

## **Мінімізація ризиків інвестування в облігації місцевих позик як основа розвитку муніципальних запозичень в Україні**

*У статті проаналізовано основні ризики інвестування в муніципальні цінні папери та досліджено можливі напрямки мінімізації цих ризиків. Розглянуті основні засади здійснення рейтингової оцінки кредитоспроможності міських рад для визначення надійності облігацій місцевої позики.*

*Ключові слова: муніципальні цінні папери, облігації місцевої позики, кредитний рейтинг міста.*

### **Постановка проблеми**

У зарубіжних країнах муніципальні запозичення є вагомим джерелом наповнення місцевих бюджетів. За рахунок залучення фінансових ресурсів через емісію облігацій муніципалітети мають можливість реалізовувати довгострокові інвестиційні проекти та програми соціально-економічного розвитку, спрямовані, зокрема, на покращання міської інфраструктури, реконструкцію житлового комплексу тощо. При цьому така форма фінансування, будучи ринковим механізмом залучення коштів місцевими громадами, сприяє підвищенню фінансової незалежності міських бюджетів від централізованих фондів фінансових ресурсів. Таким чином, питання створення сприятливих умов для здійснення муніципальних запозичень та забезпечення інвестиційної привабливості облігацій місцевих позик мають надзвичайно важливе значення в сучасних умовах розвитку ринкових відносин та обмеженості бюджетних ресурсів муніципалітетів в Україні.

### **Аналіз останніх досліджень і публікацій**

Питання розвитку ринку муніципальних цінних паперів в Україні та, зокрема, особливості їх випуску і погашення, порядок присвоєння кредитного рейтингу міським радам, дослідження основних ризиків інвестування в муніципальні цінні папери розглядаються у працях багатьох вітчизняних науковців. Так, окремі теоретичні та практичні аспекти застосування муніципальних облігацій досліджуються у працях Бурковського І.В., Бурмаки М.О., Гайдуцького П.І., Гейця В.М., Ковальчука Т.Т., Падалки В.М. та ін. Значна увага вивченню особливостей та закономірностей функціонування ринку муніципальних цінних паперів приділяється також і в працях зарубіжних дослідників, зокрема, таких, як Барінов В.Т., Колесніков В.І., Костіков І.В., Рубців В.В., Пахомов С.Б., Лоренс Дж. Гітман, Френк С. Фабоці.

### **Невирішені раніше частини загальної проблеми**

На сьогоднішній день у науковій літературі досить ґрунтовно досліджуються питання розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні. Значна увага приділяється також і аналізу ризиків вкладень в облігації місцевих позик. У той самий час потребують вирішення завдання пошуку більш ефективних напрямків мінімізації ризиків інвестування в муніципальні облігації та підвищення їх надійності для інвесторів.

---

*Балацький Євген Олегович, кандидат економічних наук, доцент кафедри теоретичної і прикладної економіки ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України», м. Суми.*

© Є.О. Балацький, 2011

**Метою** статті є дослідження та систематизація ризиків інвестування в облігації місцевих позик в Україні, а також ідентифікація основних напрямків зниження цих ризиків для підвищення інвестиційної привабливості муніципальних цінних паперів.

#### **Виклад основного матеріалу**

Основними видами муніципальних цінних паперів, що можуть випускатися місцевими органами влади в Україні з метою мобілізації коштів на виконання місцевих програм соціально-економічного розвитку, є облігації внутрішніх і зовнішніх місцевих позик.

Муніципальним облігаціям у цілому притаманні такі ж особливості розміщення та обігу, як і іншим борговим цінним паперам. У той самий час вони характеризуються і певними відмінностями та специфічними рисами, які мають враховуватися інвесторами при ухваленні рішення щодо вкладення коштів у дані цінні папери.

На сьогоднішній день ринок муніципальних облігацій в Україні є недостатньо розвиненим, що пов'язано із рядом причин, зокрема: низькою децентралізацією місцевих бюджетів, існуванням значної кількості законодавчих обмежень, невідпрацьованістю механізму емісії муніципальних облігацій, низьким рівнем розвитку вітчизняного фондового ринку в цілому, невисокою зацікавленістю інвесторів у придбанні такого виду цінних паперів тощо.

Як правило, облігації місцевих позик, поряд із державними цінними паперами, відносять до групи найбільш надійних цінних паперів. Незважаючи на це, в Україні облігації місцевих позик поки що не отримали значного попиту серед інвесторів.

На зниження зацікавленості інвесторів щодо вкладення коштів у цей вид цінних паперів значним чином вплинув негативний досвід здійснення облігаційних позик м. Одеса та Автономної Республіки Крим. Так, у 1998 році органи місцевого самоврядування м. Одеси не змогли погасити основну частину зобов'язань перед інвесторами за випущеними облігаціями, внаслідок чого платежі за ними були заморожені на тривалий термін і в подальшому було здійснено рефінансування позики. Серед основних причин дефолту м. Одеси, як правило, називають нераціональну інвестиційну та боргову політику місцевого самоврядування, а також завищену відсоткову ставку за облігаціями [3].

На сьогоднішній день ризики інвестування в муніципальні облігації в Україні залишаються досить високими. Умовно сукупність цих ризиків можна систематизувати за 3 основними групами: правові ризики, економічні ризики (або ризики неплатежу) та макроекономічні ризики [4].

Узагальнена класифікація ризиків вкладень у муніципальні облігації надана на рис. 1.

Правові ризики передусім пов'язані із недосконалістю вітчизняної нормативно-правової бази, суперечністю або невизначеністю певних законодавчих положень у сфері муніципальних запозичень. Так, наприклад, в українському законодавстві не закріплені положення щодо можливостей впливу інвесторів на органи місцевого самоврядування в разі їх неплатоспроможності за муніципальними облігаціями [8].

При цьому якщо у більшості зарубіжних країн передбачені механізми погашення заборгованості за муніципальними облігаціями в разі дефолту органу місцевого самоврядування, то законодавством України визначено, що держава не несе відповідальності за борговими зобов'язаннями АРК і територіальних громад. Таким чином, уся відповідальність щодо своєчасного та повного погашення заборгованості за облігаціями місцевих позик цілком покладається на відповідну міську раду, що значним чином знижує надійність цих цінних паперів і гарантованість отримання виплат за ними.

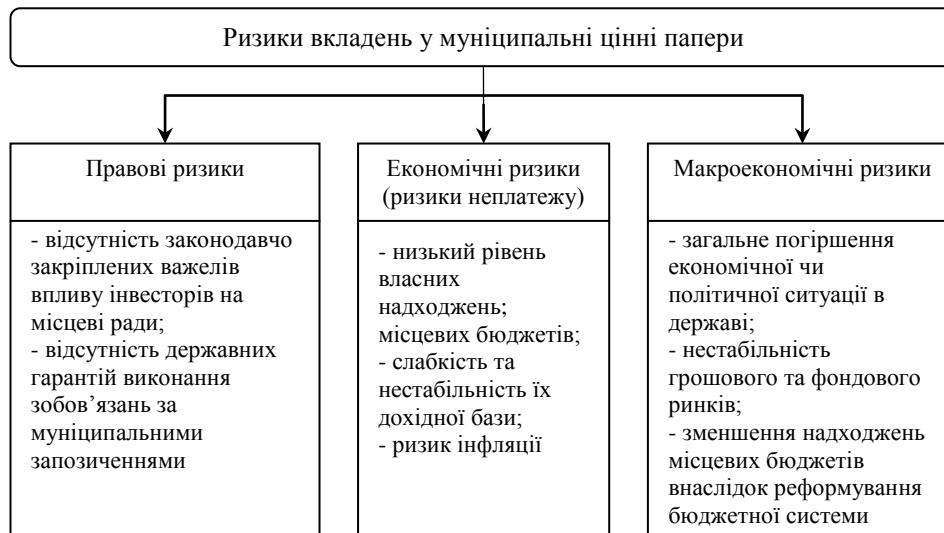


Рис. 1. Систематизація ризиків інвестування в муніципальні цінні папери в Україні

До суттєвих правових ризиків стосовно муніципальних облігацій можна віднести також ризики зміни правових норм як на загальнодержавному, міжнародному, так і на регіональному чи місцевому рівнях.

Важливу групу ризиків вкладень у муніципальні цінні папери складають ризики неплатежу, пов'язані з можливістю несвочасного або не в повному обсязі виконання зобов'язань міської ради за облігаціями місцевих позик. Виникнення ризику неплатежу може зумовлюватися різними факторами. Однією з основних проблем при поверненні залучених через емісію муніципальних облігацій коштів є відсутність стабільних та регулярних надходжень міського бюджету. Так, погашення заборгованості за облігаціями відбувається за рахунок коштів бюджету розвитку, джерелами наповнення якого є насамперед кошти від реалізації комунального майна та кошти, що передаються із загального фонду міського бюджету.

Крім того, значний вплив на спроможність міської влади погасити облігаційну позику має ризик інфляції, що полягає у знеціненні залучених коштів та зменшенні їх купівельної спроможності, що відповідно ускладнює можливість реалізації запланованого проекту. З точки зору інвесторів інфляція може призвести до знецінення вкладених коштів і доходів за муніципальними облігаціями [3].

Що стосується макроекономічних ризиків, то вони пов'язані із загальною зміною економічної чи політичної ситуації в країні та опосередковано впливають на можливості міської ради розраховуватися за своїми борговими зобов'язаннями. Зокрема, серед основних макроекономічних ризиків можна відзначити загальне погіршення кон'юнктури ринку, можливість економічного спаду чи фінансової кризи в країні, високу волатильність фондового та валютного ринків тощо.

Від ефективності управління зазначеними ризиками залежить розвиток ринку муніципальних облігацій в цілому та, зокрема, формування сприятливих умов здійснення запозичень місцевими радами і забезпечення високого рівня інвестиційної

привабливості муніципальних цінних паперів. При цьому основною групою ризиків як щодо їх пріоритетності з точки зору інвесторів, так і щодо можливостей управління є ризики неплатежу.

У практиці здійснення муніципальних запозичень можуть використовуватися різні способи мінімізації ризиків (рис. 2).

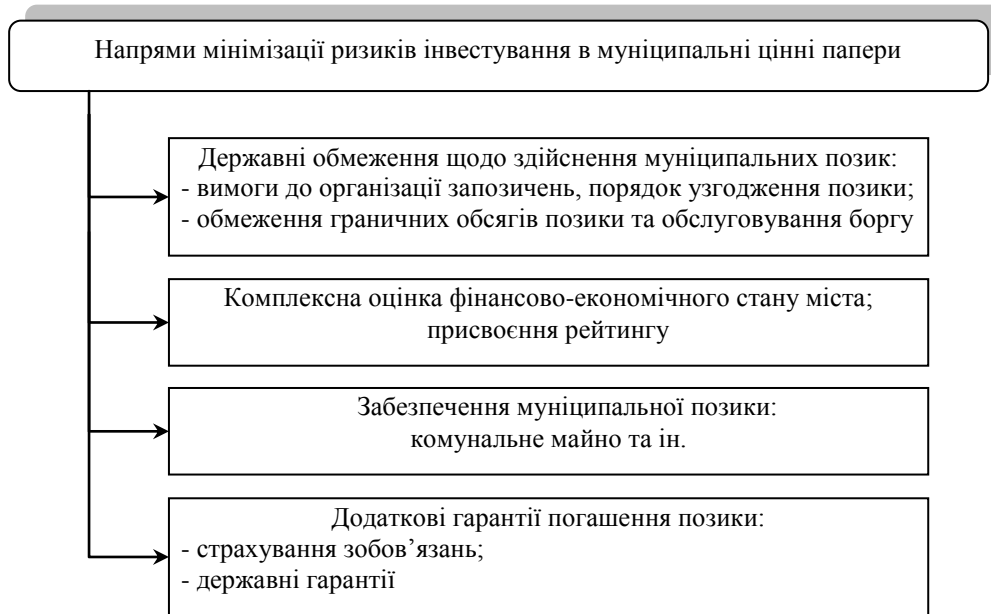


Рис. 2. Заходи щодо мінімізації ризиків інвестування в облігації місцевих позик

Традиційно для обмеження ризикованості здійснення муніципальних запозичень органами державної влади в законодавчому порядку встановлюється ряд вимог до організації випуску муніципальних облігацій, а також визначаються певні обмеження щодо граничних обсягів позики, витрат на обслуговування боргу тощо.

Одним із заходів щодо підвищення гарантованості повернення коштів за муніципальними облігаціями є встановлення забезпечення за позикою. Як таке забезпечення, як правило, є певне комунальне майно, нерухомість, природні ресурси чи майбутні надходження місцевого бюджету. При цьому наявність забезпечення муніципальних облігацій ще не виключає труднощів при проведенні розрахунків за позикою та здійсненні стягнення із заставленого майна. Так, проблеми можуть виникнути у зв'язку із низькою якістю такого майна або складністю та законодавчою неврегульованістю процедури його відчуження [8].

Поряд із традиційними формами забезпечення муніципальних позик для підвищення надійності вкладень у муніципальні цінні папери можуть використовуватися державні гарантії (в Україні на сьогоднішній день така практика відсутня), а також здійснюватися страхування відповідальності міських рад за муніципальними запозиченнями.

Однією з особливостей організації випуску муніципальних облігацій в Україні є обов'язкове отримання кредитного рейтингу, який є незалежною оцінкою фінансового

стану відповідної міської ради та ефективності провадження нею боргової політики. У даному випадку рейтингова оцінка позичальника є не стільки методом мінімізації ризиків, скільки інформаційною базою для ухвалення інвесторами обґрунтованих фінансових рішень щодо здійснення запозичень.

Спеціалізованим рейтинговим агентством, яке проводить незалежну оцінку кредитоспроможності позичальників в Україні та рейтингові оцінки якого визнаються Міністерством фінансів України, є «Кредит-рейтинг».

У ході оцінки кредитоспроможності міської ради «Кредит-рейтинг» використовує повну фінансову звітність муніципалітету, а також внутрішню інформацію, що надається міською радою, та за результатами проведеного аналізу присвоює міській раді або її борговим інструментам відповідний рейтинг за Національною рейтинговою шкалою.

Слід відзначити, що більшість українських міст, які отримали рейтингову оцінку своєї кредитоспроможності за Національною рейтинговою шкалою, характеризуються високим ступенем інвестиційної привабливості та забезпечують достатню надійність вкладень у муніципальні цінні папери. Це підтверджується тим, що рейтинги більшості з них належать до інвестиційного рівня (починаючи з uaBBB-) (рис. 3).

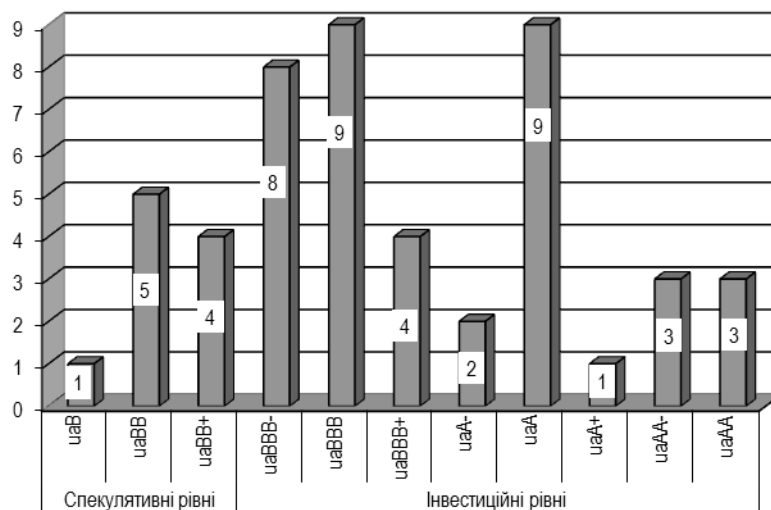


Рис. 3. Довгострокові кредитні рейтинги міст України та їх боргових зобов'язань за Національною рейтинговою шкалою станом на початок 2009 року [8]

Що стосується м. Сум, то за висновком рейтингового агентства «Кредит-рейтинг» основними факторами, що сприяють набуттю містом високих показників щодо можливостей отримання позики через емісію муніципальних зобов'язань, є: високий рівень його бюджетної забезпеченості з розрахунку на 1 мешканця порівняно із середніми показниками по країні; потужний економіко-виробничий комплекс міста, яким забезпечуються стабільні надходження до міського бюджету, а також невисокий рівень прямого боргу Сумської міської ради та невисокий прогнозний темп його зростання на наступний період. Так, станом на 1 січня 2011 р. обсяг прямого боргу Сумської міської ради склав 21,3 млн грн, що становить 4,1% від загального обсягу надходжень міського бюджету.

При цьому серед основних загроз, що визначають негативні умови здійснення запозичень Сумською міською радою, слід відзначити високу залежність бюджету міста від податкових надходжень від одного платника податків (а саме: близько 16% платежів отримується до бюджету від ПАТ «СМНВО ім. М. В. Фрунзе»), а також значну зношеність об'єктів інженерної і транспортної інфраструктури та житлового фонду міста, що вимагає значних капітальних вкладень у їх оновлення, при, водночас, високому рівні заборгованості населення за житлово-комунальні послуги з розрахунку на 1 мешканця [7].

У жовтні 2008 року рейтинговим агентством «Кредит-рейтинг» м. Сум був присвоєний довгостроковий рейтинг «uaA-» з прогнозом «стабільний» за Національною рейтинговою шкалою. Це свідчить про високу його кредитоспроможність як позичальника, втім рівень кредитоспроможності при цьому є досить чутливим до впливу негативних факторів комерційного, фінансового та економічного характеру. Для порівняння: довгостроковий кредитний рейтинг м. Полтави, присвоєний рейтинговим агентством «Кредит-рейтинг», був визначений на рівні «uaA». Впродовж наступних 2009–2011 рр. Сумська міська рада кожні півроку підтверджувала рівень свого кредитного рейтингу.

Слід зауважити, що зазначений рівень кредитного рейтингу надає право міській раді на проведення внутрішніх запозичень на суму 50 млн грн. Відповідно до цього у 2010 р. Сумська міська рада планувала здійснити випуск облігацій внутрішньої місцевої позики обсягом 50 млн грн. Залучені кошти планувалося спрямувати на фінансування бюджету розвитку міського бюджету, а саме: на придбання громадського транспорту, реконструкцію доріг, мереж освітлення та систем енергозбереження міста. Запозичення планувалося здійснити на термін 5 років за ставкою не вище 25% річних із щоквартальною виплатою відсотків за облігаціями [6]. За результатами проведеної рейтингової оцінки відсотковим облігаціям Сумської міської ради також був присвоєний рейтинг «uaA-».

Проте у зв'язку зі здійсненням заходів Міністерства фінансів України щодо обмеження обсягу боргу органів місцевого самоврядування випуск облігацій внутрішньої місцевої позики Сумської міської ради був призупинений.

Зазначені дії Міністерства фінансів України були пов'язані із необхідністю виконання домовленостей із Міжнародним валютним фондом щодо зниження загального обсягу внутрішнього і зовнішнього державного боргу для отримання наступного траншу кредиту від МВФ. Проте така ситуація, на думку вітчизняних експертів, суттєво обмежила можливості українських міст щодо реалізації ряду інвестиційних проектів, пов'язаних із оновленням міської інфраструктури та реконструкцією їх житлово-комунального комплексу. Так, за даними «Кредит-рейтинг», незважаючи на порівняно незначну участь українських міст на ринку муніципальних запозичень у попередні роки, у 2010 р. понад 10 міських рад планували здійснити емісію облігацій внутрішньої місцевої позики [2]. При цьому більшість із них вже мають позитивну кредитну історію та домовленості із потенційними інвесторами щодо розміщення облігацій місцевої позики.

#### **Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розробок у даному напрямку**

Сучасний розвиток ринку муніципальних облігацій в Україні стримується багатьма факторами, у тому числі низькою зацікавленістю інвесторів у придбанні облігацій місцевих позик внаслідок наявності негативного досвіду здійснення облігаційних позик,

**Є.О. Балацький. Мінімізація ризиків інвестування в облігації місцевих позик як основа розвитку муніципальних запозичень в Україні**

слабкості власної дохідної бази місцевих бюджетів та відсутності державних гарантій щодо проведення розрахунків за позиками. Таким чином, одним із пріоритетних завдань у рамках забезпечення розвитку муніципальних запозичень в Україні є впровадження комплексної системи заходів щодо мінімізації ризиків інвестування в муніципальні цінні папери та підвищення їх інвестиційної привабливості.

1. Варфоломєєв С. Український ринок муніципальних облігацій: аналітичний огляд / С. Варфоломєєв // Проект технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку «Впровадження пенсійної реформи в Україні» (компанія ПАДКО). – Київ, 2003. – 55 с. – Режим доступу : <http://www.pension.kiev.ua/files/MunicipalBonds.pdf>.
2. Заборона муніципальних позик обмежить фінансові можливості українських міст // Рейтингове агентство «Кредит-рейтинг». – 04.08.2010. – Режим доступу : <http://www.credit-rating.ua/ua/analytics/opinion/12737/>. – Назва з екрану.
3. Інвестиційне забезпечення соціально-економічного розвитку міста : монографія : у 2 т. Т. 2. Інструменти інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку міста / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України» ; ред. : А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 264 с.
4. Падалка В. М. Ризики муніципальних запозичень / В. М. Падалка // Фінанси України. – 2005. – № 2. – С. 114–122.
5. Петков Л. Муніципальні інвестиції та кредити : навчальний посібник / Л. Петкова, В. Проскурін. – Київ, 2006. – 158 с.
6. Про внесення на розгляд Сумської міської ради питання щодо здійснення внутрішнього запозичення до бюджету розвитку міського бюджету м. Суми у 2010 році // Рішення виконавчого комітету Сумської міської ради № 279 від 21.05.2010. – Режим доступу : [http://meria.sumy.ua/ua/documents/exec\\_committee\\_decisions/2010/05/279](http://meria.sumy.ua/ua/documents/exec_committee_decisions/2010/05/279). – Назва з екрану.
7. Рейтинговий звіт «SUMY 002-006 short» про оновлення кредитного рейтингу // Рейтингове агентство «Кредит-рейтинг». – 25.05.2011. – Режим доступу : [http://www.credit-rating.ua/ru/rate\\_history/22/111/](http://www.credit-rating.ua/ru/rate_history/22/111/). – Назва з екрану.
8. Самойлова Е. Чем рискует инвестор, вкладывая средства в муниципальные облигации? / Е. Самойлова // Кредит-рейтинг монитор; Рейтингове агентство «Кредит-рейтинг». – Режим доступу : <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/11399>. – Назва з екрану.

*Отримано 29.12.2010 р.*

**Є.О. Балацький**

**Минимизация рисков инвестирования в облигации местных займов как основа развития мунципального кредитования в Украине**

*В статье проанализированы основные риски инвестирования в муниципальные ценные бумаги и исследованы возможные направления минимизации данных рисков. Рассмотрены основы проведения рейтинговой оценки кредитоспособности городских советов для определения надежности облигаций местных займов.*

*Ключевые слова: муниципальные ценные бумаги, облигации местного займа, кредитный рейтинг города.*

**Ye.O. Balatskyi**

**Minimization of risks of investing in local bonds as the basis of municipal borrowings development in Ukraine**

*The main risks of investing in municipal securities are analyzed and possible ways of such risks mitigation are investigated in the article. The basic framework of creditworthiness rating estimation of municipalities within the identification of local bonds reliability is considered.*

*Keywords: municipal securities, bonds of local loan, credit rating of city.*