DOI https://doi.org/10.30525/978-9934-26-033-9-28

ТЕОРЕТИКО-ПРАВОВІ ЗАСАДИ ЕМІСІЇ ОБЛІГАЦІЙ МІСЦЕВИХ ПОЗИК

Фокша Л. В.

ВСТУП

Прагнення України до зміцнення фінансового забезпечення регіонів, вирішення наявних соціально-економічних проблем нерозривно пов'язано з можливістю територіальної громади самостійно формувати й розпоряджатися фінансовими ресурсами. При цьому важливим фактором стабільності й економічного піднесення як регіонів, так і держави загалом має стати науковий підхід до розробки стратегії розвитку. Тому вагомого значення набуває саме теоретико-правовий аналіз інструментів залучення додаткових фінансових ресурсів до місцевих бюджетів.

Закріплення права органів місцевого самоврядування на здійснення місцевих запозичень дає можливість територіальним громадам самостійно вирішувати питання створення, приросту чи оновлення стратегічних об'єктів довготривалого користування, забезпечувати створення додаткових робочих місць і підвищувати рівень надання соціальних послуг населенню. Проте недосконалість та іноді суперечливість правового регулювання зумовлюють заниження в Україні ролі запозичень як альтернативного джерела мобілізації фінансових ресурсів органами місцевого самоврядування. Водночас досвід розвинутих країн свідчить про позитивний вплив позикових коштів на соціально-економічний розвиток адміністративно-територіальних одиниць за умови виваженої державної й регіональної політики у сфері регулювання місцевих запозичень.

Дослідженню теоретичних і практичних аспектів функціонування ринку державних і муніципальних цінних паперів присвятили праці такі вітчизняні та зарубіжні вчені, як С.В. Глущенко, І.Б. Заверуха, В.Г. Залевський, О.В. Ішутіна, О.П. Кириленко, Д.Є. Кошель, О.П. Орлюк, В.М. Падалка, М.М. Пастернак, С.Б. Пахомов, І.І. Розпутенко, В.О. Рябцев, С.А. Сазонов, Ю.П. Синицька, В.П. Харицький, В.П. Ходаківська та ін. У працях учені висвітлюють такі проблемні питання, як процедура випуску державних і муніципальних облігацій, їх правове забезпечення як в Україні, так і в країнах з розвинутою та перехідною економіками, також досліджується ринок державних і місцевих цінних паперів і їх привабливість для інвесторів.

Але, незважаючи на здобутки вчених в Україні, і досі відсутнє комплексне теоретико-правове дослідження питань здійснення випуску облігацій місцевих позик.

1. Правовий зміст місцевих запозичень

Обмеженість фінансових ресурсів, що є в розпорядженні органів місцевого самоврядування, ускладнює можливості фінансування програм соціально-економічного розвитку територій. У цих умовах ефективним і зручним інструментом вирішення завдань, пов'язаних із залученням необхідних коштів для фінансування тих чи інших інвестиційних проектів, спрямованих на покращення місцевої інфраструктури, є місцеві запозичення.

Умови, підстави й основні принципи здійснення місцевих запозичень в Україні регулюються нормами, що представлені в Бюджетному, Цивільному кодексах України, Законі України «Про місцеве самоврядування в Україні» від 21.05.1997 № 280/97-ВР, Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV тощо.

Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI[1] (далі – БКУ) закріплює визначення місцевого запозичення як операції з отримання до бюджету Автономної Республіки Крим, обласного чи міського бюджету кредитів (позик) на умовах повернення, платності та строковості з метою фінансування бюджету Автономної Республіки Крим, обласного чи міського бюджету.

Стаття 74 БКУ конкретизує призначення та мету здійснення запозичень і зазначає, що місцеві запозичення здійснюються з метою фінансування бюджету розвитку:

– бюджету Автономної Республіки Крим, міських бюджетів і використовуються для створення, приросту чи оновлення стратегічних об'єктів довготривалого користування або об'єктів, що забезпечують виконання завдань Верховної Ради Автономної Республіки Крим і міських рад, спрямованих на задоволення інтересів населення Автономної Республіки Крим і міських територіальних громад;

– обласних бюджетів і використовуються для створення, приросту чи оновлення стратегічних об'єктів довготривалого користування або об'єктів, що забезпечують виконання завдань обласних рад, спрямованих на задоволення спільних інтересів територіальних громад області, відновлення та реконструкцію об'єктів спільної власності територіальних громад або державної власності, що перебувають в управлінні обласних рад, обласних державних адміністрацій, а також будівництва, реконструкції, капітального ремонту автомобільних доріг загального користування державного, місцевого значення.

[1] Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 р. № 2456-VI. *Відомості Верховної Ради України.* 2010. № 50–51. Ст. 572.

Тобто кошти, що залучаються за рахунок здійснення запозичень, спрямовуються переважно на розвиток основних фондів, мають інвестиційне призначення, що посилює можливості органів місцевого самоврядування самостійно забезпечувати фінансування проектів розвитку.

Здійснення місцевих запозичень дає змогу перевести певну кількість об'єктів з фінансування за рахунок доходів бюджетів на інвестування. Але при цьому варто враховувати інвестування, засноване на запозиченнях, має орієнтуватися на їх своєчасному поверненні. Тобто на першому місці в інвестиційній програмі місцевих органів влади й органів місцевого самоврядування мають бути критерії економічної ефективності.

М.М. Пастернак у дисертаційній роботі визначає характерні особливості запозичень: вони є формою інвестиційних відносин, які утворюються на фінансовому ринку; для інвестора запозичення завжди виступає як капітал-власність, який надається позичальнику на певних умовах; економічною формою використання запозичення є капітал-функція (навіть якщо запозичення безпосередньо не набуває форми капіталу); кредитування або придбання облігацій здійснюється за умови конкурентної боротьби[2].

Як фінансова-правова категорія місцеве запозичення характеризуються такими особливостями:

– має добровільний і договірний характер;

– здійснюється на умовах строковості, повернення і платності;

– залучені за рахунок запозичень кошти мають інвестиційне призначення;

– погашення боргових зобов'язань, що виникають у результаті здійснення запозичення, здійснюється за рахунок бюджетних коштів.

Згідно з Постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень» від 16.02.2011 № 110, місцеві запозичення можуть здійснюватися у формі укладення договорів позики (кредитних договорів); емісії облігацій місцевих позик (для Верховної Ради Автономної Республіки Крим або міської ради).

Критеріями, що впливають на вибір інструменту запозичення, можна визнати визначені органом місцевого самоврядування обсяги необхідних фінансових ресурсів; ступінь розвитку ринкової інфраструктури; соціальну значущість об'єкта, що планується фінансувати за рахунок акумульованих коштів.

[2] Пастернак М.М. Місцеві позики як інструмент фінансування соціально-економічних програм органів місцевого самоврядування : дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01. Ірпінь, 2001. 220 с.

2. Облігаційна позика як правова й економічна категорія

Сьогодні в Україні, як і цілому світі, у структурі місцевих запозичень переважає випуск місцевих цінних паперів. Ця перевага простежується як у кількісному, так і в грошовому вираженні. За даними інформаційного агентства Cbonds, в обігу знаходяться муніципальні облігації 43 країн на загальну суму 2 трлн. USD. Лідерами випусків є Китай, ЄЕС, Корея, Канада. На європейському ринку в обігу знаходяться муніципальні облігації 25 країн на загальну суму 170,6 млрд. EUR. На країни ЄЕС припадає 68% за кількістю випусків і майже 70% за обсягом. В Україні про системність і значимість муніципальних запозичень говорити ще зарано, загалом протягом 2015–2019 рр., за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку,було зареєстровано лише 6 випусків облігацій внутрішньої місцевої позики.

Регулювання питання здійснення запозичень шляхом випуску облігацій місцевих позик забезпечується низкою нормативних актів, а саме БКУ, Цивільним кодексом України, Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 № 448/96-ВР, Законом України «Про Депозитарну систему України» від 06.07.2012 № 5178-VI, Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, також підзаконними нормативними актами, серед яких – Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень» від 16.02.2011 № 110, Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу» 29.04.2014 № 578, та іншими нормативно-правовими актами.

Поняття «облігація» закріплено в ст. 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, визначається як цінний папір, що посвідчує внесення його першим власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбачений проспектом або рішенням про емісію цінних паперів (для державних облігацій України – умовами їх розміщення) строк і виплатити доход за облігацією, якщо інше не передбачено проспектом або рішенням про емісію цінних паперів (для державних облігацій України – умовами їх розміщення). Однією з головних ознак муніципальних цінних паперів є специфіка статусу їх емітента – органу місцевого самоврядування як публічно-правового утворення. Тобто облігації місцевих позик слугують одним зі способів оформлення публічних запозичень.

Дослідження облігаційної форми місцевих запозичень як економічної та фінансової категорії здійснила М.М. Пастернак. Науковець зазначає, що як економічна категорія облігаційна позика

виражає відносини власності між позичальником та інвестором, що фактично виступає як кредитор, як фінансова – відносини з приводу утворення й функціонування капіталу, запозичення якого здійснюється через реалізацію повноважень органів місцевого самоврядування[3].

Як правова категорія облігаційна позика виражає договірні відносини між емітентом (позичальником) та інвестором (позикодавцем), що оформленні облігаціями. Отже, облігації є цінними паперами, що закріплюють право інвесторів на отримання при погашенні облігацій їх номінальної вартості; отримання доходів у вигляді відсотків, що нараховуються виходячи з номінальної вартості облігацій; пред'явлення облігацій до викупу в порядку, передбаченому умовами розміщення, в обсягах і в строки, визначені рішенням про випуск облігацій.

Аналіз досліджень вітчизняних і зарубіжних науковців дав змогу виділити низку переваг облігаційної форми місцевих запозичень порівняно з іншими механізмами акумулювання додаткових грошових ресурсів на ринку позикового капіталу:

– зниження вартості запозичень (емісія облігацій дає можливість знижувати відсоткові ставки щодо запозичених ресурсів, мобілізуючи на внутрішньому фінансовому ринку вільні кошти фізичних і юридичних осіб, фінансових установ. Широке коло інвесторів забезпечує можливість запозичення на більш привабливих умовах порівняно із залученням на ці цілі прямих кредитів комерційних банків);

– установлення умов запозичень самостійно органами місцевого самоврядування з урахуванням можливостей і потреб регіону;

– удосконалення інфраструктури регіональних фондових ринків (успішне проведення облігаційних запозичень відіграє важливу роль у поліпшенні інвестиційного клімату в регіоні, створює потужний імпульс розвитку інфраструктури регіональних фондових ринків[4], що позитивно впливає, у свою чергу, на розвиток вітчизняного фондового ринку та забезпечує його інтеграцію в міжнародний ринок капіталу);

– сприяння міжрегіональному руху капіталів (емісія облігацій місцевих позик дає змогу вирішити гостру проблему залучення капіталу зі столиці до регіонів. Процес доступу регіонів до столичних фінансових ресурсів, що становлять близько 82% сукупних активів українських комерційних банків, ускладнюється через відносну слабкість філіальної мережі київських комерційних банків. При цьому ринок міжбанківських кредитів також не в змозі повністю забезпечити доступ регіонів до сконцентрованих у Києві грошових ресурсів через низькі ліміти міжбанківського кредитування, установленого для

[3] Пастернак М.М. Місцеві позики як інструмент фінансування соціально-економічних програм органів місцевого самоврядування : дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01. Ірпінь, 2001. 220 с.

[4] Ходаківська В.П., Данілов О.Д. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник. Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. 501 с.

більшості регіональних комерційних банків. Прискорений розвиток ринку емісійних боргових цінних паперів стає необхідною умовою ефективного міжрегіонального руху капіталу[5]);

– сприяння трансформації вільних коштів населення в інвестиції (емісія облігацій вирішує проблему трансформації заощаджень населення в інвестиції, що має забезпечити членам територіальної громади, крім соціального, ще й економічний ефект у вигляді відсотків за користування кредитними ресурсами);

– залучення значних обсягів фінансування на середньо- та довгострокові терміни використання;

– набуття публічної кредитної історії регіону;

– зняття соціального напруження в регіоні з відновленням ефективно функціонуючого ринку праці[6].

Професор І.Б. Заверуха визначає низку обставин, що сприяють проведенню облігаційної позики. Зокрема, це політична стабільність у регіоні; сформована загалом основа фінансової інфраструктури для реалізації запропонованого механізму розміщення облігаційної позики; зацікавленість керівництва території в розробленні та реалізації оригінальних і нестандартних схем залучення фінансових ресурсів; наявність налагоджених зв'язків з інвестиційними компаніями й фінансовими інститутами, котрі спроможні взяти на себе вирішення завдань, пов'язаних із випуском і розміщенням позики; практичний досвід відповідних органів з випуску цінних паперів[7].

Поряд із привабливими рисами облігацій місцевих позик науковці виділяють низку чинників, які продовжують стримувати розвиток цього сегмента вітчизняного фондового ринку, а саме:

– відсутність дієвого механізму гарантування прав кредиторів;

– недостатню ліквідність і привабливість муніципальних облігацій порівняно з іншими борговими інструментами фондового ринку;

– відсутність розвинутої інфраструктури фондового ринку, що не дає фізичним особам можливості активно брати участь в обігу цих фінансових інструментів;

– відсутність або дуже низький рівень підготовки працівників відповідних структурних підрозділів органів місцевого самоврядування щодо проведення роботи з підготовки та забезпечення випуску цінних паперів;

---

[5] Там само.

[6] Муніципальні запозичення в Україні : матер. Міжнар. наук.-практ. конф. («Проблеми фінансування розвитку великих міст за рахунок муніципальних запозичень та шляхи їх розв'язання»), (Київ, 29 вересня 2004 р.) / редкол. : В.І. Кравченко, В.М. Падалка, Д.М. Гриджук та ін. Київ : Міжнародний інститут фінансів, 2005. 192 с.

[7] Заверуха І.Б. Проблеми правового регулювання державного боргу України : дис. ... докт. юрид. наук : 12.00.07. Львів, 2007. 441 с.

– невисокий рівень довіри інвесторів до держави через нестабільність економічної ситуації[8].

Але, незважаючи на ці чинники, емісія облігацій місцевої позики має шанс стати тим інструментом фондового ринку України, що дасть змогу профінансувати створення стратегічних об'єктів довготривалого користування й об'єктів, які забезпечать виконання завдань міських рад, спрямованих на задоволення інтересів територіальних громад; дасть поштовх до подальшого розвитку фондового ринку; стане одним із напрямів легалізації коштів, що обертаються в тіньовій частині економіки за рахунок переведення їх в інвестиції; перетворить органи місцевого самоврядування з дотаційного на самодостатнього суб'єкта економіки.

Одним із важливих фактором, що дасть поштовх для розвитку ринку місцевих цінних паперів, є вдосконалення чинного законодавства у сфері запозичень.

3. Учасники ринку місцевих цінних паперів

Аналіз нормативної бази, що регулює порядок та умови здійснення місцевих запозичень, дає змогу стверджувати про певну неузгодженість норм, зокрема щодо особи емітента облігацій місцевої позики (позичальника). Стаття 70 Закону України «Про місцеве самоврядування в Україні» від 21.05.1997 № 280/97-ВР закріплює, що рада або за її рішенням інші органи місцевого самоврядування можуть здійснювати місцеві запозичення й отримувати позики місцевим бюджетам відповідно до вимог, установлених БКУ.

БКУ визначає це положення більш конкретизовано. Відповідно до ст. 16 БКУ, виключно Верховна Рада Автономної Республіки Крим і міські ради мають право здійснювати місцеві внутрішні запозичення, а щодо права органів місцевого самоврядування залучати кошти із зовнішніх джерел, то тут коло уповноважених суб'єктів більше конкретизовано, оскільки, згідно з Кодексом, місцеві зовнішні запозичення шляхом отримання кредитів (позик) від міжнародних фінансових організацій можуть здійснювати Верховна Рада Автономної Республіки Крим, обласні ради та всі міські ради. Інші місцеві зовнішні запозичення можуть здійснювати лише Верховна Рада Автономної Республіки Крим, Київська, Севастопольська міські ради, міські ради міських територіальних громад з адміністративним центром у місті обласного значення.

Тобто зазначена в Законі України «Про місцеве самоврядування в Україні» від 21.05.1997 № 280/97-ВР норма потребує уточнення, оскільки до органів місцевого самоврядування, крім міських,

[8] Штерн Г.Ю., Карлова О.А., Погосьян К.В. Ринок муніципальних облігацій в Україні. *Коммунальное хозяйство городов :* научно-технический сборник. 2006. № 70. С. 323–327.

зараховують також і сільські, селищні ради, які не мають права здійснювати запозичення згідно з БКУ. Також залишається незрозумілим, які «інші органи місцевого самоврядування» за рішенням ради можуть бути позичальниками.

Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV та Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень» від 16.02.2011 № 110 ще більше звужують коло позичальників: місцеві запозичення шляхом емісії облігацій місцевих позик можуть здійснювати лише Верховна Рада Автономної Республіки Крим і міська рада.

Тобто наявна певна правова колізія стосовно прав органів місцевого самоврядування щодо випуску облігацій зовнішніх місцевих позик.

У 2018 році зареєстровано Проект Закону України «Про облігації фондів місцевого розвитку»[9], який передбачає впровадження особливого типу муніципальних цінних паперів – облігацій фондів місцевого розвитку. На відміну від облігацій місцевих позик, де емітентами можуть бути лише міські ради, рішення про емісію облігацій фондів місцевого розвитку можуть також приймати обласні, районні, селищні та сільські ради. Запропонований авторами Проекту тип облігації за міжнародною класифікацією належать до інфраструктурних облігацій. Світовий досвід свідчить, що емітентами таких облігацій є державні банки розвитку, спеціалізовані державні агентства та комерційні банки, але найбільш поширеною є практика випусків власне органами місцевого самоврядування, у тому числі через спеціально створені ними фонди.

Проте запропонований авторами Законопроекту інструмент залучення інвестицій у місцеву інфраструктуру має низку проблемних моментів, основним із яких варто визнати недосконаліть механізмів забезпечення виконання зобов'язань за місцевими запозиченнями, що здійснені у формі випуску облігацій фондів місцевого розвитку, і відповідальність за невиконання зобов'язань за запозиченнями, адже пріоритетним питанням при розробці будь-якого законопроекту має бути захист інтересів територіальної громади, інвесторів і держави загалом, оскільки неможливість виконання кредитних зобов'язань потягне за собою звернення стягнення на доходи місцевого бюджету та майно, недовиконання інших фінансових зобов'язань перед територіальною громадою й, відповідно, необхідність додаткового фінансування з Державного бюджету. Тому вбачається за необхідне не прийняття низки нових Законів України про функціонування різноманітних місцевих цінних паперів, а вдосконалення чинного БКУ та Закону Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», усунення правової колізії щодо учасників ринку місцевих цінних паперів.

[9] URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=64518.

Щодо іншої учасників правовідносин у сфері місцевих запозичень – інвесторів, то їх умовно можна поділити на індивідуальних (консервативних) та інституціональних (спекулятивних). Перші діють у власних інтересах, розпоряджаються тільки власними коштами та, як наслідок, орієнтуються, насамперед на надійність інвестицій та одержання постійного доходу, але не на капіталізацію інвестицій і тим більше не на венчурні ситуації; границею ризику для них є не відсоток прибутку, а факт зворотності вкладених коштів. Другі оперують коштами клієнтів та орієнтуються на прибутковість від операцій з великими пакетами паперів, у яких основний механізм отримання прибутку – зміна котирувань, а основна проблема – керування ризиками[10].

Індивідуальними інвесторами в Україні мають стати фізичні та юридичні особи, до інституційних варто зарахувати комерційні банки (частка яких на ринку місцевих запозичень в Україні становить понад $^{2}/_{3}$)[11], інститути спільного інвестування, пенсійні фонди, страхові компанії тощо. Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик і їх обігу закріплює перелік кваліфікованих інвесторів, до яких належать:

1) міжнародні фінансові організації;

2) іноземні держави та їх центральні банки;

3) держава Україна в особі уповноважених нею органів державної влади, Національний банк України;

4) професійні учасники ринку цінних паперів, банки та страхові компанії;

5) юридичні особи, у тому числі створені за законодавством іншої держави, якщо вони відповідають принаймні двом із таких критеріїв: підсумок балансу становить не менше ніж 20 мільйонів євро по курсу Національного банку України станом на день останньої річної звітності; річний чистий дохід від реалізації товарів, робіт і послуг за останній фінансовий рік становить не ніж 40 мільйонів євро по курсу Національного банку України станом на день останньої річної звітності; власні кошти становлять не менше ніж 2 мільйонів євро по курсу Національного банку України станом на день останньої річної звітності[12].

Нині можна стверджувати, що повноцінна практика залучення органами місцевого самоврядування коштів населення через запозичення як класичний інвестиційний інструмент на ринку України відсутня.

Емісія місцевих цінних паперів має стати однією з форм активного використання коштів територіальної громади для розвитку

[10] Фокша Л.В. Учасники правовідносин в сфері здійснення місцевих запозичень. *Держава та регіони. Серія «Право».* 2011. № 3. С. 70–73.

[11] Перспективи становлення ринку муніципальних цінних паперів в Україні : аналітичні записки щодо проблем і подій суспільного розвитку. URL: http://old.niss.gov.ua/Monitor/june2009/12.htm.

[12] URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0808-18#Text.

виробництва та сфери послуг. Вона дає змогу не лише розширювати діапазон використання надлишків коштів населення, а й певним чином залучати громадян до активного управління соціально-економічним розвитком регіону.

Основними стимулами до придбання облігацій місцевої позики населенням мають стати дохідність місцевих цінних паперів не менше ніж дохід від розміщення депозитів у банківських установах; звільнення від сплати податку на доходи, які отримані у вигляді відсотків, що отримані власником облігацій від її емітента; належні гарантії виконання зобов'язань з боку органів місцевого самоврядування; високий рівень довіри до чинної влади; значущість об'єкта, що буде фінансуватися за рахунок емісії цінних паперів, для соціально-економічного розвитку регіону.

І.Б. Заверуха наголошує, що існують базові принципи, яких орган місцевого самоврядування повинен дотримуватися за будь-якої емісії й дотримання яких є необхідним, щоб облігації користувалися попитом і мали високий ступінь надійності. Ці принципи передбачають визначення обґрунтованого терміну та графіку погашення облігацій, види і структуру сплати прибутку, вибір способу продажу облігацій. Важливим аспектом емісії є забезпечення високого рівня безпеки облігацій. Для цього необхідно виявити й зарезервувати спеціальні джерела доходів для забезпечення проведення виплат за облігаціями. Орган місцевого самоврядування в процесі випуску облігацій повинен користуватися точно визначеними джерелами доходів для забезпечення платежів та обмеження розміру боргу[13].

Перші випуски облігацій місцевих позик повинні показати кредитоспроможність і надійність органів місцевого самоврядування й перевірити обраний механізм управління випуском і погашенням облігацій. Для цього перші емісії доцільно здійснювати з метою фінансування проектів, які можуть принести прибуток, достатній для їх найшвидшого погашення, і мати вагоме значення для соціально-економічного розвитку регіону.

4. Основні засади здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик

Випуск облігацій місцевої позики реалізується за рахунок надзвичайно складного механізму дій і засобів. Вони поєднують систему заходів економічного, юридичного, адміністративного характеру. І.Б. Заверуха логічно розглядає їх як узгоджену систему

[13] Заверуха І.Б. Проблеми правового регулювання державного боргу України : дис. ... докт. юрид. наук : 12.00.07. Львів, 2007. 441 с.

заходів[14]. Дійсно, емісія облігаційних запозичень на місцевому рівні передбачає:

1) визначення мети емісії, зокрема проектів інфраструктури, що потребують фінансування;

2) здійснення економічного й фінансового аналізу;

3) визначення джерел і можливостей сплати боргу;

4) визначення впливу облігацій на місцевий бюджет;

5) проведення аналізу фінансових ринків, зокрема попиту на муніципальні цінні папери;

6) визначення умов випуску облігацій: обсягів емісії, термінів тощо;

7) визначення агентів з продажу облігацій та укладення відповідних угод;

8) визначення правових аспектів випуску муніципальних цінних паперів;

9) створення механізму адміністрування продажу й виплат за облігаціями.

Тобто життєвий цикл облігації як емісійного цінного папера складається з таких стадій: випуск, розміщення, обіг і погашення.

Будучи складним правовим явищем, емісія потребує чіткої юридичної форми та чіткого порядку її реалізації. У цьому випадку процедура емісії виконує роль організуючого інструмента, що впорядковує весь процес. Найбільш важлива функція процедури емісії – слугувати засобом забезпечення та захисту дуже суперечливих інтересів усіх учасників емісійного процесу. Процедура є формою здійснення емісії, разом із цим умовою та механізмом досягнення її мети.

Згідно з ч. 8 ст. 74 БКУ, порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів установлюється Кабінетом Міністрів України відповідно до умов, визначених БКУ.

Ураховуючи інвестиційне призначення коштів, що будуть запозичатися за рахунок емісії облігацій місцевої позики, першочерговим етапом має стати визначення об'єкта фінансування. Необхідно провести публічне обговорення доцільності, економічного та соціального ефекту від інвестування зазначених коштів серед членів територіальної громади.

Вимога обов'язкового проведення загальних зборів громадян для прийняття рішення здійснення запозичень є не новою для законодавства України, оскільки вже закріплена в п. 6 ст. 12 Постанови Верховної Ради України «Положення про загальні збори громадян за місцем проживання в Україні» від 17.12.1993 № 3748-XII. Але зазначений нормативний акт з моменту прийняття в 1993 р. жодного

[14] Заверуха І.Б. Проблеми правового регулювання державного боргу України : дис. ... докт. юрид. наук : 12.00.07. Львів, 2007. 441 с.

разу не приводився у відповідність до чинного законодавства, тому містить низку колізій і не відповідає потребам сьогодення.

Відповідно до ч. 3 ст. 8 Закону України «Про місцеве самоврядування в Україні» від 21.05.1997 № 280/97, який і заклав підґрунтя для цієї форми безпосередньої участі мешканців у вирішенні питань місцевого значення, порядок проведення загальних зборів громадян за місцем проживання визначається законом і статутом територіальної громади.

Законотворець безпосередньо не закріплює повноваження загальних зборів територіальної громади на обговорення питання здійснення місцевих запозичень, але така необхідність випливає зі змісту норми. Тому вважаємо, що з метою вдосконалення законодавства варто конкретизувати повноваження загальних зборів територіальної громади на обговорення питання здійснення місцевих запозичень.

Аналіз досвіду муніципальних запозичень розвинутих країн свідчить про позитивний вплив залучення населення до обговорення питання випуску цінних паперів, визначення й обговорення потреб в інвестуванні певних інфраструктурних об'єктів територіальною громадою на популярність цього інструменту залучення додаткових коштів.

Вагоме значення для територіальної громади має визначення загальної суми запозичення та боргового навантаження на бюджет, що виникне в результаті здійснення емісії облігацій. Максимальний розмір сумарної вартості випусків облігацій місцевої позики законодавчими актами не встановлюється. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу» від 29.04.2014 № 578 містить норму, згідно з якою сукупний обсяг запозичень до місцевого бюджету шляхом випуску облігацій місцевих позик не може перевищувати обсягу дефіциту бюджету розвитку спеціального фонду місцевого бюджету на відповідний рік. Але у зв'язку з прийняттям змін до БКУ в частині цілей здійснення запозичень, на нашу думку, ця норма втратила актуальність і виникла потреба привести зазначене Положення у відповідність до бюджетного законодавства.

Науковці пропонують декілька критеріїв, які б могли визначити розмір емісії облігацій місцевої позики, а саме:

– основні фінансово-економічні характеристики, що визначають потенціал позичальника, а саме: обсяг дохідної частини бюджету міста; розмір загального боргу міста; величина сукупного продукту, що виробляється підприємствами комунальної власності;

– потреба в додаткових коштах і можливий економічний і соціальний ефект від їх залучення;

– розмір майнових гарантій забезпечення запозичення, а саме: оцінювання вартості конкретних об'єктів і цілісних майнових

комплексів, які перебувають у комунальній власності й можуть виступати як застава;

– оцінювання вартості корпоративних прав, що перебувають у комунальній власності територіальної громади як у капіталізованій формі (вартість пакета цінних паперів), так і у формі поточного доходу (дивіденди за акціями та іншими цінними паперами)[15].

Виходячи із цих критеріїв, сукупний обсяг запозичень доцільно було б зробити варіативним. При визначенні кількісних параметрів потрібно виходити з таких факторів: кількісно-якісних характеристик запозичення, таких як термін та дохідність; ліквідності об'єктів, які використовуються як забезпечення виконання зобов'язань за запозиченнями.

Особливістю вітчизняного ринку місцевих цінних паперів є домінування короткострокових місцевих облігацій на ринку цінних паперів, що гальмує розвиток не тільки ринку місцевих цінних паперів, а й не дає змоги українським містам реалізовувати довгострокові інвестиційно-інноваційні проекти[16].

Окремі уточнення український законодавець запроваджує при обслуговуванні місцевого боргу, коли бюджетною нормою закріплюється положення стосовно того, що видатки на обслуговування місцевого боргу здійснюються за рахунок коштів загального фонду місцевого бюджету, а в частині обслуговування місцевого боргу за місцевими запозиченнями, залученими для виконання ремонтно-будівельних робіт на автомобільних дорогах загального користування місцевого значення та комунальної власності, відповідні видатки також можуть здійснюватися зі спеціального фонду місцевого бюджету за рахунок субвенції з державного бюджету місцевим бюджетам на фінансове забезпечення будівництва, реконструкції, ремонту й утримання автомобільних доріг загального користування місцевого значення, вулиць і доріг комунальної власності в населених пунктах (у розмірі не більше ніж 10 відсотків обсягу такої субвенції, затвердженого законом про Державний бюджет України для відповідного місцевого бюджету). Більше того, ця сума не може перевищувати 10% видатків загального фонду місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, коли планується обслуговування місцевого боргу. А також установлюються граничні обсяги місцевого боргу, зазначається, що загальний обсяг місцевого боргу та гарантованого Автономною Республікою Крим або територіальною громадою міста боргу (без урахування гарантійних зобов'язань, що виникають за кредитами (позиками) від міжнародних фінансових

[15] Пастернак М.М. Місцеві позики як інструмент фінансування соціально-економічних програм органів місцевого самоврядування : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01. Ірпінь, 2001. 16 с.

[16] Воротін В.Є., Жаліла Я.А. Державне управління регіональним розвитком України : монографія. Київ : НІСД, 2010. 288 с.

організацій) станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200 відсотків (для міста Києва – 400 відсотків) середньорічного прогнозного обсягу надходжень бюджету розвитку (без урахування обсягу місцевих запозичень і капітальних трансфертів (субвенцій) з інших бюджетів), визначеного відповідно до показників на наступні за плановим два бюджетні періоди в прогнозі відповідного місцевого бюджету.

Зазначені норми створюють важливі гарантії захисту органів місцевого самоврядування, кредиторів і населення територіальної громади від помилок фіскальної політики.

В Україні використовуються три моделі виходу на ринок цінних паперів. Це насамперед модель самостійного емітування, яка ґрунтується на створенні управлінь з обслуговування емісії позики, як, наприклад, у Львові, або місцевої комісії з цінних паперів, як у Києві. Інша модель – модель участі в емісії. Вона передбачає використання генерального агента. Ця модель реалізована в Харкові та Запоріжжі. Третя модель – модель делегованої емісії. Ця модель представляє всю роботу емітента, а емісії й численні функції професіоналів фондового ринку з обігу облігацій і контролем за ним передаються інвестиційній компанії. Така модель апробована в Донецькій області, зокрема в Донецьку й Маріуполі[17].

Ключовими посередниками між емітентами (позичальниками) та інвесторами (кредиторами) на ринках муніципальних облігацій є професійні учасники фондового ринку – андерайтери, депозитарії цінних паперів і реєстратори. Їх обов'язкова участь у процесі емісії закріплена Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу» від 29.04.2014 № 578.

Загалом складність і тривалість процесу виходу органів місцевого самоврядування на ринок позикового капіталу зумовлені потребою створення умов гарантування захисту прав як кредиторів, так і територіальної громади, від імені якої й здійснюється запозичення, і підвищення привабливості облігацій за рахунок забезпечення прозорості їх емісії та обігу на ринку[18].

ВИСНОВКИ

Облігації місцевої позики є перспективним інструментом залучення додаткових фінансових ресурсів до місцевих бюджетів. Але, незважаючи

[17] Авксентьєв Ю.А. Система оцінки фінансового стану емітента боргових зобов'язань та емісії облігацій місцевих позик. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України :* збірник наукових праць. Суми, 2005. Т. 13. С. 10–15.

[18] Фокша Л.В. Забезпечення виконання зобов'язань за місцевими позиками. *Науковий вісник Дніпропетровського державного університету внутрішніх справ.* 2011. № 1. С. 437–444.

на всі переваги, здійснення місцевих запозичень так і не набуло значного поширення в Україні. Суттєвим стримуючим фактором є відсутність належної законодавчої бази, що детально б регулювала питання здійснення запозичень. Чинне законодавство у сфері місцевих запозичень, в основному непрямого характеру, представлено в більшості підзаконними актами, лише детально окреслює процедуру здійснення, але не стимулює розвиток ринку кредитного капіталу.

Ще одна з причин, яка стоїть на заваді розвитку ринку запозичень, – високі ризики їх здійснення. Найбільш поширеними називають ризики неплатежу, правові та макроекономічні ризики. До правових варто зарахувати ризик зміни законодавства, що може призвести до погіршення умов інвестування як для позичальника, так і для інвестора.

Наступним фактором, що стримує розвиток ринку місцевих запозичень, варто назвати обмеженість кола інвесторів. Сьогодні в Україні ними є переважно комерційні банки та незначною мірою інші фінансові установи. Тоді як досвід розвинутих країн свідчить про те, що основними інвесторами є населення та інститути спільного інвестування й недержавні пенсійні фонди. Це дає змогу акумулювати вільні кошти населення та частково перевести їх із тіньової економіки в інвестиції.

Для популяризації місцевих боргових цінних паперів, підвищення їх інвестиційної привабливості необхідно вдосконалювати ринок муніципальних запозичень і забезпечувати його розвиток, що полягає в реалізації таких завдань: комплексне вдосконалення чинного законодавства у сфері регулювання місцевих запозичень, усунення правових колізій щодо емітента муніципальних цінних паперів, закріплення податкових стимулів для інвесторів, визначення механізмів забезпечення виконання зобов'язань за місцевими запозиченнями; підвищення рівня кредитоспроможності міських рад за рахунок збільшення рівня власних доходів;– розширення практики залучення членів громади до обговорення питання розвитку та фінансового стану територіальної громади; здійснення всебічного державного та громадського контролю над здійсненням запозичень, що полягає як в управлінні борговими процесами, так і в нагляді за ефективністю реалізації інвестиційних проектів.

АНОТАЦІЯ

Дослідження присвячено теоретико-правовим засадам емісії облігацій місцевих позик. Визначено правовий зміст місцевих запозичень, їх роль у забезпеченні фінансової самостійності територіальної громади. Досліджено облігаційну форму місцевих запозичень як економічну та правову категорію. Здійснено аналіз переваг облігаційної форми місцевих запозичень порівняно з іншими механізмами акумулювання додаткових фінансових ресурсів на ринках капіталу. Визначено основні фактори, що стримують розвиток

облігаційної форми запозичень. Досліджено основних учасників ринку місцевих цінних паперів, визначено умови підвищення інвестиційної привабливості облігацій внутрішніх місцевих позик. Проаналізовано основні засади здійснення випуску облігацій внутрішніх місцевих позик.

ЛІТЕРАТУРА

1. Авксентьєв Ю.А. Система оцінки фінансового стану емітента боргових зобов'язань та емісії облігацій місцевих позик. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України :* збірник наукових праць. Суми, 2005. Т. 13. С. 10–15.
2. Бюджетний кодекс України від 8 липня 2010 р. № 2456-VI. *Відомості Верховної Ради України.* 2010. № 50–51. Ст. 572.
3. Воротін В.Є., Жаліла Я.А. Державне управління регіональним розвитком України : монографія. Київ : НІСД, 2010. 288 с.
4. Заверуха І.Б. Проблеми правового регулювання державного боргу України : дис. ... докт. юрид. наук : 12.00.07. Львів, 2007. 441 с.
5. Про Депозитарну систему України : Закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. *Відомості Верховної Ради України.* 2013. № 39. Ст. 517
6. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні : Закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. *Відомості Верховної Ради України.* 1996. № 51. Ст. 292.
7. Про місцеве самоврядування в Україні : Закон України від 21.05.1997 № 280/97-ВР. *Відомості Верховної Ради України.* 1997. № 24. Ст. 170.
8. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. *Відомості Верховної Ради України.* 2006. № 31. Ст. 268.
9. Муніципальні запозичення в Україні : матер. Міжнар. наук.-практ. конф. («Проблеми фінансування розвитку великих міст за рахунок муніципальних запозичень та шляхи їх розв'язання»), (Київ, 29 вересня 2004 р.). Київ : Міжнародний інститут фінансів, 2005. 192 с.
10. Пастернак М.М. Місцеві позики як інструмент фінансування соціально-економічних програм органів місцевого самоврядування : дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01. Ірпінь, 2001. 220 с.
11. Положення про загальні збори громадян за місцем проживання в Україні : Постанова Верховної Ради України від 17.12.1993 № 3748-XII. *Відомості Верховної Ради України.* 1994. № 6.– Ст. 30.
12. Про затвердження Порядку здійснення місцевих запозичень : Постанова Кабінету Міністрів України від 16.02.2011 № 110. *Офіційний вісник України.* 2011. № 12. Ст. 512.
13. Про затвердження Положення про порядок здійснення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу : Рішення Національної

комісії з цінних паперів та фондового ринку 29.04.2014 № 578№ 578. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0570-14#Text.

14. Козак В.І., Москвін С.О., Посполітак В.В. Фінансові інструменти: емісія муніципальних облігацій : науково-практичний посібник. Київ : DESPRO, 2019. 142 с. URL: https://despro.org.ua/library/publication/fin_instr_munic_2019.pdf.

15. Фокша Л.В. Забезпечення виконання зобов'язань за місцевими позиками. *Науковий вісник Дніпропетровського державного університету внутрішніх справ.* 2011. № 1. С. 437–444.

16. Фокша Л.В. Учасники правовідносин в сфері здійснення місцевих запозичень. *Держава та регіони. Серія «Право».* 2011. № 3. С. 70–73.

17. Ходаківська В.П., Данілов О.Д. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник. Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. 501 с.

18. Штерн Г.Ю., Карлова О.А., Погосьян К.В. Ринок муніципальних облігацій в Україні. *Коммунальное хозяйство городов : научно-технический сборник.* 2006. № 70. С. 323–327.

Information about the author:
Foksha L. V.,
Candidate of Juridical Sciences, Associate Professor,
Associate Professor at the Department of Civil Law Disciplines
Dnipropetrovsk State University of Internal Affairs
26, Gagarin avenue, Dnipro, 49005, Ukraine