

Реалізація механізму емісії муніципальних облігацій на фінансовому ринку України

Запропоновано механізм емісії муніципальних облігацій, який включає комплексну систему заходів, що дозволить ефективніше організувати випуск муніципальних облігаційних запозичень та вчасно враховувати зміни, що виникають на фінансовому ринку. Виокремлено етапи проведення аналізу можливостей здійснення емісії та основні показники, оцінка яких дасть максимально об'єктивне бачення доцільності здійснення запозичення.

Ключові слова: емісія, муніципальна облігація, економічні показники, реалізація емісії, фінансовий ринок.

Муніципальна позика є одним з важливих інструментів залучення інвестиційних ресурсів, необхідних для фінансування проектів і програм розвитку регіону. Питання випуску муніципальних облігацій в Україні набуло актуальності, починаючи з 2003 р., в зв'язку з формуванням та коригуванням нормативної бази, що позитивно вплинуло на кількість та якість здійснених органами місцевої влади емісій. Незважаючи на явні переваги емісії муніципальних облігацій, практика свідчить, що ефективні емісії рідко застосовуються у вітчизняній практиці.

Проблеми підготовки та реалізації емісій муніципальних облігацій як на теоретичному рівні, так і на практиці розглядаються в роботах вчених-економістів: Г. Березде, К. Борисюк, І. Бурковського, П. Гайдучького, В. Гейця, Д. Гриджук, Ю. Кравченко, І. Кривов'язюка, Т. Ковальчука, О. Мендрул, В. Опарін, В. Падалки, І. Павленко, О. Савенко та ін. Водночас, з огляду на обмежену практику здійснення муніципальних облігаційних позик, в Україні механізми підготовки та реалізації емісій у методологічному плані розроблені недостатньо.

Тому метою даної статті є розробка методичних рекомендацій з реалізації механізму емісії на основі використання аналізу оптимальної за інформаційною насиченістю сукупності характеристик емісійної ситуації.

Використання муніципальних облігацій як позабюджетного джерела фінансування має багато позитивних моментів. Зокрема, з допомогою муніципальних облігацій можна змінити напрямок фінансових потоків, стимулювати розвиток інфраструктури регіонального ринку цінних паперів, управляти ціною позичкових ресурсів за посередництвом свого агента, диверсифікувати джерела залучення коштів, сприяти ліквідації касових розривів. Тим не менш, досить висока вартість їх реалізації та складна й тривала процедура створюють певні перешкоди, та можуть мінімізувати ряд вищеперелічених переваг. Тому запропонована нами комплексна система заходів побудови механізму емісії (рис. 1), розбита на три етапи (аналіз та оцінка можливостей здійснення емісії; розробка програми емісії; здійснення заходів щодо реалізації емісії та погашення облігацій), допоможе зробити процес підготовки та емісії муніципальних облігацій максимально ефективним.

Першим етапом є аналіз та оцінка можливостей здійснення емісії муніципальних облігацій, які здійснюються в такій послідовності:

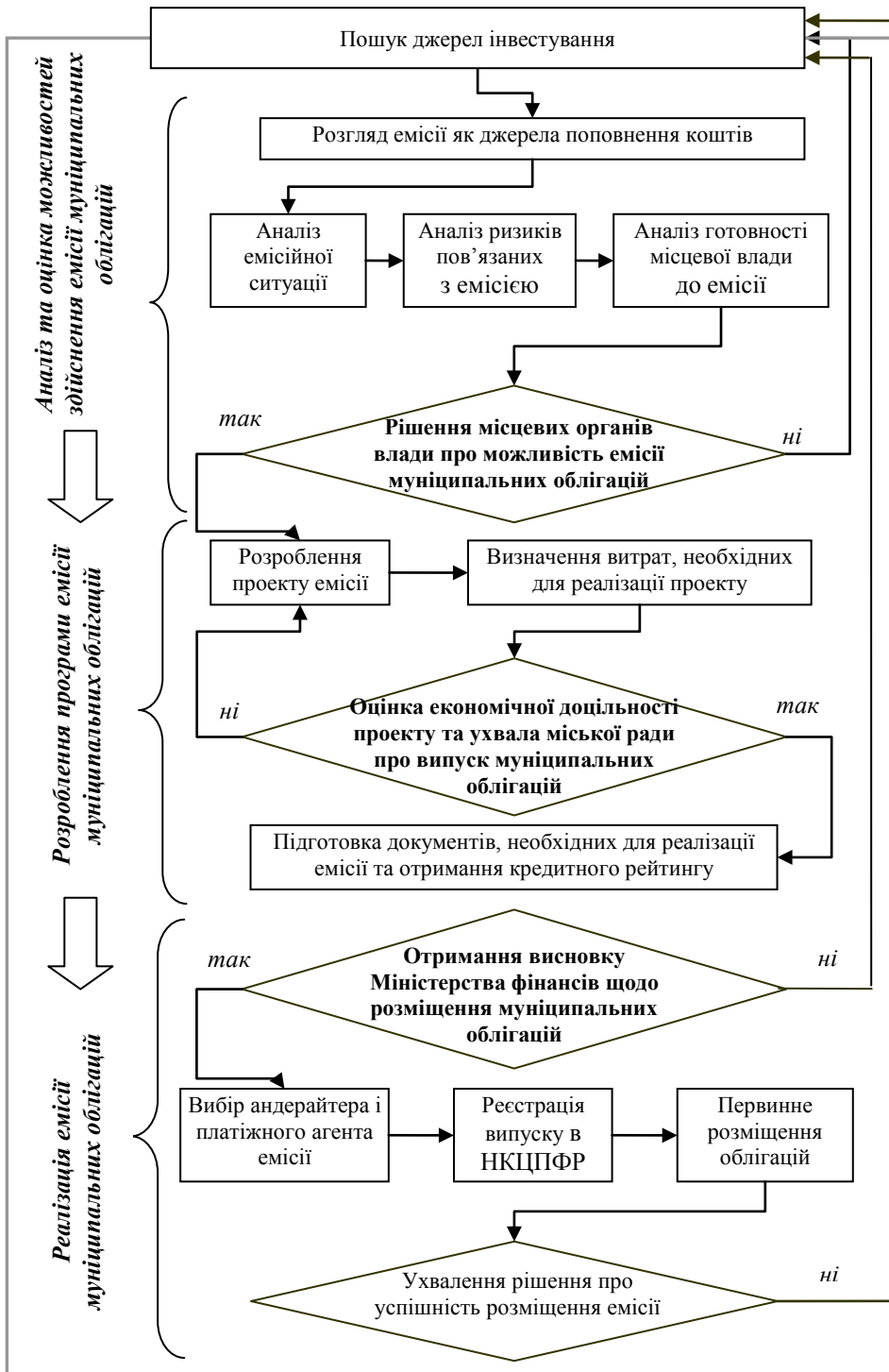


Рис.1 Алгоритм побудови механізму емісії муніципальних облігацій (розробка автора)

1. Аналіз емісійної ситуації, який включає дослідження загальних макроекономічних показників та оцінку стану ринку.
2. Аналіз ризиків, пов'язаних з емісією муніципальних облігацій.
3. Аналіз готовності органів місцевої влади та міста до проведення емісії муніципальних облігацій та необхідності залучення коштів таким шляхом.

До загальних макроекономічних показників, які досліджуються при аналізі емісійної ситуації, належать:

- загальні макроекономічні тенденції (інфляція, можливість отримання банківського кредитування тощо);
- соціально-політичні показники, що дають можливість оцінити інвестиційну ситуацію (політична стабільність, стан податкового законодавства, правове регулювання, тощо).

У процесі аналізу доцільності проведення емісії виникає питання про можливість її публічного розміщення. Це вимагає проведення аналізу загальнонаціонального та регіонального ринків цінних паперів. Для зручності дослідження ринків муніципальних облігацій пропонуємо проводити в такому порядку:

1. Аналіз кількісних параметрів українського ринку муніципальних облігацій як сегмента ринку облігацій надасть загальну вихідну інформацію про ринок. До них належать такі показники: кількість емісій муніципальних облігацій, що обертаються на фондовому ринку, їх динаміка в часовому періоді; частка ринку в загальних обсягах торгів; частка муніципальних облігацій в загальних обсягах торгів на організованому ринку; частка муніципальних облігацій в активах інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів; потенціал росту ринку (сегмента ринку).

2. Аналіз ринку потенційних інвесторів і класифікація останніх відповідно до таких характеристик: географічна приналежність інвестора до регіону, в якому здійснюється емісія; інвестиційні очікування; схильність до ризику; об'єм коштів, призначених для інвестицій; цілі, що ставляться при інвестуванні в місто, розташоване в певному регіоні та, відповідно, пріоритети інвестора; процес прийняття інвестиційних рішень і т. д.

Проведений аналіз сприятиме вибору емітентом найкращих параметрів фінансового інструменту, а також дозволить спрогнозувати реальні шанси та темпи розміщення емітованих муніципальних облігацій.

3. Аналіз результатів та досвіду здійснених в Україні емісій іншими муніципальними органами влади дозволить визначити рівень чутливості реагування фондового ринку на появу нової емісії та її об'єми, оцінити можливі загрози та потенційні переваги майбутнього випуску муніципальних облігацій.

4. Розвиток інфраструктури ринку муніципальних облігацій аналізується через оцінку: організаційного забезпечення (наявність на регіональному ринку ЦП потенційних андеррайтерів, організаторів випуску, професійних консалтингових компаній та юридичних радників), технічне забезпечення (присутність у регіоні зберігачів ЦП); інформаційне забезпечення функціонування ринку облігацій тощо.

Результати проведеного аналізу дозволять розглянути загальну інвестиційну ситуацію, виявити істотні процеси, що відбуваються під час емісій та оцінити можливості виходу органів місцевого самоврядування на організований ринок цінних паперів.

Наступним кроком у процесі прийняття рішення про випуск муніципальних облігацій є аналіз та оцінка різних видів ризику, пов'язаних з емісією та подальшим обігом облігацій. Чітке бачення ризиків, яким можуть бути піддані як емітенти, так і інвестори, та здійснення заходів з їх мінімізації є необхідними умовами для створення надійного, ліквідного фінансового інструменту.

Основні теоретико-методичні положення щодо визначення ризиків висвітлюються в публікаціях вітчизняних та зарубіжних науковців [2; 5-7]. Найсуттєвіші види ризиків на ринку муніципальних облігацій можна умовно розділити на такі групи: зовнішні ризики та внутрішні ризики.

Основними рисами зовнішніх ризиків є те, що вони виникають з причин, не залежних від емітента; не можуть бути усунені безпосередньо самим емітентом (без втручання інших органів та установ) і тим більше інвестором та практично впливають як на емітентів, так і на інвесторів.

Основними рисами внутрішніх ризиків є те, що вони виникають у результаті діяльності емітента; більшість інструментів їх мінімізації перебуває в розпорядженні і залежать від інвестиційної політики емітента, а їх негативному впливу більш піддані інвестори.

Прийняття рішення про випуск муніципальних облігацій емітент має базувати на результатах аналізу фінансово-господарської діяльності та інших факторів, що впливатимуть на формування позитивного іміджу емітента та вказують на його готовність до емісії. Зокрема, для цього слід дослідити такі показники:

- *Економічну ситуацію органу місцевого самоврядування* – зокрема, здійснити: аналіз доходів та витрат бюджету з подальшим виявленням постійного чи тимчасового дефіциту (допоможе визначити, чи потреба в додаткових коштах є постійною чи разовою); аналіз обсягів, структури та динаміки зростання податкових надходжень до місцевого бюджету (дозволить оцінити кредитоспроможність позичальника) і т. д.
- *Соціально-демографічну ситуацію* – зокрема, здійснити: аналіз рівня життя населення регіону (відсоток та динаміка зростання середнього класу, кількість та частка безробітних і т. д.); аналіз соціальних проблем регіону та оцінка майбутніх обсягів фінансування соціальних програм.
- *Реальну вартість використання альтернативних джерел* залучення фінансових ресурсів (банківських кредитів тощо), що дозволить говорити про доцільність використання саме механізму випуску облігацій внутрішньої місцевої позики.
- *Менеджмент органу місцевого самоврядування*, що передбачає наявність у відповідних департаментах кваліфікованих працівників.
- *Рівень інформаційної відкритості органів місцевої влади* та досвід у співпраці з засобами масової інформації щодо інформування населення та інших зацікавлених суб'єктів про поточні соціально-економічні заходи, які організовують органи місцевого самоврядування.

Дослідження показують, що на ефективність реалізації муніципальних облігацій впливають не лише високі економічні показники розвитку регіону, але й наявність кваліфікованих службовців, рентабельних інвестиційних проектів, максимальна прозорість та відкритість РЦП. Якщо аналіз перелічених факторів вказує на існування певних невідповідностей встановленим вимогам, доцільним є відкладення емісії на подальші періоди або пошук інших джерел фінансування.

Другим етапом є розробка програми емісії, що включає проведення такої роботи:

1. Розробка проекту емісії, що передбачає: встановлення конкретних цілей, під які буде здійснюватись емісія муніципальних облігацій; визначення кола потенційних інвесторів; вибір шляхів забезпечення емісії; встановлення параметрів емісії (обсягів, номіналу, виду, форми випуску, термінів та максимальної величини прийнятної процентної ставки);

2. Визначення витрат та їх допустимих меж, які понесе орган місцевого самоврядування при організації і здійсненні емісії.

3. Оцінка економічної доцільності розробленого проекту та прийняття Миською радою ухвали рішення про здійсненні запозичення до місцевого бюджету у формі облігацій.

4. Вибір рейтингового агентства і отримання кредитного рейтингу.

5. Підготовка документів, необхідних для отримання позитивного висновку Міністерства фінансів України щодо відповідності проекту рішення про здійснення запозичень вимогам, установленим бюджетним законодавством.

Слід зазначити, що на цьому етапі органам місцевого самоврядування доцільно звернутися до фінансового консультанта, який зможе на більш професійному рівні та за коротші терміни допомогти в оцінці, аналізі та реалізації усіх необхідних кроків на шляху організації випуску муніципальних облігацій. В українській практиці останніх років найчастіше в ролі фінансових консультантів, радників, а за сумісництвом і організаторів та андеррайтерів виступають великі та середні банки, які, поєднуючи усі ці функції, називаються лід-менеджерами. Також, з огляду на складну юридичну структуру випуску муніципальних облігацій, у процесі підготовки проекту емісії та на інших етапах важливе місце займає незалежний юридичний радник (юридична фірма).

Пропонується при розробці проекту емісії визначити насамперед конкретні цілі, на які спрямовуватимуться залучені в її результаті кошти.

Покупців муніципальних облігацій можна розділити на три групи: індивідуальні інвестори; приватні підприємства; інституційні інвестори.

За законодавством України орган місцевого самоврядування як юридична особа має нести повну відповідальність за свої дії або бездіяльність, що призведе до певних збитків. Тим не менш, емітент самостійно приймає рішення, чи і в який спосіб забезпечувати свої зобов'язання.

З-поміж багатьох видів забезпечення органи місцевого самоврядування можуть скористатися з: застави власних активів (у випадку застави як механізму гарантії ЦП емітент повинен врахувати такі законодавчі нюанси: розмір застави повинен на 25% перевищувати величину облігаційної позики, а об'єктом застави повинна виступати комунальна власність і ні в якому разі інфраструктура району, його бюджет, включаючи податки, державну власність та цільові фонди); надання гарантії українським банком (банк, що надає емітенту послуги з організації та розміщення муніципальних облігацій, може за домовленістю з емітентом виступити поручителем і гарантувати майбутнім інвесторам повернення їх коштів. Однак така форма забезпечення у зв'язку з перейняттям банком на себе вищого ризику здорожує вартість здійснення емісії муніципальних облігацій); забезпечення позики через майбутні надходження від експлуатації об'єктів, що реалізуються за рахунок коштів, отриманих від продажу облігацій (використання цього джерела буде можливим лише за наявності

чітко прорахованого технічно-економічного обґрунтування і врахування в термінах обігу облігацій термінів, за яких проект стане прибутковим).

На основі прийнятих рішень встановлюються параметри та технологія розміщення емісії.

Визначення параметрів емісії включає обґрунтування обсягу емісії, встановлення номіналу облігації, форми випуску, прийняттого для емітента розміру процентної ставки, терміну обігу облігацій та строків виплат процентів наявність забезпечення випуску облігації.

Після розробки проекту емісії потрібно провести ґрунтовний аналіз запланованих витрат на його реалізацію. Основні витрати, пов'язані з випуском муніципальних облігацій, можна згрупувати наступним чином:

1. Початкові витрати, пов'язані зі створенням та урухомленням фінансового інструменту – муніципальних облігацій. А саме: прямі витрати емітента на організацію емісії; непрямі – витрати керівництва муніципалітету на організацію нової емісії; опосередковані витрати емітента – витрати, пов'язані зі сплатою комісії андеррайтеру;

2. Витрати, пов'язані з обслуговуванням боргу, можна розділити на три групи з огляду на частоту виплати процентів за облігаціями (табл. 1):

- сплата процентів за облігаціям раз на рік;
- сплата процентів за облігаціями частіше, ніж раз на рік (щомісячно, щоквартально, щопівроку тощо);
- сплата процентів за облігаціями в кінці терміну обігу облігацій.

Видатки на обслуговування боргу місцевих бюджетів не можуть щорічно перевищувати 10 відсотків видатків від загального фонду відповідного місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, коли планується обслуговування боргу [1], тож проведений аналіз витрат та інших характеристик емісії служить базою для подальшого рішення міської ради щодо економічної доцільності розробленого проекту, тобто спроможності з допомогою емісії муніципальних облігацій задовольнити потреби органів місцевого самоврядування в інвестиційних коштах.

У разі прийняття ухвали міської ради про випуск муніципальних облігацій відбувається наступний крок, що передбачає подання в Міністерство фінансів проекту рішення щодо випуску муніципальних облігацій та отримання висновку про відповідність проекту рішення про здійснення запозичень вимогам, установленим бюджетним законодавством.

Після отримання позитивного висновку Міністерства фінансів та незалежної рейтингової оцінки слід розпочинати етап реалізації емісії.

Третій етап – реалізацію емісії, іншими словами – організацію розміщення облігацій внутрішньої місцевої позики, слід розпочати з вибору організатора або андеррайтера (якщо емітент не зробив цього в ході попередніх підготовчих робіт). Такі фінансові посередники є важливими елементами інфраструктури ринку цінних паперів, без яких випуск та розміщення облігацій органів місцевого самоврядування були б процесом значно тривалішим і затратнішим.

Вважаємо, що за зразком ринків капіталів високорозвинених країн найбільшої популярності на ринку муніципальних облігацій набудуть три форми андеррайтинга:

- *best efforts underwriting* – андеррайтер не зобов'язаний купувати облігації, що не були придбані інвесторами, а лише має докласти максимальних зусиль, щоб розмістити емісію в повному обсязі;

Таблиця 1

Методи оцінки витрат, пов'язаних з виплатою процентів за облігаціями

Частота виплат та характеристика методу оцінки витрат	Формула розрахунку
1. Оцінка витрат, що понесе емітент у разі виплати процентів за облігаціями раз на рік розраховується через показник – щорічні витрати на виплату процентів на 1 облігацію (C_r)	$C_r = N \times q,$ де N – номінал облігації; q – купонна ставка (процентна ставка за облігаціями)
2. Витрати емітента, пов'язані зі сплатою % частіше ніж раз на рік, слід оцінювати з урахуванням фактору часу, що впливає на зміну вартості грошей. Для цього слід розраховувати номінальні і реальні витрати емітента на виплату процентів , що покажуть точніше, які втрати понесе емітент при збільшенні частоти виплат процентів. При чому, частоти виплат процентів прямо пропорційно впливає на збільшення реальних витрат (втрат) емітента.	$C_{nom} = N \times \frac{q}{m},$ де C_{nom} – разові (номінальні) витрати на виплату процентів; m – кількість нарахувань % в рік. $C_{real} = N \times \frac{q}{m} \times FVIFA(i, n)$ де $FVIFA$ – Future Value Interest Factor Annuities (процентний фактор майбутньої вартості анuitету), що розраховується як: $FVIFA(i, n) = \frac{(1+i)^n - 1}{i}$ де i – ринкова процентна ставка (можна взяти середню ставку по банків депозитах); n – термін до погашення облігацій.
3. Оцінка витрат, що понесе емітент у разі виплати процентів за облігаціями в кінці терміну обігу облігацій, слід розраховувати за складною процентною ставкою. Причому, сплата процентів в кінці терміну буде вигідною для емітента, якщо в країні прогнозується зростання вартості грошей. І навпаки, при різкому падінні вартості грошей (ринкової процентної ставки) реальні витрати емітента з обслуговування боргу зростуть.	$C_{end} = N \times (1+q)^n,$ де C_{end} – сума процентів, яку сплатить емітент в кінці терміну обігу облігацій. n – термін до погашення облігацій

* Складена автором з використанням даних [4, с. 204–208, 257–259]

- *stand-by underwriting* – *андеррайтер* гарантує викуп усіх непроданих облігацій у емітента, а це гарантія для органу самоврядування отримати заплановані кошти від здійсненої емісії незалежно від попиту інвесторів на даний інструмент позики.
- *firm commitment underwriting* – це зобов'язання гаранта викупити весь обсяг емітованих облігацій або їх частку і повне перейняття ризику, пов'язаного з розміщенням цінних паперів [3].

Не менш важливу роль для емітента відіграє і платіжний агент (ним найчастіше виступає сам андеррайтер випуску – великий або середній український банк), який уповноважений емітентом виплачувати відсотки за облігаціями та здійснювати їх погашення після отримання коштів від емітента.

Саме з допомогою організатора емісії та / або андеррайтера відбувається оформлення інформації про випуск муніципальних облігацій, що подається до реєстрації в реєструвальний орган – НКЦПФР.

Перспективна емісія (інформації про випуск муніципальних облігацій) є необхідною умовою реалізації емісії, оскільки вимагається чинним законодавством та друкується в одному з офіційних органів преси Верховної Ради України або Кабінету Міністрів України чи НКЦПФР. Розроблений проспект емісії повинен містити такі дані [1]: відомості про емітента, відомості про фінансовий стан емітента, інформацію про попередні випуски облігацій, відомості про даний випуск облігацій, порядок розміщення облігацій, порядок виплати доходу за облігаціями, умови і строк обігу облігацій, порядок погашення облігацій, відомості про платіжного агента, відомості про депозитарій, відомості про організаторів торгівлі, з якими укладено угоди на проведення розміщення облігацій.

Якщо подані документи відповідають чинному законодавству і вимогам, встановленим НКЦПФР, то відбувається реєстрація інформації про емісію облігацій (протягом 30 днів з моменту подання заяви і необхідних документів до реєстраційного органу).

Наступним кроком є організація первинного розміщення муніципальних облігацій, що значною мірою залежить від двох факторів:

- інформаційної прозорості і відкритості емітента, що передбачає надання банку-менеджеру та потенційним інвесторам необхідної інформації щодо місцевого бюджету та інвестиційних планів, а також активну участь у презентації випуску облігацій. На цій стадії дуже доречними будуть презентаційні матеріали про емітента, а також особиста присутність на презентації топ-менеджменту регіональних органів законодавчої і виконавчої місцевої влади;
- професійності банку – менеджера випуску, що передбачає добре знання його спеціалістами не лише потреб емітента, але й уміння визначити й задовольнити потреби інвесторів, аналізувати та прогнозувати зміни в кон'юктурі ринку тощо. Крім надання традиційних послуг, кваліфікований менеджер може надати реальні інвестиційні консультації, в т. ч. з оптимізації фінансових, інформаційних і управлінських потоків емітента.

Укладання договорів купівлі-продажу облігацій та проведення розрахунків за проданими облігаціями (через платіжного агента) є подальшими кроками в разі успішного проведення первинного розміщення облігацій. Після чого відбувається оформлення тимчасового глобального сертифікату на весь випуск облігацій, якщо останній здійснюється у бездокументарній формі, та розміщення інформації щодо підсумків первинного розміщення облігацій.

Емісію можна вважати ефективною, якщо вдається досягнути таких результатів:

1. Відповідність між величиною коштів, які планувалось залучити, та величиною коштів, за яких інвестиційний проект можливо зреалізувати.

2. Забезпечення формування на ринку позитивної репутації органу місцевого самоврядування та його влади, що здійснили емісію.

3. Забезпечення обігу даного фінансового інструменту на організаційно оформлених фондових ринках.

Викладений підхід до побудови механізму емісії заснований на аналізі чинників макро- та мікрорівня в їх тісному взаємозв'язку, що дозволяє не тільки з'ясувати можливість залучення коштів, необхідних для розвитку регіону, але й оцінити можливі наслідки здійснення емісії муніципальних облигацій та в ході її реалізації усунути певні недоліки.

Список використаних джерел

1. Положення про порядок випуску облигацій внутрішніх місцевих позик, затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 07.10.2003 №414). — Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0982-03>.
2. Ивасенко А. Г. Банковские риски / А. Г. Ивасенко . — М. : Вузовская книга, 1998. — 148 с.
3. Лапішко З. Я. Вплив фінансових установ на розвиток ринку муніципальних облигацій України і Польщі / З. Я. Лапішко // Вісник соціально-економічних досліджень : [зб. наук. праць ; Одес. нац. економ. ун-т]. — 2006. — Вип. 24. — С. 116-122.
4. Лапішко М. Л. Основи фінансово-статистичного аналізу економічних процесів / М. Л. Лапішко. — Львів : Світ, 1995. — 328 с.
5. Рэдхэд К. Управление финансовыми рисками / К. Рэдхэд, С. Хьюс. — М. : Инфра-М, 1996. — 236 с.
6. Томлянович С. А. Управление инвестиционными рисками и развитие инфраструктуры фондового рынка / С. А. Томлянович. — Режим доступу : http://www.piterned.ru/articles/invest_ajldr/ypravlenie_investitcio.html.
7. Райс Т. Финансовые инвестиции и риск / Т. Райс, Б. Койли ; перев. с англ. — К. : Торгово-издательское бюро ВНВ, 1995. — 590 с.

Лапішко З. Я. Реалізація механізму емісії муніципальних облигацій на фінансовому ринку України.

Предложен механизм эмиссии муниципальных облигаций, включающий комплексную систему мер, что позволит более эффективно организовать выпуск муниципальных облигационных займов и своевременно учитывать изменения, возникающие на финансовом рынке. Выделены этапы проведения анализа возможностей осуществления эмиссии и основные показатели, оценка которых даст максимально объективное видение целесообразности осуществления заимствований.

Ключевые слова: эмиссия, муниципальная облигация, экономические показатели, реализация эмиссии, финансовый рынок.

Lapishko Z. Ya. Implementation of the Mechanism of Municipal Bonds Emission in the Ukrainian Financial Market.

Mechanism of municipal bonds emission which includes a complex system of measures is proposed that will enable more efficient to organize municipal bond issuance as well as timely taking into consideration the changes that occur on the financial market. The stages of conducting of the analysis of opportunities for emission implementation as well as main indicators, assessment of which will give the most objective vision of borrowings expediency are allocated.

Key words: emission, municipal bond, economic indicators, emission implementation, financial market.

Надійшло 26.06.2013 р.