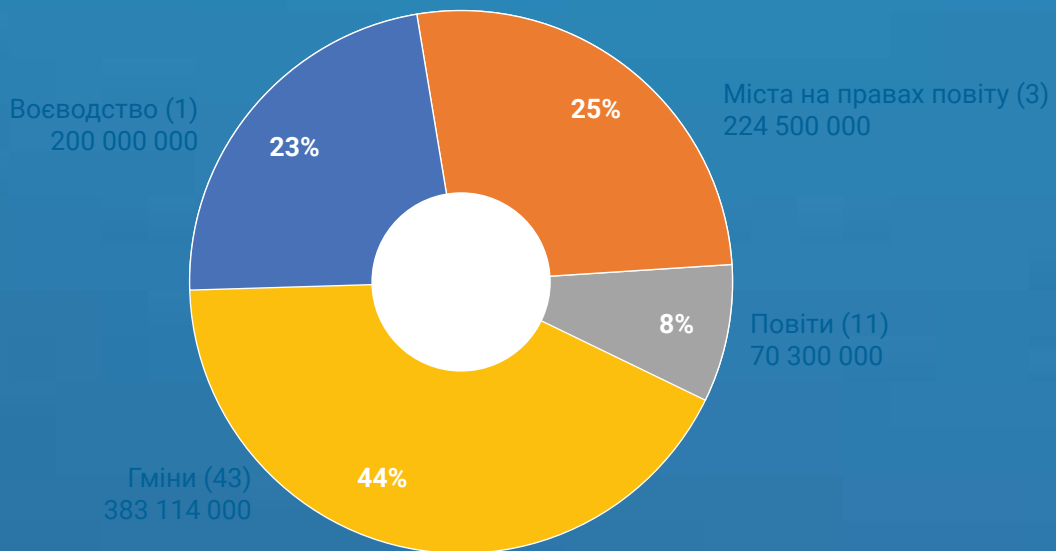


Рис. 3.12. Структура випусків муніципальних облігацій у Великопольському воєводстві органами місцевого самоврядування у 2018 році

Найчастіше мету випуску органи місцевого самоврядування вказують як «фінансування запланованого дефіциту бюджету» (рис. 3.13). Така мета включає рефінансування боргу за муніципальними облігаціями та фінансування місцевих інвестиційних проєктів.

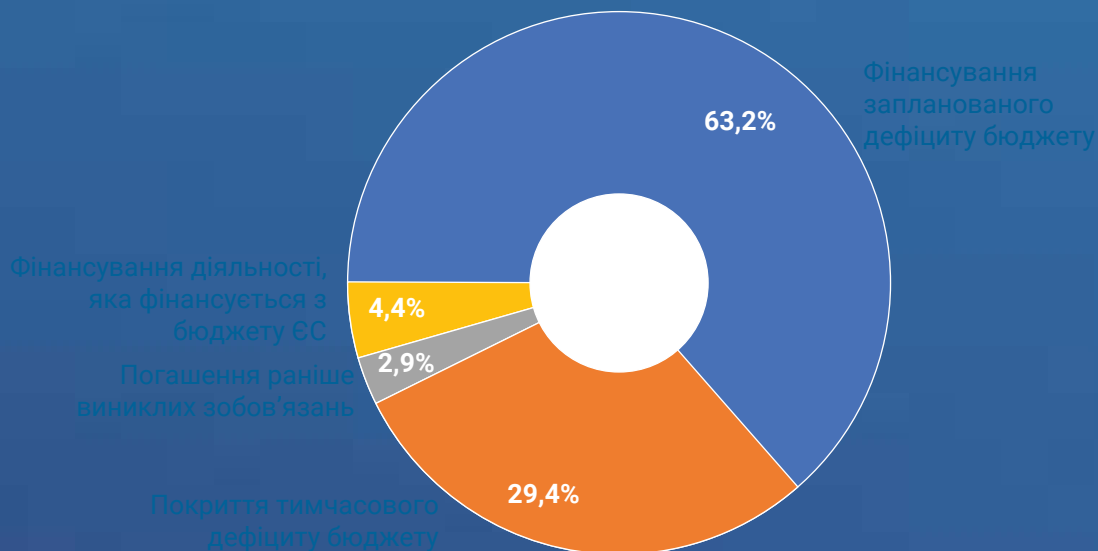


Рис. 3.13. Розподіл випусків муніципальних облігацій у Великопольському воєводстві органами місцевого самоврядування у 2018 році за метою випуску

За кількістю випусків у Великопольському воєводстві переважають короткострокові облігації зі строком обігу до 5 років – 62 % (рис. 3.14).

Випуски муніципальних облігацій у Великопольському воєводстві, строк обігу

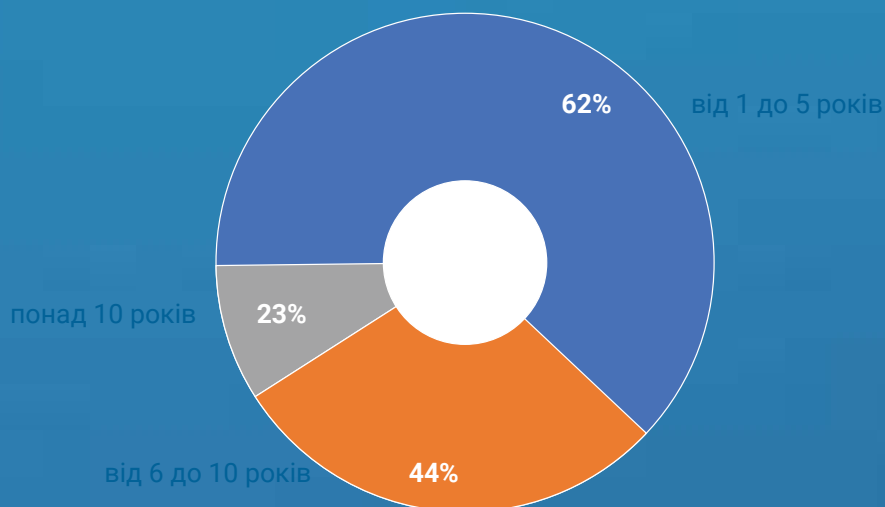


Рис. 3.14. Структура випусків муніципальних облігацій у Великопольському воєводстві за строком обігу, 2018 рік

Регіональна рахункова палата має всі необхідні повноваження щодо перевірок діяльності органів місцевого самоврядування, пов'язаної з випусками муніципальних облігацій. У 2018 році Колегія Регіональної рахункової палати Великопольського воєводства прийняла 90 ухвал, пов'язаних з емісією, продажем, купівлею та погашенням муніципальних облігацій усіма органами у територіальних межах воєводства.

Результати розгляду справ такі:

- не виявлено порушень законодавства – 81;
- виявлені порушення законодавства – 9, з них
- неістотне порушення – 1;
- розпочате провадження у справі було припинено – 1;
- рішення органу місцевого самоврядування визнано недійсним – 7, у тому числі
 - частково – 5;
 - повністю – 2.

Отже, у цілому порушення законодавства про цінні папери органами місцевого самоврядування є достатньо рідкісним явищем.

Без конкретного аналізу складно вказати, який інструмент – позика чи емісія облігацій – буде більш вигідним для фінансування дефіциту коштів місцевих органів влади. Однак можна вказати на відмінності між двома інструментами і на цій основі сформулювати декілька висновків, що свідчать про переваги облігацій.

1. Облігації є гнучким фінансовим інструментом. Емітент вільний у встановленні дат випуску, гармонізованих з графіком інвестицій, відповідності строку погашення окремих серій облігацій фінансовим можливостям органів місцевого самоврядування.

2. Облігації мають тривалий термін погашення. Продовження строку погашення заборгованості дає змогу краще пристосувати структуру та графік погашення боргу до можливостей бюджету (отримання «пільгового періоду» щодо погашення).

3. Муніципальні облігації випускаються за спрощеної процедури: відсутнє зобов'язання застосовувати Закон про державні закупівлі (на відміну від

одержання кредиту, де банк обирається органом місцевого самоврядування на основі тендеру).

4. Цілі випуску вказуються узагальнено. Це забезпечує можливість безперерійно використовувати кошти від розміщення облігацій, здійснюючи різного роду інвестиції.

5. Облігації не обов'язково мають бути забезпеченими заставою. Достатньо вказати, що погашення облігацій та виплата відсотків здійснюватимуться за рахунок власних надходжень та доходів воєводства.

6. Витрати на обслуговування боргу менші, ніж за кредитами (позиками під відсотки). Ефективні витрати на обслуговування облігацій (відсотки сплачуються переважно кожні півроку) менші, ніж за кредитами (відсотки сплачуються щомісяця або щокварталу).

Вивчаючи досвід інших країн, зокрема Польщі, варто звернути увагу на декілька важливих речей, які потрібно усвідомити.

По-перше. Цивілізаційні процеси не можна зупинити: люди будуть активно переселятися з перенасичених мегаполісів з трафіком і поганою екологією до комфортних містечок з розвинутою інфраструктурою. Це вже відбувається у країнах Європи, зокрема у сусідній Польщі.

По-друге. Місцеву інфраструктуру (дороги, водопостачання, енергозабезпечення) неможливо розбудувати тільки за рахунок дорожніх фондів, місцевих бюджетів, субсидій і дотацій, треба ще й за рахунок залучених у борг коштів, зокрема емісії облігацій, інакше будемо мати латані дороги і недобудовані об'єкти.

По-третє. Села і селища як адміністративні одиниці зникають і стають частиною об'єднаних територіальних громад, які у Польщі мають назву ґміни.

Наприклад, ґміна Коморніки об'єднує містечко Коморніки (відстань від Познані – 100 км) і 30 навколишніх сіл (всього 30 тис. жителів, випускає облігації і завдяки цьому будує місцеві дороги та об'єкти культури (табл. 3.6). Це один із яскравих прикладів використання облігацій як виду місцевих запозичень.

Таблиця 3.6

Емісія муніципальних облігацій ґміни Коморніки

Дата затвердження умов емісії	Обсяг випуску, млн злотих	Строк обігу	Мета випуску	Термін виплати відсотків	Комісійні витрати, злотих	Базова ставка	Маржа банку
22.01.2010	24	2010–2020	Будівництво доріг ґміни та будівництво і реконструкція комунальних об'єктів	6 місяців	20 000	WIBOR 3М	1,65–1,70 %
21.09.2011	5	2011–2020	Будівництво доріг ґміни та будівництво і реконструкція комунальних об'єктів	3 місяці	20 000	WIBOR 3М	1,10 %

17.07.2013	5	2013–2022	Співфінансування планового дефіциту бюджету гміни Коморніки	3 місяці	27 000	WIBOR 3М	1,65 %
08.12.2015	2	2015–2019	Співфінансування планового дефіциту бюджету гміни Коморніки	3 місяці	20 000	WIBOR 3М	1,30 %
02.08.2016	25	2016–2025	Отримання коштів на будівництво шкільного комплексу у селі Плевіска, будівництво доріг гміни та будівництво Центру Традицій і Культури у Коморніках	3 місяці	60 000	WIBOR 3М	1,35–1,50 %

У Великопольському воєводстві є також досвід випуску доходних облігацій підприємством з водопостачання та каналізації (PWiK Gniezno) першої столиці Польщі – старовинного міста Гнезно.

Підприємство, хоча і має форму товариства з обмеженою відповідальністю, перебуває у комунальній власності.

За рахунок розміщення доходних облігацій та їх ефективного використання у місті Гнезно реконструйовано систему водопостачання та каналізації відповідно до стандартів ЄС (випуск у 2012 році на 28,11 млн злотих). Андеррайтером був державний банк – Польський Банк Розвитку (BGK).

BGK виступив ініціатором емісії. Це була перша емісія доходних облігацій, організована цим банком, і одна з небагатьох на польському ринку. Це також була перша емісія, яка передбачала фінансування будівництва та модернізації водопровідної та каналізаційної мережі.

Облігації були не єдиним джерелом фінансування: PWiK Gniezno реалізувало проєкт «Модернізація комунальних очисних споруд разом із будівництвом санітарної каналізації в м. Гнезно» спільно з Європейським Союзом в рамках програми «Інфраструктура та довкілля» (витрати на реалізацію всього проєкту становлять приблизно 72,8 млн злотих).

16.01.2020 PWiK Gniezno здійснило нову емісію облігацій серії 3 транш № 1 вартістю 6 000 000 злотих (як частина програми випуску доходних облігацій). Це свідчить про те, що доходні облігації залишаються вагомим інструментом фінансування інфраструктурних проєктів у Польщі.

ВИСНОВКИ І РЕКОМЕНДАЦІЇ

1. Аналіз світового та європейського ринку муніципальних облігацій свідчить про те, що їх привабливість для емітентів та інвесторів зростає. Україна, хоч і відновила випуски облігацій місцевих позик, все ще відстає від інших держав. Практично у всіх країнах світу муніципальні облігації випускаються на всіх рівнях, відмінних від державного, тоді як в Україні це можуть робити тільки міста.

2. Серед країн світу особливий інтерес для України з точки зору детального вивчення досвіду випусків муніципальних облігацій становлять унітарні країни, зокрема Польща, Норвегія, Угорщина. Цікавим і безумовно корисним є досвід Швеції та Франції з випусків зелених та соціальних муніципальних облігацій. Німеччина та Іспанія, хоч і є федеративними державами, однак мають неперевершений досвід випусків як звичайних, так і сек'юритизованих муніципальних облігацій. Швейцарія завжди буде представляти інтерес для України як країна з найбільш розвинутою системою місцевого самоврядування у світі, що займає також провідні позиції в Європі щодо випусків муніципальних облігацій. Надзвичайно важливим для України є досвід сусідньої держави Польщі як щодо децентралізації, так і щодо емісії облігацій органами місцевого самоврядування, зокрема найнижчого рівня – гмінами. Азійської мудрості треба повчитися в Китаю та Індії, де спостерігається стрімке зростання випусків муніципальних облігацій. Нарешті, у США як провідній країні світу, що має найбільш розвинений фондовий ринок, завжди є чому навчитись як на прикладі окремого штату, муніципалітету чи округу, так і в цілому, запозичуючи певні законодавчі норми.

3. Муніципальні облігації у всіх країнах розглядаються не лише як цінний папір, але й як один із можливих видів місцевих запозичень, що формують місцевий борг. Залежно від системи державних фінансів місцевий борг може бути відокремлений від державного боргу, а може бути його частиною. Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) аналізує стан державних фінансів, вводить поняття «субнаціональний борг», тобто борг регіональних та місцевих органів влади. Здебільшого він контролюється центральною владою, міністерством фінансів чи іншими державними органами країн світу. Якщо стан місцевих фінансів (виконання бюджету, заборгованість тощо) задовільний, центральна влада не обмежує місцеві запозичення, зокрема щодо випусків муніципальних облігацій. Якщо стан погіршується, вводяться певні обмеження у залученні боргових коштів, ліміти, індикатори тощо. Україні є сенс більш детально вивчити цей досвід, оскільки такі обмеження є і у нас щодо місцевих запозичень. Однак практично всі ці обмеження мають пруденційний, попереджувальний характер. Адміністративні обмеження, такі як погодження з Міністерством фінансів України умов емісії облігацій місцевих позик, існують лише у небагатьох дуже централізованих країнах.

4. «Золоте правило» – муніципальні облігації мають випускатися лише для фінансування капітальних витрат (інвестиційних проєктів) – застосовується у більшості країн ОЕСР, однак є і винятки (наприклад, Польща). В Україні це правило також не діє, але марно: обмеження фінансування поточного дефіциту місцевого бюджету за рахунок коштів від розміщення облігацій знижує фінансові ризики. Загалом застосування в Україні методології ОЕСР з оцінки стану виконання боргових зобов'язань на всіх рівнях допомогло

б робити більш якісний аналіз можливостей місцевих органів у залученні боргових коштів.

5. Environmental, Social and Governance (ESG) Standards – екологічні, соціальні та управлінські стандарти, які запроваджуються на ринках капіталу у зв'язку із необхідністю досягнення 17 цілей сталого розвитку (Sustainable Development Goals) Організації Об'єднаних Націй, доторкнулися і до муніципальних облігацій. Це відносно нове явище: перші зелені облігації були випущені у 2007 році, а соціальні – у 2013, а нещодавно виник їх симбіоз – стійкі облігації. Принципи ESG найбільш підходять для місцевого рівня влади та управління, оскільки саме на цьому рівні вирішується більшість екологічних та соціальних проблем. Тому зелені, соціальні та стійкі облігації стають все більш популярними саме на регіональному та місцевому рівнях. Однак їх статус потрібно вивчати і вдосконалювати, знаходити інструменти заохочення і створювати законодавче поле для зелених і соціальних облігацій, зокрема і в Україні. У цьому напрямі Україна може бути навіть у фарватері змін.

6. Сек'юритизація для муніципальних облігацій насправді є способом підвищення їхньої захищеності від різноманітних ризиків. Не безпосередньо, а через створення спеціальної організації – емітента, на балансі якого немає ніяких зобов'язань, окрім зобов'язань за муніципальними облігаціями, а гроші проходять тільки через захищені рахунки ескроу – ось що знижує ризики. Чим не вирішення проблеми з нецільовим використанням коштів від розміщення облігацій, що може бути основною проблемою в Україні?

7. Доходні облігації, за якими емітент відповідає вартістю об'єкта інфраструктури та прибутком від його експлуатації, є окремим видом облігацій комунальних підприємств та органів місцевого самоврядування. Такий вид облігацій є принаймні у США та Польщі, але його немає в Україні. Так, доходні облігації не є провідним фінансовим інструментом, але вони органічно доповнюють спектр боргових інструментів на місцевому рівні. Тобто хто вбачає їх корисними, той використовує. А результати у вигляді побудованих доріг та реконструйованих комунальних будинків доводять правильність вибору навіть запеклим скептикам.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. <https://www.investopedia.com/terms/m/municipalbond.asp>.
2. https://uk.wikipedia.org/wiki/Муниципальна_облігація
3. <https://www.investopedia.com/terms/e/eurobond.asp>
4. <http://cbonds.ua/countries/>
5. https://www.boerse-frankfurt.de/bonds/search?BOND_TYPES=DN&COUNTRIES=DE&ORDER_BY=TURNOVER&ORDER_DIRECTION=DESC
6. https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/02/05/mercados/1549386852_252846.html
7. https://www.oslobors.no/ob_eng/markedssaktivitet/#/list/bonds/quotelist/ob/FYLK.OBL/false?page=1&ascending=true&sort=ITEM_SECTOR
8. Рынок облигаций в Республике Беларусь. Итоги 2019 года. Заместитель директора Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь Шаршун Анатолий Анатольевич. Минск 2020. - V круглый стол «Долговой рынок Республики Беларусь». 13 февраля 2020, Минск. <http://www.cbonds-congress.com/events/503/materials/?l=1&fbclid=IwAR3FlcO9q41owZy0bFPxifDemSOY47B4xdOeOB48HcH433reSrXmTWAzxPw>
9. James Leigland. Accelerating Municipal Bond Market Development in Emerging Economies: An Assessment of Strategies and Progress. Published in PUBLIC BUDGETING & FINANCE (Summer 1997) Vol. 17, issue 2, pages 57-80.
10. <https://www.municipalbonds.com/news/2019/12/25/municipal-bond-market-2019-in-review/>
11. <https://www.municipalbonds.com/risk-management/the-top-10-safest-municipal-bonds/>
12. XINGYUAN FENG. Local Government Debt and Municipal Bonds in China: Problems and a Framework of Rules. - The Copenhagen Journal of Asian Studies 31(2)•2013.
13. Ramakrishna Nallathiga. Municipal Bonds as a Source of Finance for Urban Infrastructure Development in India. – Nagarlok Vol. XVII, No. 3, July-September, 2015.
14. https://cfts.org.ua/news/2017/07/13/kitay_razreshil_regionam_vypuskat_obligatsii_dlya_wAR0C43AThMgzTSIbnu9Cd37QIbnkExQaAxwSsnUAyAm5aTn5JUjvtDY5aEo

15. Handbook on securities statistics/International Monetary Fund, Bank for International Settlements, European Central Bank.—Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2015.
16. BIS Statistical Bulletin. December 2019 : <https://www.bis.org/statistics/bulletin1912.pdf> .
17. OECD (2018), OECD Regions and Cities at a Glance 2018, OECD Publishing, Paris - https://doi.org/10.1787/reg_cit_glance-2018-en
18. <https://www.ontario.ca/document/tools-municipal-budgeting-and-long-term-financial-planning/understanding-municipal-debt>
19. <http://mrsc.org/Home/Explore-Topics/Finance/Debt/Types-of-Municipal-Debt.aspx>
20. Kovács, Gábor (2011) : Municipal Bond Boom in Hungary: Focusing on the Analysis of Local Financial Management, European Financial and Accounting Journal, ISSN 1805-4846, University of Economics, Faculty of Finance and Accounting, Prague, Vol. 6, Iss. 2, pp. 72-92, <http://dx.doi.org/10.18267/j.efaj.34>
21. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/social-bond-principles-sbp/>
22. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Public-research-resources/II-LAB2019-02Social-Bonds-130219.pdf>
23. <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/green-social-and-sustainability-bonds-database#HomeContent>
24. <https://www.climatebonds.net/resources/reports/nordic-and-baltic-public-sector-green-bonds>
25. <https://finans.goteborg.se/en/greenbonds/investor-reporting/2018-2/>
26. <https://sfcontroller.org/primary-market-disclosurefinal-official-statements-upcoming-sales>
27. https://www.iledefrance.fr/sites/default/files/2019-12/reporting_isr_2019_english_web.pdf
28. <https://hypo.org/ecbc/publications/fact-book/>
29. <https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-obligacje-komunalne>

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ: МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД ВИПУСКІВ МУНІЦИПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ:

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

Відповідальний за випуск: О. Койнов
Редагування: М. Заславська
Макет-дизайн: А. Дубовик

Підписано до друку 01.06.2020. Формат 60×90 1/8. Папір офсет. No 1.
Гарнітура Тип Невтон. Друк офсет. Ум. друк. арк. 15.35
Наклад прим. 500. Зам. No 0000

Виготовлено з готових редагованих макетів у друкарні
«ФОП Кандиба Т. П.»
Адреса: м. Бровари, вул. Незалежності, 16
Тел.: (067) 231-02-86, (099) 120-25-24, (099) 912-31-22.
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру суб'єктів видавничої
справи ДК №5263 від 20.12.2016 р.

Видано на замовлення
Проекту міжнародної технічної допомоги
Швейцарсько-український проект
«Підтримка децентралізації в Україні» DESPRO

тел.: (044) 270 55 21 (27)
факс: (044) 279 67 27
www.despro.org.ua

