

Проект технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку / компанії ПАДКО  
“Впровадження пенсійної реформи в Україні”

**Аналітичний огляд**

**УКРАЇНСЬКИЙ РИНОК**  
**МУНІЦИПАЛЬНИХ**  
**ОБЛІГАЦІЙ**

**СЕРГІЙ ВАРФОЛОМЄВ**

*Консультант з інвестиційних питань*

Підготовлено: 16 листопада 2003 р.  
м. Київ

© 2003 Проект технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку “Впровадження пенсійної реформи в Україні” (компанія ПАДКО)  
Київ, Україна

Повне або часткове відтворення або розмноження будь-яким чином матеріалів, вміщених у цьому виданні, допускається лише за письмовим дозволом.  
Цитування дозволяється виключно з посиланням на першоджерело.

## Вступ

Муніципальні облігаційні позики – один з важливих інструментів фінансування критичних суспільних потреб, таких, як розвиток систем електро-, водопостачання та каналізації, будівництво житла, розвиток транспортних мереж, будівництво об'єктів освіти, охорони здоров'я і т. ін.

Інвестиційні проекти, які повинні реалізовувати місцеві органи влади, як правило, потребують великих інвестицій і мають тривалий строк окупності. Такі проекти зручніше всього фінансувати шляхом випуску муніципальних облігацій, адже кредити рідко видаються на тривалі терміни.

Слід зазначити, що до муніципального боргу відносять зазвичай не лише борг місцевих органів влади, але й борг суб'єктів федерації (в країнах з федеративним устроєм), а також борг автономних республік і т. ін. Тому до муніципальних облігацій відносяться не лише облігації, випущені муніципалітетами, але й облігації субфедерального або субнаціонального рівня. Терміни “субнаціональний” та “субсуверенний” є, безумовно, більш коректними та універсальними. Але надалі по тексту ми частіше будемо використовувати терміни “муніципальні запозичення” та “муніципальні облігації” (вони є більш поширені в практичних, а не академічних, публікаціях, та до них більш звикли в Україні).

Практика випуску цінних паперів регіональними та місцевими органами влади є широко розповсюдженою у сучасному світі. В США практично всі муніципальні запозичення оформляються у вигляді боргових цінних паперів – муніципальних облігацій. За рік здійснюється 8-14 тисяч емісій на загальну суму більше 300 млрд. дол. США, причому цінними паперами оформляються навіть позики на суму менше 1 млн. дол. США<sup>1</sup>. Оформлення муніципального боргу в цінних паперах може робити його більш ліквідним, що в результаті знижує вартість запозичення.

Муніципальні облігації мають певні особливості внутрішньої класифікації. Основним критерієм цієї класифікації є спосіб забезпечення зобов'язань по муніципальним цінним паперам. Муніципальні цінні папери випускаються або як генеральні облігації (general bonds чи general obligation bonds), або як дохідні облігації (revenue bonds). Перші забезпечуються усіма доходами та іншими фінансовими джерелами емітента, а також його правом на справляння податків; другі, в протилежність першим, обслуговуються за рахунок доходів від спеціально обумовлених проектів (наприклад, платних доріг). Дохідні облігації передбачають, що виплати основної суми та процентів здійснюються лише в тому випадку, коли досягнутий достатній рівень дохідності проекту.

Муніципальні облігації характеризуються більшістю тих же самих рис, які притаманні іншим цінним паперам з фіксованим доходом. Однак, можна

---

<sup>1</sup> Кисельман Г.М., Иголкин А.А. “Финансовые рынки России после августа 1998 года”. – М.: Сирин, 2002.

виділити як мінімум три риси (крім типу емітента) муніципальних облігацій, які відрізняють їх від інших інструментів класу активів з фіксованим доходом.

По-перше, це безподатковий статус, який часто надається доходам від муніципальних облігацій на національному рівні. Вважається, що саме ця риса є основною стимулюючою силою інвестицій у муніципальні облігації в США. Взагалі, ринок муніципальних облігацій в США є найбільшим у світі – як за абсолютним обсягом (біля 1.5 трлн. дол. США), так і за питомою вагою на внутрішньому ринку боргових цінних паперів (біля 11%).

По-друге, досить часто муніципальні облігації мають багато дат погашення, тобто випускаються у серійній формі (serial bonds). Хоча вони розглядаються та реєструються як єдиний випуск, фактично це декілька окремих емісій, цінні папери в яких не є взаємозамінними і торгуються окремо.

Таке структурування випусків обумовлене поступовою віддачею інвестиційних проектів, під які випускаються облігації, що робить доцільним робити випуск таким, щоб узгоджувалися строки та обсяги грошових потоків від проекту та платежів по обслуговуванню облігаційного випуску. Однак, більш суттєвою причиною є законодавчі норми по регулюванню муніципальних запозичень – вони часто формулюються так, щоб унеможливити створення періодів пікових виплат за муніципальним боргом.<sup>2</sup>

Разом з тим, в теперішні часи стають все більш популярними муніципальні облігації із разовим погашенням – в кінці строку обігу. Це пояснюється їх потенційно значно вищою ліквідністю в порівнянні з серійними облігаціями.

По-третє, як правило, випуск муніципальних облігацій не здійснюється без отримання юридичного висновку (legal opinion). Це пояснюється великою кількістю різних юридичних нюансів муніципальних запозичень, неврахування яких може спричинити втрату інвесторами своїх грошей.

Юридичний радник повинен сказати, чи дійсно емітент має право на здійснення даного випуску облігацій, чи відповідають чинному законодавству усі резолюції та угоди емітента щодо здійснення випуску (чи правильно емітент підготовлений до випуску облігацій), а також чи оформлене правильно забезпечення по облігаціях (якщо таке передбачене) з юридичної точки зору.

Отже, роль юристів на ринках муніципальних облігацій є, як правило, вищою, ніж на ринках корпоративних облігацій.

---

<sup>2</sup> Так, наприклад, деякі експерти та чиновники з Міністерства фінансів України пропонували трактувати п. 4 статті 74 Бюджетного кодексу України таким чином, щоб під видатками на обслуговування боргу місцевих бюджетів (які обмежувалися 10% видатків загального фонду місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду) розумілися виплати не лише процентів, але й основної суми боргу. Якби така точка зору перемогла, то для здійснення запозичень суттєвого обсягу українським муніципалітетам прийшлося випускати виключно серійні або амортизаційні облігації. Щоправда, така точка зору не могла перемогти в силу її протиріччя визначенню видатків бюджету, яке міститься в Бюджетному кодексі. Тим не менш, зміна українського законодавства у вказаному напрямку залишається цілком можливою.

Якщо говорити про питому вагу ринків муніципальних облігацій в сукупних обсягах внутрішніх облігаційних ринків, то слід зазначити два моменти: 1) ця питома вага є невеликою (максимум 10-11% - в США) та 2) ця питома вага в більшості країн знижується.

Взагалі, муніципальні облігації зараз вважаються такими, що найбільш активно витісняються з національних ринків цінних паперів. В значній мірі вони переміщуються на міжнародні ринки. Так, на ринку єврооблігацій канадська провінція Онтаріо позичає більше ресурсів, ніж центральний уряд Канади. Також доволі активними є німецькі землі, італійські області, бразильські провінції. Можна говорити, що в кінці 1990-х років спостерігався досить активний зустрічний рух: муніципалітети залишали національні ринки задля міжнародних; фінансові інститути, навпаки, суттєво перерозподіляли свої емісії на користь внутрішніх ринків.

Цілком можливо, що найбільш крупні українські міста підуть саме цим шляхом, здійснюючи облігаційні запозичення переважно на міжнародному ринку. Здійснення Києвом в кінці липня – на початку серпня 2003 р. фідучіарної зовнішньої облігаційної позики обсягом у 150 млн. дол. США є певним підтвердженням цієї гіпотези. Тобто перше облігаційне запозичення українських муніципалітетів за останні більш ніж 5 років здійснене саме на міжнародному ринку.



## Зміст

<b>1. Історія ринку</b>	<b>1</b>
<b>2. Сучасний стан ринку</b>	<b>5</b>
<b>3. Посередники</b>	<b>13</b>
<b>4. Правова та регулятивна основа</b>	<b>17</b>
<b>5. Торговельна та розрахункова інфраструктура</b>	<b>22</b>
<b>6. Джерела даних та інформації</b>	<b>24</b>
<b>7. Транзакційні витрати та оподаткування</b>	<b>26</b>
<b>8. Перспективи ринку</b>	<b>29</b>
<i>Додаток 1. Випуск облігацій міста Одеси</i>	<i>31</i>
<i>Додаток 2. Стислий опис випусків муніципальних облігацій 1995 - 1997 рр.</i>	<i>34</i>
<i>Додаток 3. Основні положення Бюджетного кодексу України щодо муніципальних запозичень</i>	<i>37</i>
<i>Додаток 4. Нормативно-правові документи, які створюють правову та регулятивну основу для муніципальних запозичень в Україні</i>	<i>43</i>
<i>Додаток 5. Українські міста та АР Крим в мережі Інтернет</i>	<i>46</i>



# 1. Історія ринку

Правову базу для запозичень і випуску боргових зобов'язань регіональними та місцевими органами влади було створено у 1991 р. із прийняттям Закону про бюджетну систему. В цьому ж році був прийнятий і Закон України “Про цінні папери і фондову біржу”, в якому було визначене право випускати облігації міськими та обласними органами влади. При цьому останній Закон не вимагав, щоб випуск муніципальних облігацій проходив реєстрацію в якихось центральних органах влади.

Проте перші муніципальні облігації були випущені лише навесні 1995 р., трошки згодом після початку роботи ринку державних облігацій.<sup>3</sup>

Майже всі випуски муніципальних облігацій в Україні були здійснені до 1998 р.

До вступу в силу положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) “Про порядок випуску та обігу облігацій місцевої позики”<sup>4</sup> питання випуску та розміщення муніципальних облігацій були практично не врегульовані законодавчо. Для виходу на ринок місцева рада мала лише ухвалити рішення про випуск облігацій. Жодних обмежень в обсягах, аналізу окупності проєктів, механізмів організації ринку в законодавчому полі не було.

За таких умов муніципальні облігації залюбки використовувалися для створення різного роду безподаткових фінансових схем (Дніпропетровськ, Херсон), для житлових проєктів (Львів), і навіть для фінансових афер з грубим порушенням законодавства (Кримська позика).

Найбільшої активності ринок досяг влітку 1997 р., коли дохідність по державних облігаціях знизилась до рівня нижче 30% і місцеві органи змогли конкурувати за фінансові ресурси з державою. В період літа-осені 1997 р. десять рад оголосили про свої плани вийти на ринок. Але потім настала фінансова криза, ставки на ринку ОВДП підвищились до 50% і ринок муніципальних облігаційних позик знову затих.

Взагалі, перші реальні спроби залучення фінансових ресурсів за допомогою муніципальних облігаційних позик в окремих регіонах України почали здійснюватися в 1995 р.

Першими в Україні емісію муніципальних облігацій здійснили в столиці. З метою фінансування будівництва житла і метрополітену були випущені

---

<sup>3</sup> Перший аукціон з розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) відбувся 10 березня 1995 р.

<sup>4</sup> Рішення ДКЦПФР № 48 від 13.10.1997 “Про затвердження положення про порядок випуску та обігу облігацій місцевих позик”

дисконтні облігації. Номінальна вартість однієї облігації складала 50 млн. крб. (500 грн.) Облігації були випущені в бездокументарній формі.<sup>5</sup>

З квітня 1995 р. по січень 1996 р. Було залучено майже 190 млрд. крб. (1.9 млн. грн. або біля 1 млн. дол. США). Дохідність розміщення в січні 1996 р. визначалась як облікова ставка НБУ плюс 5 процентних пунктів. Потім було прийняте рішення про припинення позики, але усі шість серій випущених облігацій були погашені.

Глобальний сертифікат був розміщений в Центральному депозитарії при Українській фондовій біржі (УФБ). Емітенту був відкритий спеціальний рахунок в обласному управлінні НБУ. Облігації розміщувались через аукціони на УФБ.

До 1998 р. в Україні було здійснено 15 випусків муніципальних облігацій на суму майже 300 млн. грн. Найбільшими емітентами були Крим (125 млн. грн.) та Одеса (61 млн. грн.), які водночас стали і найбільш сумнозвісними субнаціональними позичальниками в Україні<sup>6</sup>.

За даними Міністерства фінансів України, у 1995 – 1997 роках рішення про випуск місцевих позик були прийняті міськими радами 11 міст України (здійснені в 10 містах). Планувалося залучити в місцеві бюджети 400 млн. грн. Але реально від розміщення позик було отримано лише 220 млн. грн.

Стислий опис деяких муніципальних облігаційних позик можна побачити в додатку 2, а детальний опис одеського облігаційного випуску, який є найбільш згадуваним при обговоренні питань щодо муніципальних облігацій в Україні, - в додатку 1.

Чинне законодавство не дозволяє місцевим органам влади випускати цінні папери, деноміновані в іноземній валюті. Одеса планувала розмістити єврооблігації, деноміновані в німецьких марках, обсягом 100 млн. нім. марок, а також єврооблігації, деноміновані в доларах, але відклала розміщення до внесення в законодавство України змін. 11 лютого 1998 р. міжнародне рейтингове агентство Fitch IBCA присвоїло Одесі рейтинги: В+ - для довгострокових в іноземній валюті, В - для короткострокових зобов'язань (див. додаток 1).

Крім Одеси в 1998 році єврооблігації планували випустити Київ, Автономна Республіка Крим, Харків та Дніпропетровськ.

Криза 1998 року теж дуже негативно вплинула на розвиток усіх фінансових ринків в Україні, в тому числі і на ринок муніципальних облігацій. Однак, на

---

<sup>5</sup> Слід відзначити, що саме Київ започаткував практику обліку муніципальних облігацій у вигляді записів на електронних рахунках. Справа в тому, що відповідно до статті 10 Закону про цінні папери і фондову біржу "Облігації внутрішніх і місцевих позик випускаються на пред'явника". Внаслідок цього вважалося, що муніципальні облігації можуть випускатися лише в документарній формі, адже цінні папери на пред'явника можуть бути лише в матеріальній (документарній) формі. Однак, останній висновок не є правильним. І звернення уваги на цей момент при випуску облігацій Києва в 1995 році було дуже правильним.

<sup>6</sup> Див. додатки 1 та 2.

відміну, скажімо, від ринку корпоративних облігацій, на українському ринку муніципальних облігацій відбулися скандальні дефолти.

Дуже негативний досвід облігаційних позик міста Одеса та Автономної Республіки Крим завдав важкого удару розвитку ринку муніципальних облігацій в Україні. Мабуть це негативно вплинуло не лише на зацікавленість інвесторів в цьому ринку, але й на бажання державної влади проводити лібералізацію системи запозичень органів місцевого самоврядування.

Для посилення контролю за виконанням боргових зобов'язань 18 червня 1998 р.<sup>7</sup> був виданий Указ Президента України № 655/98 “Про впорядкування внутрішніх та зовнішніх запозичень, що провадяться органами місцевого самоврядування”, який фактично заборонив здійснювати місцеві запозичення без погодження з Міністерством фінансів.

З моменту введення в дію Указу і аж до другої половини 2003 р. Мінфін не узгодив жодного місцевого запозичення.<sup>8</sup>

Дефолт по одеських облігаціях став сигнальною подією в короткому житті українського ринку муніципальних облігацій та підкреслив і для українських, і для міжнародних учасників боргового ринку до чого може призвести слабкий розвиток ринку муніципальних боргів.

Разом з тим, рішення українського уряду не відповідати за зобов'язаннями Одеси та не здійснювати платежів власникам облігацій встановило чіткий прецедент, який можна трактувати як те, що в Україні відсутні будь-які, явні чи неявні, гарантії центрального уряду щодо запозичень субнаціональних органів влади.

В результаті прийняття Указу Президента № 655/98 усі муніципальні запозичення, включаючи випуски муніципальних облігацій, стали підлягати обов'язковому погодженню в Міністерстві фінансів. Випуск муніципальних облігацій стало можливим зареєструвати в ДКЦПФР лише після погодження його розміру з Міністерством фінансів України.

Для відродження ринку місцевих запозичень були важливими декілька міжнародних проектів допомоги Україні. За їх сприяння було розроблено і прийнято цілий ряд необхідних нормативних актів, а також Бюджетний кодекс.

Безумовно, найбільш важливою подією, яка торкається ринку муніципальних облігацій в Україні є прийняття в червні 2001 р. Бюджетного кодексу. Він є базовим законодавчим документом, без якого не можливо було б створити повноцінну систему регулювання муніципальних запозичень (було б важким прийняття інших підзаконних актів в цій сфері).

---

<sup>7</sup> На третій день після завершення періоду погашення облігацій одеської позики, за якими відбувся дефолт.

<sup>8</sup> Не враховуючи короткострокові (до 3 місяців) позички на покриття тимчасових касових розривів, що виникають під час виконання загального фонду місцевого бюджету.

Основні нормативні документи, які безпосередньо стосуються муніципальних запозичень та муніципальних облігацій, були прийняті лише в 2003 р. - в лютому та в жовтні (див. розділ 4 “Правова та регулятивна основа”).

Таким чином, український ринок муніципальних облігацій починає відроджуватися лише зараз, в кінці 2003 р., в той час коли ринок корпоративних облігацій почав розвиватися приблизно на 3 роки раніше – в 2000 – 2001 рр.

## 2. Сучасний стан ринку

На сучасному етапі основною характерною рисою українського ринку муніципальних запозичень в цілому та українського ринку муніципальних облігацій зокрема є активне формування та коригування нормативної бази.

Так, в кінці лютого 2003 р. був прийнятий базовий підзаконний акт у сфері регулювання муніципальних запозичень - Постанова Кабінету Міністрів України № 207 від 24.02.2003 “Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів”. В кінці травня Мінфін скасував свій застарілий Наказ № 19 від 19 січня 1999 р., який врегульовував питання погодження розміру зовнішніх та внутрішніх запозичень. І нарешті 7 жовтня 2003 р. ДКЦПФР затвердила своїм рішенням № 414 “Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик”.

На даний момент на внутрішньому ринку муніципальних облігацій перебуває в обігу лише один випуск – облігації міста Одеса, які є породженням реструктуризації в 2000 році сумнозвісної одеської позики. Нажаль, точні дані щодо деталей цієї реструктуризації не відомі автору (інформація в пресі щодо цього є дуже обмеженою). Тому точний обсяг нових облігацій міста Одеса, які знаходяться в обігу, є невідомим.

Як це не дивно, але за інформацією ДКЦПФР в 2001 – 2003 рр. відбувалися певні угоди купівлі-продажу муніципальних облігацій на вторинному ринку. Так, за увесь 2001 р. обсяг торгів муніципальними облігаціями в Україні склав 20 тис. грн., за 2002 р. – 490 тис. грн., а за перше півріччя 2003 р. – 330 тис. грн. В 2003 році торгуватися могли лише одні облігації – одеські, адже інших в обігу не існує. А от в 2001 – 2002 рр. це могли б бути і облігації кримської позики (які, як і облігації одеської позики, тривалий час знаходилися у стані дефолту). За даними інформаційних агентств кримські облігації були повністю погашені в 2002 р.

Звичайно, ці мізерні торги, до того ж “реструктуризаційними” облігаціями із дуже поганою репутацією, можна не брати до уваги. Фактично, на теперішній час, поки що внутрішнього ринку муніципальних облігацій в Україні не існує (як і впродовж останніх 5 років). Але вже почалося і відбувається активне формування цього ринку.

Вже можна стверджувати, що 2003 рік стає роком відновлення функціонування ринку муніципальних облігацій в Україні. Що стосується зовнішнього ринку, то можна вважати, що це вже відбулося: Київ здійснив фідучіарну облігаційну позику на 150 млн. дол. США в кінці липня – на початку серпня (більш детальний опис цієї транзакції див. нижче). На внутрішньому ринку першим буде теж Київ – до кінця листопада очікується початок розміщення облігацій внутрішньої місцевої позики Києва обсягом 150 млн. грн.

Взагалі, друга половина 2002 року та, особливо, 2003 рік характеризувалися загальним підвищенням зацікавленості різних суб'єктів господарювання – як

потенційних емітентів, так і різного роду посередників – в ринку муніципальних облігацій.

Після того, як влада Києва оголосила про намір здійснити запозичення на зовнішньому ринку шляхом випуску єврооблігацій, та прийняття 24 лютого 2003 р. Кабінетом Міністрів постанови щодо порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів, цілий ряд муніципалітетів України заявили про інтерес до залучення коштів шляхом випуску облігацій.

В кінці лютого - на початку березня такі заяви пролунали, як мінімум, з боку Харкова, Львова, Донецька та Автономної Республіки Крим. Плани деяких органів місцевого самоврядування обмежувалися лише внутрішнім облігаційним ринком, а деякі говорили і про можливість зовнішніх облігаційних запозичень.

Тут слід зазначити, що згідно з Бюджетним кодексом, здійснювати запозичення взагалі мають право лише міста та АР Крим, а зовнішні запозичення мають право здійснювати лише міста з чисельністю населення понад 800 тисяч мешканців за офіційними даними державної статистики. За даними Держкомстату ([www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)), в Україні є лише шість таких міст - Київ (2.6 млн.), Харків (1.47 млн.), Дніпропетровськ (1.06 млн.), Одеса (1.03 млн.), Донецьк (1.02 млн.) і Запоріжжя (814 тис.).

Досить важливою подією 2003 р. на ринку муніципальних запозичень України можна вважати також і появу рейтингової компанії, яка має відповідний експертний висновок Світового банку - “Кредит-Рейтинг” ([www.credit-rating.com.ua](http://www.credit-rating.com.ua))<sup>9</sup>. Це надає компанії, поки що, монопольне становище на ринку рейтингових послуг муніципалітетам.

Фактично, без рейтингового висновку цієї компанії муніципалітет не зможе погодити свої запозичення в Мінфіні (або йому знадобиться користуватися послугами міжнародних рейтингових агентств, послуги яких є значно дорожчими). На даний момент тарифи на “Кредит-Рейтинг” є такими: 10 тис. дол. США – за присвоєння рейтингу та 7.5 тис. дол. США – за підтримання рейтингу впродовж 1 року.

Вже в липні (22 липня 2003 р.) рейтингове агентство “Кредит-Рейтинг” оголосило про присвоєння займу міської ради м. Южне (Одеська область) короткострокового кредитного рейтингу “uaK3” по так званій українській національній шкалі<sup>10</sup>. Місто Южне здійснило позику обсягом 2.4 млн. грн. строком до 1 року та сплатою процентів за ставкою 22% річних.

За твердженням агентства це перший в Україні внутрішній кредитний рейтинг муніципальної позики, присвоєний на основі повноцінної рейтингової процедури. В ході аналізу рейтингове агентство використовувало повну фінансову звітність муніципалітету, а також внутрішню інформацію, надану міською радою.

<sup>9</sup> Експертний висновок є по ствердженню представників самої компанії.

<sup>10</sup> Національна рейтингова шкала, розроблена агентством “Кредит-Рейтинг”.

Без отримання цього рейтингу від агентства “Кредит-Рейтинг” місто Южне не змогло б здійснити погодження цього кредиту в Міністерстві фінансів.

Очевидним є те, що при відсутності змін в нормативному регулюванні отримання муніципалітетами рейтингового висновку, маленькі міста перебуватимуть у дуже не вигідному становищі. Розміри позик, які вони потребують, є відносно невеликими. Разом з тим плата за рейтинг фіксована і не лімітується ніякими нормативними актами. У випадку з м. Южне 10 тис. дол. США за присвоєння рейтингу представляють собою додаткові витрати емітента на здійснення запозичення у розмірі 2.2% від обсягу позики.

Крім Києва в 2003 р. муніципальних облігаційних позик не здійснив поки що жоден український муніципалітет. Відомо, що на внутрішньому ринку запозичення здійснило місто Іллічівськ (Одеська область), залучивши кредит на 2 млн. дол. США, і що зараз до випуску облігацій на внутрішньому ринку готуються Донецьк та Запоріжжя.<sup>11</sup> Уряд Криму надав перевагу запозиченню через банківський кредит по схемі рефінансування НБУ. За оцінками Міністра фінансів Криму Олександра Гресса це буде приблизно на 3 процентних пункти дешевше (11-12% за кредит замість 14-15% при залученні грошей шляхом випуску облігацій).

Протягом наступного року цілком вірогідним є продовження процесу коригування нормативно-правової бази муніципальних запозичень. За офіційною інформацією Мінфіна, вже зараз Міністерство фінансів України знаходиться в процесі вдосконалення цієї нормативно-правової бази. В Мінфіні цю сферу (муніципальних запозичень) курує, на даний момент, заступник Міністра фінансів Анатолій Шаповалов<sup>12</sup>. За його словами Мінфін розраховує на фінансову допомогу Світового банку в цій сфері.

### ***Облігаційні запозичення Києва***

Київська мерія почала роботу над випуском єврооблігацій ще в червні 2002 р. В червні ж 2002 р. з'являються і повідомлення про те, що Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробляє зміни до Закону “Про цінні папери і фондову біржу”, які б дозволили українським компаніям та муніципалітетам випускати зовнішні облігації (єврооблігації та ін.).<sup>13</sup>

Вперше наміри Києва щодо випуску власних облігацій були озвучені в середині серпня 2002 р. На той час влада Києва планувала розмістити зовнішні облігації на суму у 350-400 млн. дол. США. Тоді Київ вже

---

<sup>11</sup> “Как выпускать муниципальные облигации” // Деловая неделя, 21 жовтня 2003 р.

<sup>12</sup> З 2000 по 2002 р. - перший заступник Голови правління Національного банку України, з вересня 2002 р. по травень 2003 р. - Голова правління Ощадного банку України. Керує роботою і відповідає за діяльність Департаменту управління державним боргом. ([www.minfin.gov.ua/minfin/control/uk/publish/article?art\\_id=32903&cat\\_id=29458](http://www.minfin.gov.ua/minfin/control/uk/publish/article?art_id=32903&cat_id=29458))

<sup>13</sup> Згідно абзацу 3 статті 12 Закону “Про цінні папери і фондову біржу” вартість облігацій усіх видів повинна виражатися у гривнях. Така норма, фактично, унеможливило випуск зовнішніх корпоративних та муніципальних облігацій у твердій валюті (а оскільки їх випуск в гривнях теж не є можливим, то унеможливилось випуск зовнішніх паперів взагалі). Щоправда, це не стосується зовнішніх облігацій центрального уряду (це питання детально врегульовано Главою 3-1). Крім того, компанії та муніципалітети теж можуть “де-факто” випускати зовнішні облігації через механізм фідучіарних позик.

перебував в процесі переговорів з міжнародними рейтинговими агентствами щодо отримання кредитного рейтингу.

Київська влада з самого початку віддала перевагу зовнішнім запозиченням. Одним з аргументів Києва щодо цього було те, що на зовнішньому ринку кошти можна залучити під нижчу дохідність ніж на внутрішньому борговому ринку.<sup>14</sup>

На наміри Києва здійснити випуск зовнішніх цінних паперів досить швидко відреагували і деякі українські банки. Так, на початку вересня 2002 р. з'явилися повідомлення інформаційних агентств про те, що банк “НРБ-Україна” - дочірній банк російського Національного резервного банку ([www.nrb.ru](http://www.nrb.ru)) - хоче активізувати свій бізнес по обслуговуванню випусків цінних паперів. Тоді, за словами голови спостережної ради банку В'ячеслава Юткіна, НРБ-Україна мав намір запропонувати київській державній адміністрації виступити одним з менеджерів випуску єврооблігацій міста Києва. На думку НРБ-Україна Києву для випуску єврооблігацій знадобилися б послуги не лише міжнародних західних банків, але й місцевих українських банків.

Згодом представники київської міськадміністрації поступово почали називати більш скромні обсяги зовнішнього облігаційного запозичення. Спочатку плановий обсяг був знижений до 300-350 млн. дол. США, а потім ще нижче. Так, на початку листопада делегація київської міськадміністрації вже проводила в Лондоні переговори з іноземними банками щодо перспектив розміщення муніципальних єврооблігацій в обсязі 100-150 млн. дол. США строком на три роки.

Внаслідок певної затримки із отриманням кредитного рейтингу поступово почали переноситися планові строки розміщення – з першого на другий квартал 2003 р.

19 грудня 2002 р. відразу два провідних міжнародних рейтингових агентства - Standard & Poor's ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)) та Moody's Investors Service ([www.moody.com](http://www.moody.com)) – присвоїли Києву кредитні рейтинги. Standard & Poor's – рейтинг В з прогнозом “Негативний”, а Moody's – В2 з прогнозом “Стабільний”. Ці два рейтинги еквівалентні та відповідають суверенним рейтингам України від цих міжнародних агентств.

В 20-х числах січня 2003 р., після присвоєння рейтингів та затвердження міського бюджету, обсяг та структура запозичення були уточнені. Було заявлено, що Київ навряд чи буде на додаток до зовнішніх облігацій випускати облігації внутрішньої місцевої позики (в кінці 2002 р. в планах Києва було здійснення як зовнішнього, так і внутрішнього облігаційного запозичення). Причиною стало те, що гранична сума запозичень в бюджеті

---

<sup>14</sup> Це дійсно є так, але лише за умови того, що темп девальвації гривні до валюти запозичення буде невисоким, щоб вартість запозичення в перерахунку на гривні була б меншою за вартість альтернативного запозичення на внутрішньому ринку. Більш вагомим аргументом, звичайно, є те, що залучити на внутрішньому українському ринку 350-400 млн. дол. США поки що є дуже важким завданням.

Києва на 2003 р. була встановлена у розмірі 697.5 млн. грн., або біля 130 млн. дол. США. За переконанням керівництва Києва, якщо й виходити на внутрішній ринок, то із позикою обсягом мінімум у 100-150 млн. грн. Якщо відняти ці 100-150 млн. грн. від граничного обсягу запозичень, то залишилося б менше ніж 100 млн. дол. США. А з таким обсягом виходити на зовнішній ринок економічно не вигідно (як порадили Києву міжнародні банки та рейтингові агентства). Отже, було заявлено, що Київ планує випустити єврооблігації строком до 5 років під ставку до 11.5% на суму біля 130 млн. дол. США не пізніше початку липня 2003 р. Крім того, була уточнена мета запозичення.

По словам представників мерії, Київ потребував коштів для прискорення будівництва нових станцій метрополітену, реконструкції доріг та приведення в порядок міських парків.

На початку лютого керівництво київської міськадміністрації на чолі з мером Олександром Омельченко провели досить змістовні переговори із представниками німецької банківської групи Dresdner Bank Group ([www.dresdner-bank.com](http://www.dresdner-bank.com))<sup>15</sup>. Член правління Dresdner Bank Group Клодвіг Ройтер висловив впевненість, що перший крок Києва на міжнародному ринку капіталів буде досить успішним та що Dresdner Bank готовий прикласти зусилля, щоб допомогти Києву реалізувати випуск єврооблігацій найкращим чином.

В цей же час з'явилися повідомлення, що інвестиційний банк JP Morgan ([www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com)) прогнозує успішне розміщення муніципальних єврооблігацій Києва в 2003 р. По тодішніх оцінках JP Morgan, євробонди Києва торгувалися б на міжнародних ринках з мінімальним спредом до єврооблігацій Уряду України.

В середині лютого про готовність надати позики під муніципальні єврооблігації Києва заявили представники ING Bank ([www.ing.com](http://www.ing.com)). Це відбулося на зустрічі між керівництвом Києва (Олександром Омельченко та ін.) та управляючим директором ING Bank (Лондон) Робертом Грантом, віцепрезидентом банку Костянтином Мохначевим і головою правління ING Bank Україна ([www.ingbankukraine.com](http://www.ingbankukraine.com)) Олександром Писаруком.

Крім того, були проведені переговори з банками Credit Suisse First Boston, UBS Warburg та Deutsche Bank.

В середині лютого київська влада знов змінила плани. Київська міська адміністрація оголосила про плани в квітні-червні почати продавати свої внутрішні облігації на суму 120 млн. грн. При цьому мерія заявила, що хоче залучити менеджером для випуску цих облігацій банк "Хрещатик" ([www.xcitibank.com.ua](http://www.xcitibank.com.ua)). Решту ж з встановленої міським бюджетом загальної суми запозичень у 697.5 млн. грн. планувалося, як і раніше, залучити на зовнішньому ринку.

---

<sup>15</sup> З 23 липня 2001 року Dresdner Bank входить до складу фінансової групи Allianz Group, яка є однією з найбільших фінансових груп у світі.

На початку березня, після прийняття Кабінетом Міністрів 24 лютого постанови “Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів”, київська міська влада подала необхідний пакет документів в Мінфін для погодження запозичень.

В березні Київ знов відстрочив випуск зовнішніх облігацій, а завданням щодо випуску внутрішніх облігацій стало його здійснення в 2003 році взагалі. На цей раз щодо зовнішніх облігацій називався плановий строк – вересень-жовтень 2003 р. (замість травня-червня 2003 р. – цей строк був найбільш вірогідним до цього).

Основними причинами відстрочення були необхідність підтвердження рейтингів Києва з боку Standard & Poor’s і Moody’s та рішення здійснювати зовнішнє запозичення лише після розміщення Україною своїх суверенних міжнародних облігацій.

Крім того, певну роль, можливо, мало й те, що як раз в цей час (в кінці березня) мерія Києва розробила законопроект, який дозволяв би муніципалітетам випускати зовнішні облігації безпосередньо (а не у вигляді фідучіарних позик), і мала намір передати його у Верховну Раду. Останнє стало відомо зі слів члена ДКЦПФР Сергія Бірюка. Він стверджував, що прийняття парламентом такого закону дасть можливість знизити вартість виходу українських муніципалітетів на зовнішні ринки запозичень.<sup>16</sup>

В кінці березня Moody’s підтвердило рейтинг Києва на рівні B2 з прогнозом “Стабільний”. Після цього, на початку квітня, деякі керівники Києва стали наполягати на прискоренні процесу і прикладенні усіх зусиль для здійснення випуску обсягом 120 млн. євро в липні 2003 р.

20 травня 2003 р. Standard & Poor’s оголосило про підтвердження рейтингу Києва на рівні B та перегляд прогнозу зміни рейтингу з “Негативного” на “Стабільний”. Ця рейтингова дія була наслідком аналогічного перегляду Standard & Poor’s прогнозу зміни рейтингу України.

В цей же день стало відомо, що ВАТ КБ “Хрещатик”<sup>17</sup> остаточно визнаний переможцем тендера по відборі організатора розміщення облігацій внутрішньої позики Києва обсягом у 120-150 млн. грн. Після цього частіше всього стали називатися такі параметри зовнішньої фідучіарної позики: 105 млн. дол. США строком на 5 років.

23 травня 2003 р. нарешті стало відомо, які банки влада Києва обрала на роль лід-менеджерів по розміщенню своєї зовнішньої облігаційної позики. Ними стали Dresdner Kleinwort Wasserstein ([www.drkw.com](http://www.drkw.com))<sup>18</sup>, JP Morgan

<sup>16</sup> На той час (і зараз) муніципальні органи влади могли (можуть) виходити на зовнішні ринки капіталів через іноземні банки, які випускають облігації в забезпечення своїх кредитів органам місцевої влади (причина – формулювання абзацу 3 статті 12 Закону “Про цінні папери і фондову біржу”).

<sup>17</sup> Більше 70% акцій банку “Хрещатик” належить комунальним підприємствам Києва та іншим найбільш крупним підприємствам столиці. Тобто, фактично, банк “Хрещатик” є комунальним банком.

<sup>18</sup> Скорочено “DrKW”. Це інвестиційно-банківський підрозділ Dresdner Bank ([www.dresdner-bank.com](http://www.dresdner-bank.com)).

([www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com))<sup>19</sup> та UBS Warburg ([www.ibb.ubs.com](http://www.ibb.ubs.com))<sup>20</sup>. Юридичним радником Києва в цій транзакції була обрана компанія Baker & McKenzie ([www.bakernet.com](http://www.bakernet.com)). Відбір лід-менеджерів та юридичного радника здійснювався на конкурсній основі шляхом проведення тендеру.

В кінці червня – на початку липня під тиском лід-менеджерів київська влада була змушена збільшити ліміт запозичень столиці на 2003 р. до 210 млн. дол. США (лід-менеджери стверджували, що, якщо обсяг позики буде меншим за 200 млн. дол. США, то це не буде вигідно – і для Києва, і для них).

Наприкінці липня українська столиця, нарешті, реалізувала свої плани щодо виходу на ринок єврооблігацій. 29 липня 2003 р. Київ випустив 5-річну фідучіарну позику на суму 150 млн. дол. США.<sup>21</sup> Дохідність розміщення склала 8.75%. Розміщення облігацій відбулося по номінальній вартості (тобто купонна ставка теж склала 8.75%). Гроші надійшли на рахунки мерії 8 серпня. Дата погашення – 8 серпня 2008 р.

Як вже відзначалося вище, згідно з українським законодавством ніхто, крім Уряду України, напряму не може випускати зовнішні облігації. Саме тому Києвом була застосована схема фідучіарної позики. Банк Dresdner Bank AG виступив емітентом так званих нот участі в позиції<sup>22</sup> Києву. Потім банк надав Києву кредит у сумі 150 млн. дол. США (в розмірі надходжень від розміщення нот). При цьому банк не надає гарантії платежів - обслуговування боргу по нотах повністю залежить від можливостей міста Києва по обслуговуванню боргу за кредитом Dresdner Bank.

Юридично дана транзакція була складною. Її реалізації допомагали декілька юридичних радників. Юридичним радником лід-менеджерів з питань українського права була фірма Шевченко Дідковський і Партнери ([www.shevidid.com](http://www.shevidid.com)), а з питань англійського та німецького права - Clifford Chance ([www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)). Компанія Baker & McKenzie ([www.bakernet.com](http://www.bakernet.com)) виступала у якості юридичного радника з питань англійського, німецького та українського права для мерії Києва.

Оцінюючи випуск, вітчизняні банкіри зазначили, що, з урахуванням тодішньої кон'юнктури, це - доволі вдала операція. Справа в тому, що Київ вийшов на міжнародний ринок запозичень не в зовсім вдалий час, коли базові доларові дохідності (по казначейських цінних паперах США) зростали. Якби Київ виходив на ринок приблизно в той же час, коли й Уряд України (на початку червня), то дохідність розміщення, при інших рівних умовах, була б нижчою приблизно на 100 базисних пунктів (1 процентний пункт).

Презентація (road-show) випуску проходила в Лондоні, Франкфурті, Женеві і Цюриху. Внаслідок не найкращої ситуації на ринках капіталу почали

---

<sup>19</sup> J.P. Morgan – це інвестиційно-банківський бренд J.P. Morgan Chase & Co. ([www.jpmorganchase.com](http://www.jpmorganchase.com)).

<sup>20</sup> UBS Warburg – це інвестиційно-банківський підрозділ UBS ([www.ubs.com](http://www.ubs.com)). На даний момент має офіційну назву "UBS Investment Bank".

<sup>21</sup> Див. стислу інформацію на сторінці [cbonds.com.ua/emissions/emission.phtml?id=286](http://cbonds.com.ua/emissions/emission.phtml?id=286)

<sup>22</sup> Loan participation notes.

з'являтися плани щодо випуску Києвом коротших паперів – із строком погашення 3-4 роки (щоб зробити позику дешевшою). Головною метою було залишитися в рамках стелі у 9% річних, яка була встановлена у рішенні Київради. Але на зустрічах з інвесторами з'ясувалося, що вони зацікавлені в 5-річних паперах міста Києва, говорячи при цьому про зростання довіри до України та успішний випуск облігацій зовнішньої державної позики України на початку червня 2003 р. В результаті, Києву вдалося випустити 5-річні папери під 8.75% річних. Спред склав 560 базисних пунктів.<sup>23</sup>

Міжнародне рейтингове агентство Standard & Poor's присвоїло нотах участі в позиці Києва рейтинг на рівні В зі стабільним прогнозом, а агентство Moody's - B2 зі стабільним прогнозом. Ці рейтинги є еквівалентними за рівнем та відповідають рейтингам Києва як емітента, присвоєних Києву цими агентствами.

Київ планував здійснити додаткове розміщення своїх зовнішніх паперів обсягом біля 50-60 млн. дол. США, за умови сприятливої кон'юнктури. Але зрештою вибір все ж таки був зроблений на користь внутрішнього облігаційного запозичення обсягом у 150 млн. грн.

В кінці серпня 2003 р. ДКЦПФР заявила про плани в стислі строки прийняти нове положення, яке регулюватиме випуск внутрішніх муніципальних облігацій. ДКЦПФР хотіла мати нову нормативну базу до листопада 2003 р., оскільки на цей час припадала очікувана дата випуску внутрішньої позики Києва.

Комісія реалізувала ці плани успішно. 7 жовтня 2003 року ДКЦПФР прийняла Рішення № 414 "Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик". 28 жовтня цей документ був зареєстрований в Міністерстві юстиції і набрав чинності 8 листопада 2003 року.

Вже 30 жовтня банк "Хрещатик", який виступає лід-менеджером по організації випуску внутрішніх облігацій Києва, подав в ДКЦПФР документи для реєстрації випуску облігацій внутрішньої місцевої позики Києва та інформації про їх випуск. Згідно проспекту емісії, облігації будуть мати купон, ставка якого в перший рік обігу облігацій складе 14% річних, у другий рік - 13%, в третій рік - 12%, а в наступні два роки буде встановлюватися із розрахунку 150% облікової ставки НБУ, але не вище 14% і не нижче 10%.<sup>24</sup> Обсяг позики за номіналом – 150 млн. грн. Очікується, що розміщення почнеться 25 листопада.

---

<sup>23</sup> Спред по суверенним міжнародним облігаціям України, випущеним на початку червня, склав 433 базисних пункти. Тобто спред Києва над суверенними облігаціями України складає біля 1.3 процентних пункти.

<sup>24</sup> Облікова ставка НБУ з 5 грудня 2002 р. встановлена на рівні 7% і до цього часу не змінювалася.

### 3. Посередники

Ключовими посередниками між емітентами (позичальниками) та інвесторами (кредиторами) на ринках муніципальних облігацій виступають андеррайтери та організатори випусків. Тут слід відмітити, що окреме виділення організатора випуску, як посередника при муніципальних облігаційних запозиченнях, було введено новим нормативним документом ДКЦПФР - Положенням про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик, яке було затверджене Комісією на початку жовтня 2003 р.<sup>25</sup>

Відповідно до цього Положення організатор випуску - це “юридична особа, яка за дорученням емітента відповідно до укладеного договору, від імені і за рахунок емітента виконує обов’язки з організації розміщення облігацій”. Цим Положенням передбачений і такий посередник як андеррайтер. При цьому терміни андеррайтер, андеррайтинг, та деякі інші терміни вживаються у Положенні про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик відповідно до нового Положення про порядок випуску облігацій підприємств<sup>26</sup>.

Відповідно до останнього Положення:

- *андеррайтер* - юридична особа, яка відповідно до укладеного з емітентом договору андеррайтингу здійснює розміщення облігацій емітента. Ним може бути виключно особа, яка у встановленому порядку одержала ліцензію на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів - діяльності по випуску та обігу цінних паперів (торговець цінними паперами);
- *андеррайтинг* - купівля на первинному ринку облігацій в емітента з наступним їх перепродажем первинним власникам облігацій; укладання договору про гарантування повного або часткового продажу облігацій емітента першим власникам, про повний чи частковий їх викуп за фіксованою ціною з наступним перепродажем або про накладання на покупця обов’язку робити все можливе, щоб продати якомога більше цінних паперів, не беручи зобов’язання придбати будь-які облігації, що не були продані.

При цьому Положенням про порядок випуску облігацій підприємств не передбачається такий вид посередників як “організатор випуску”. Отже, це є нововведенням саме для ринку муніципальних облігацій.<sup>27</sup>

Основною відмінною рисою організатора випуску від андеррайтера є те, що він не зобов’язаний мати ліцензію на здійснення діяльності по випуску та

<sup>25</sup> Рішення ДКЦПФР № 414 від 7.10.2003 “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” (зарєєстроване в Мін’юсті 28.10.2003 за № 982/8303).

<sup>26</sup> Рішення ДКЦПФР № 322 від 17.07.2003 “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств” (зарєєстроване в Мін’юсті 13.08.2003 за № 706/8027).

<sup>27</sup> Хоча, можливо, при прийнятті Положення про порядок випуску облігацій підприємств, яке приймалося на 2.7 місяці раніше ніж Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик, просто не подумали про доцільність введення такого інституту як організатор випуску. Тому, цілком ймовірно, що через певний час в Положенні про порядок випуску облігацій підприємств буде зроблена поправка з цього приводу і організатори випусків стануть легітимними і на ринках корпоративних облігацій.

обігу цінних паперів. Внаслідок цього, він не може здійснювати гарантований андеррайтинг муніципальних облігацій – викуп їх на первинному ринку на себе з подальшим перепродажем.

Отже, якщо муніципалітет не користуватиметься послугами андеррайтерів, то у якості “організаторів випусків” муніципальних облігацій виступатимуть, як правило, невеликі небанківські фірми - фінансові консультанти.

Слід зазначити, однак, що роль фінансового консультанту можуть виконувати як безпосередні учасники фінансового ринку (інвестиційні, універсальні та комерційні банки), так і консалтингові компанії. А в окремих випадках для випуску муніципальних облігацій формуються спеціальні консультативні консорціуми, які складаються з представників різних інститутів.

Фінансові консультанти виконують наступні основні функції:

- визначення розумної потреби позичальника в фінансових ресурсах та її часової структури;
- визначення інструменту залучення позикових ресурсів (боргові цінні папери; кредити, в тому числі синдіковані) та цільових ринків, на яких таке залучення можливе;
- визначення основних параметрів залучення позикових ресурсів, перш за все, обсягу залучення (обсягу емісії цінних паперів або суми кредиту) та прийнятної ціни фінансових ресурсів;
- надання рекомендацій по підбору та залученню інших інститутів в процес реалізації транзакції по отриманню боргового фінансування;
- надання рекомендацій по підвищенню надійності цінних паперів, що випускаються, оптимізації їх забезпечення, а також рекомендацій щодо окремих заходів, спрямованих на підвищення кредитного рейтингу та покращення іміджу в очах інвесторів;
- консультації по оптимізації фінансового управління та організації фінансових потоків;
- консультаційний супровід емітента при підготовці та проведенні презентацій.

У якості андеррайтерів муніципальних облігацій в Україні виступатимуть, перш за все, крупні універсальні банки, які розвивають свій облігаційний бізнес. Можна прогнозувати, що в більшості випадків ці крупні банки будуть поєднувати виконання ролей андеррайтерів та організаторів випусків. У невеликих фірм є хороші шанси робити бізнес в сегменті невеликих за обсягом випусків муніципальних облігацій, який є менш цікавим для крупних учасників ринку.

Деякі з українських банків, інвестиційних компаній та торговців цінними паперами вже мали певний досвід по організації та андеррайтингу випусків муніципальних облігацій, які здійснювалися в 1995-1998 рр.

Серед них можна назвати наступні: харківський Акціонерний Східно-Український банк “Грант” ([www.grant.kharkov.ua](http://www.grant.kharkov.ua)), львівська обласна

дирекція АКБ “Укрсоцбанк” ([www.ukrsotsbank.com](http://www.ukrsotsbank.com)), запорізький Комерційно-акціонерний банк “Слов’янський”, банк “Україна”, одеський банк “Порто-Франко”, донецька інвестиційна компанія “Афіна”, київський торговець цінними паперами “Майстер брок”, київський банк “Київська Русь” ([www.kruss.kiev.ua](http://www.kruss.kiev.ua)).

На теперішній час з усіх перелічених посередників, безумовно, найбільші перспективи щодо розвитку бізнесу по організації та андеррайтингу муніципальних позик має АКБ “Укрсоцбанк”. Решта ж або невеликого розміру (що зменшує можливості гарантованого андеррайтингу та конкурентноздатність в порівнянні з крупними посередниками), або взагалі зникли (банки “Слов’янський”, “Україна”).

До речі, на сайті Укрсоцбанку можна навіть знайти документ під назвою “Пам’ятка емітенту муніципальних облигацій”, що говорить про зацікавленість цього банку у розширенні свого бізнесу по організації випусків боргових цінних паперів і на сегмент муніципальних облигацій.

На сучасному етапі реальний досвід в організації випусків муніципальних облигацій на внутрішньому українському ринку вже активно набуває банк “Хрещатик” ([www.xcitibank.com.ua](http://www.xcitibank.com.ua)). Як вже згадувалося вище, він виступає лід-менеджером по організації випуску внутрішніх облигацій Києва. Під “лід-менеджером” слід розуміти поєднання усіх функцій з організації випуску: банк виступає і андеррайтером, і організатором випуску, і фінансовим консультантом.

Що стосується ринку муніципальних єврооблигацій, то тут посередниками виступатимуть, безумовно, міжнародні інвестиційні банки. Українські банки навряд чи зможуть скласти їм якусь конкуренцію. Максимум, на що можна сподіватися, так це участь в транзакції у якості ко-лід-менеджеру, за умови сильного наполягання на цьому з боку емітента-муніципалітету. На таку роль зможуть претендувати лише найбільш крупні та капіталізовані українські банки.

На відміну від ринків державних цінних паперів, для ринків муніципальних цінних паперів характерною є наявність деяких допоміжних посередників.

Як вже згадувалося вище, майже всі випуски муніципальних облигацій, в тому числі і на внутрішньому ринку, потребують юридичного висновку. Складні юридична структура багатьох випусків муніципальних облигацій та система регулювання муніципальних запозичень призводять до підвищеної необхідності в залученні незалежного юридичного радника (юридичної фірми). З огляду на це, можна очікувати, що для українських юридичних фірм, які пропонують юридичні послуги на ринку цінних паперів, внутрішній ринок муніципальних облигацій виявиться більш привабливим, ніж внутрішній ринок корпоративних облигацій.

Важливою групою допоміжних посередників на ринках муніципальних облигацій виступають також інститути забезпечення зобов’язань, якими є, перш за все, страхові компанії. Страхова компанія бере на себе безумовне та

безвідкличне зобов'язання здійснити виплати за застрахованими облігаціями у випадку дефолту емітента. В цьому випадку ризик для інвестора суттєво скорочується, і це відображається в кредитному рейтингу застрахованих облігацій – він підвищується до рівня рейтингу самої страхової компанії. Страхування муніципальних облігацій як форма забезпечення зобов'язань отримало розвиток відносно нещодавно, із 1970 – 1980 рр. Однак, вже в 1997 р. частка застрахованих емісій в загальному обсязі емісій муніципальних облігацій США склала 40%.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США: Экономические аспекты. С. 91.

## 4. Правова та регулятивна основа

Для більш повного розуміння правової та регулятивної основи ринку муніципальних облігацій в Україні корисно розуміти систему регулювання муніципальних запозичень в Україні в цілому.

Українські субнаціональні уряди (органи місцевого самоврядування) історично мали доступ до трьох типів запозичень: 1) запозичення від уряду вищого рівня; 2) кредити комерційних банків; 3) випуск облігацій.

На практиці запозичення першого типу здійснювалися без якихось чітких правил визначення того, яким чином проводити виділення таких позик. За такими позиками проценти не нараховувались. Ці позики часто перетворювалися на субвенції (тобто списувалися) в кінці бюджетного року. Зараз Бюджетним кодексом позики одного бюджету іншому фактично заборонені<sup>29</sup>.

Повноваження субнаціональних урядів на здійснення запозичень обумовлене в Законі про місцеве самоврядування<sup>30</sup>, в Законі про цінні папери і фондову біржу<sup>31</sup> та в Бюджетному кодексі<sup>32</sup>. Норми Закону про місцеве самоврядування та Бюджетного кодексу відносяться до усіх форм запозичень, а от норми Закону про цінні папери і фондову біржу відносяться лише до запозичень, здійснених у формі цінних паперів - облігацій.

І Закон про місцеве самоврядування, і Закон про цінні папери і фондову біржу, і Бюджетний кодекс встановлюють, що рішення щодо здійснення запозичень приймаються відповідною радою.

Слід зазначити, що Бюджетний кодекс має інтерпретуватися таким чином, що він обмежує або відміняє усі положення інших (більш старих) законів, які суперечать його положенням.

На сьогоднішній день існує лише одне обмеження на муніципальні запозичення. Воно встановлене п. 4 статті 74 Бюджетного кодексу: видатки на обслуговування боргу місцевих бюджетів не можуть щорічно перевищувати 10% видатків загального фонду відповідного місцевого бюджету протягом будь-якого бюджетного періоду, коли планується обслуговування боргу. При цьому під видатками розуміють лише проценти (виплати основної суми боргу сюди не включаються; відповідно до Бюджетного кодексу, вони входять до “витрат” і не входять до “видатків”).

Основні положення Бюджетного кодексу, які відносяться до муніципальних запозичень, можна подивитися в додатку 3.

---

<sup>29</sup> Стаття 73.

<sup>30</sup> Стаття 26 (п. 1, п. п. 26) та Стаття 70.

<sup>31</sup> Статті 3 та 11.

<sup>32</sup> Статті 16, 72, 73 та 74.

Бюджетний кодекс встановив, що порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів встановлюється Кабінетом Міністрів України відповідно до умов, визначених Бюджетним кодексом<sup>33</sup>.

Даний порядок розроблявся протягом 2002 року. На початку 2003 року ця робота була завершена і 24 лютого 2003 р. була прийнята постанова Кабінету Міністрів № 207 “Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів”. Цей документ, фактично, виступає зараз базовим підзаконним актом у сфері муніципальних запозичень. В розробці цього нормативного документу приймала участь юридична фірма “Магістр & Партнери” ([www.magisterandpartners.com](http://www.magisterandpartners.com)). Про це зазначається на сайті цієї фірми.

Відповідно до цього нормативного документу, муніципальні запозичення можуть здійснюватися у формі: випуску облігацій внутрішніх місцевих позик; укладення угод про отримання позик, кредитів, кредитних ліній у фінансових установах.

Отже, прямий випуск зовнішніх облігацій не передбачений. Як вже зазначалося вище, ДКЦПФР та київською владою розроблявся законопроект щодо внесення необхідних змін в Закон про цінні папери і фондову біржу, які б дозволили випуск корпоративних та муніципальних єврооблігацій. В березні 2003 р. цей законопроект був навіть поданий у Верховну Раду (за заявами розробників), але поки що змін так і не внесено. Вихід для муніципалітетів, які бажають здійснювати зовнішні облігаційні запозичення, один – використовувати механізм фідучіарних позик. Саме такий механізм був використаний Києвом при випуску своїх зовнішніх паперів влітку цього року.

При цьому слід пам’ятати, що згідно із Бюджетним кодексом зовнішні запозичення взагалі можуть здійснювати лише міста із чисельністю населення понад 800 тисяч мешканців. Крім Києва таких міст в Україні тільки 5 (див. розділ 2 “Сучасний стан ринку” вище).

“Порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів” передбачає досить тривалий строк погодження запозичення в Міністерстві фінансів – 20 робочих днів (майже цілий календарний місяць). Це робить процедуру випуску внутрішніх муніципальних облігацій значно більш тривалою, ніж випуску внутрішніх корпоративних облігацій.

Документом передбачається подання в Міністерство фінансів великого пакету документів для погодження запозичення. На особливу увагу в переліку необхідних документів заслуговує висновок рейтингового агентства. Як вже зазначалося в розділі 2 “Сучасний стан ринку” (див. вище), на даний момент легітимними для Мінфіну є висновки лише одного внутрішнього рейтингового агентства – “Кредит-Рейтинг”. При цьому не існує ніяких нормативних документів, які б встановлювали правила

---

<sup>33</sup> Стаття 74 (п. 6).

визначення тарифів на подібні рейтингові послуги або встановлювали б граничні тарифи.

Безпосередньо муніципальних облігацій стосується лише один нормативний документ - рішення ДКЦПФР № 414 від 7.10.2003 “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик”.

Затвержене цим рішенням “Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” є досить детальним технічним документом, який регламентує процедуру випуску, розміщення та, частково, погашення муніципальних облігацій.

Це Положення встановлює порядок реєстрації випуску муніципальних облігацій та інформації про їх випуск у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку, порядок подання звіту про результати розміщення випуску облігацій, звіту про погашення облігацій та скасування реєстрації випуску цих облігацій.

Визначення деяких термінів, які вживаються в цьому Положенні, можна знайти в “Положенні про порядок випуску облігацій підприємств”.<sup>34</sup>

Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик встановлює строк розгляду ДКЦПФР поданих для реєстрації випуску муніципальних облігацій документів у 30 календарних днів (такий самий, як і для випусків корпоративних облігацій).

Пунктом 2.8 Положення встановлено, що: “Облігації можуть випускатися на пред’явника в документарній формі або в бездокументарній формі з іменною ідентифікацією власників на підставі облікового реєстру власників у зберігача.”.

Таке роз’яснення є досить важливим, адже Закон про цінні папери і фондову біржу встановлює, що муніципальні облігації можуть бути лише на пред’явника. Внаслідок цього деякі фахівці, на чию думку цінні папери на пред’явника можуть мати лише документарну форму, стверджували, що муніципальні облігації можуть випускатися лише в документарній формі.<sup>35</sup>

Окремо слід зупинитися на інвестиційних регулятивних правилах, встановлених Законами України та іншими нормативно-правовими актами для різних типів інституціональних інвесторів, які впливають на їхні інвестиції у муніципальні облігації.

Ці правила можна знайти в наступних документах:

---

<sup>34</sup> Рішення ДКЦПФР № 322 від 17.07.2003 “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств” (зарєстроване в Мін’юсті 13.08.2003 за № 706/8027)

<sup>35</sup> Денисенко М., Кабанов В., Недбайло О. Становлення ринку облігацій в Україні. // Ринок цінних паперів України, № 3-4 за 2003 рік.

- 1) Закон України № 2299-III від 15.03.2001 “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”;
- 2) Закон України № 1057-IV від 9.07.2003 “Про недержавне пенсійне забезпечення”;
- 3) Закон України № 1058-IV від 9.07.2003 “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування”;
- 4) Постанова Правління НБУ № 368 від 28.08.2001 “Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні” (zareєстрований в Мін’юсті 26.09.2001 за № 841/6032).

Закон про інститути спільного інвестування встановлює межу в 10% від загальної вартості активів на інвестиції диверсифікованих ІСІ в муніципальні облігації.<sup>36</sup>

Закон про недержавне пенсійне забезпечення встановлює межу в 20% від загальної вартості пенсійних активів на інвестиції НПФ в муніципальні облігації.<sup>37</sup>

Закон “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування” встановлює межу в 10% від загальної вартості пенсійних активів на інвестиції Накопичувального фонду та НПФ, які працюватимуть в другому рівні пенсійної системи, в муніципальні облігації.<sup>38</sup> Аналогічне обмеження, згідно із цим Законом, застосовується щодо інвестицій в муніципальні облігації коштів резерву Пенсійного фонду України.

Що стосується Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні, то вона не встановлює якихось прямих обмежень на банківські інвестиції в муніципальні облігації. Однак, в ній містяться певні норми, які стимулюють банки фінансувати місцеві органи влади через облігаційні позики, а не через кредити.

Одним з найважливіших нормативних показників, за яким слідкує НБУ, є норматив адекватності регулятивного капіталу. Він встановлюється для запобігання надмірному перекладанню банком кредитного ризику та ризику неповернення банківських активів на кредиторів/вкладників банку. Значення показника адекватності регулятивного капіталу визначається як співвідношення регулятивного капіталу банку до сумарних активів і певних позабалансових інструментів, зважених за ступенем кредитного ризику та зменшених на суму створених відповідних резервів за активними операціями. Максимальне значення показника адекватності регулятивного капіталу зараз встановлене на рівні 8%. Отже, особливе значення мають коефіцієнти зважування, які встановлені для різних категорій активів в даній Інструкції НБУ. Для муніципальних облігацій передбачений коефіцієнт зважування у 20%, а для кредитів муніципалітетам – 50%.<sup>39</sup> Це створює

---

<sup>36</sup> Стаття 4.

<sup>37</sup> Стаття 49 (п. 1, п. п. 7).

<sup>38</sup> Стаття 88 (п. 1, п. п. 7).

<sup>39</sup> Розділ IV, Глава 1 (п. 1.3).

явний стимул для банків при фінансуванні субнаціональних позичальників надавати перевагу облігаціям, а не кредитам.

Взагалі, нормативно-правова база, яка регулює питання місцевого самоврядування в цілому та муніципальні запозичення зокрема є дуже широкою. Перелік нормативно-правових актів, які, на думку автора, мають найбільш важливе значення для створення правової та регулятивної основи для муніципальних запозичень та ринку муніципальних облігацій в Україні, приводиться в додатку 4.

В червні 2002 р. авторитетною дослідницькою установою *Urban Institute* ([www.urban.org](http://www.urban.org)) був підготовлений звіт “Legal and Regulatory Framework for Sub-National Borrowing”. В ньому містяться детальні пропозиції щодо правової та регулятивної основи для субнаціональних запозичень в Україні. Електронну версію цього звіту можна отримати на сайті Регіональної місії Агентства США з міжнародного розвитку в Україні [www.usaid.kiev.ua](http://www.usaid.kiev.ua) (в розділі Library).

Деякі з пропозицій міжнародних експертів вже враховані в нових нормативних документах, які згадувалися вище. Однак, більшість корисних пропозицій ще не знайшла належного відображення в нормативно-правовій базі.

## 5. Торговельна та розрахункова інфраструктура

На внутрішньому українському ринку торгівля муніципальними облігаціями, скоріше всього, буде переважно відбуватися на неорганізованому, так званому “телефонному” ринку. На ринках державних та корпоративних облігацій України була і поки що залишається саме така ситуація.

Із ліцензованих українських організаторів торгівлі цінними паперами найбільш вірогідним кандидатом на роль організаційно-оформленого ринку муніципальних облігацій є ПФТС ([www.pfts.com](http://www.pfts.com)) - зараз на ПФТС відбувається більше 99% організованої торгівлі цінними паперами в Україні.

Переважаючою організаційною формою первинного ринку внутрішніх муніципальних облігацій буде, скоріше всього, моноціновий аукціон. Саме такий спосіб розміщення закріпився на ринку корпоративних облігацій<sup>40</sup>. Такі аукціони проводяться банками-організаторами випусків шляхом збирання договорів-заявок на придбання облігацій, які надсилаються інвесторами. Час проведення такого “аукціону” може бути досить тривалим – декілька тижнів. В результаті заявки починають задовольнятися по єдиній ціні/дохідності, починаючи з тих заявок, в яких містяться найбільш вигідні для емітента цінові умови. Єдина ціна/дохідність дорівнює ціні/дохідності з найкращої (найвигіднішої для емітента) заявки. Чітких правил такого роду аукціонів поки що немає. Єдиним для всіх них є лише моноціновий принцип. Напевне, що такого роду процедури первинних ринків корпоративних та муніципальних облігацій поступово будуть вдосконалюватися та стандартизуватися.

Незважаючи на те, що згідно із Законом про цінні папери і фондову біржу муніципальні облігації можуть бути лише на пред’явника, більшість випусків буде здійснюватися в бездокументарній формі<sup>41</sup>. Адже бездокументарна форма випуску є, як правило, більш дешевою для емітента та значно зручнішою для більшості інвесторів, ніж документарна форма.

Виходячи з цього, основною депозитарно-розрахунковою інфраструктурою для ринку муніципальних облігацій виступатиме депозитарій ВАТ “Міжрегіональний фондний союз” – МФС ([www.mfs.kiev.ua](http://www.mfs.kiev.ua)). Для того, щоб інвестувати кошти в певні облігації внутрішньої місцевої позики, інвестору буде необхідно мати рахунок у цінних паперах у зберігача, який має рахунок у цінних паперах в МФС. Станом на 1 листопада 2003 р. на рахунках в МФС знаходилося цінних паперів на 28.26 млрд. грн. (за номінальною вартістю). Зараз в Україні функціонує всього 184 зберігача ([www.ssmc.gov.ua/5/4/1](http://www.ssmc.gov.ua/5/4/1)). В

---

<sup>40</sup> Метод єдиної дохідності – моноцінового аукціону - був запропонований автором (у якості альтернативи дискримінаційному або багато ціновому аукціону) для використання при розміщенні дебютного випуску облігацій АКБ “Райффайзенбанк Україна” в червні 2001 р. Після певних дискусій було прийняте рішення використовувати саме цей метод. Це був, фактично, перший публічний випуск недержавних облігацій в Україні з сильною інформаційною підтримкою. Після випуску облігацій Райффайзенбанку метод єдиної дохідності почав використовуватися у переважній більшості випусків українських корпоративних та банківських облігацій.

<sup>41</sup> Цінні папери на пред’явника можуть бути не тільки в документарній, а і в бездокументарній формі (див. більш детальні роз’яснення з цього приводу в попередньому розділі “Правова та регулятивна основа”).

депозитарії МФС із цих 184 зберігачів рахунки у цінних паперах мають 112 зберігачів ([www.mfs.kiev.ua/page.php?id=31](http://www.mfs.kiev.ua/page.php?id=31)).

З точки зору торговельної та розрахункової інфраструктури український внутрішній ринок муніципальних облігацій є і буде майже ідентичним із ринком корпоративних облігацій. При аналізі внутрішнього ринку боргових цінних паперів України ці два ринки можна буде об'єднувати в один – ринок внутрішніх недержавних облігацій.

## 6. Джерела даних та інформації

Інформацію щодо багатьох потенційних українських емітентів муніципальних облігацій – міст та АР Крим – можна отримати з Інтернет. Завдяки проекту “Українські міста в Інтернеті” ([www.cityukraine.osp.com.ua](http://www.cityukraine.osp.com.ua)) багато українських міст вже мають офіційні веб-сайти. Але велика кількість міст розробила та впровадила свої сайти самостійно, без допомоги цього проекту.

Перелік сайтів 52 українських міст та АР Крим можна отримати з додатку 5.

Корисним Інтернет ресурсом щодо українських муніципалітетів є також і сайт Асоціації міст України ([www.auc.org.ua](http://www.auc.org.ua)).

Важливим видом інформації на ринках муніципальних облігацій є інформація рейтингових агентств щодо кредитних рейтингів, присвоєних ними тим чи іншим муніципалітетам.

Ринок субнаціональних запозичень є єдиним в Україні борговим ринком, на якому позичальники зобов’язані отримувати кредитний рейтинг (мати висновок рейтингового агентства щодо здатності позичальника своєчасно і в повному обсязі здійснювати розрахунки за борговими зобов’язаннями<sup>42</sup>). При чому кваліфікація рейтингового агентства повинна бути підтвердженою експертним висновком або Світового банку, або Міжнародного валютного Фонду, або Європейського банку реконструкції та розвитку.<sup>43</sup>

На даний момент такий експертний висновок (від Світового банку) має лише компанія “Кредит-Рейтинг” ([www.credit-rating.com.ua](http://www.credit-rating.com.ua)).<sup>44</sup> В липні 2003 р. компанією був присвоєний перший муніципальний рейтинг - займу міста Южне. Зараз в стадії присвоєння перебувають рейтинги ще двох міст.

Нижче приводяться сайти провідних міжнародних рейтингових агентств та їх представників в регіоні Центральної та Східної Європи.

1. Standard & Poor’s - [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

Standard & Poor’s в Росії - [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)

Аналітичний бюлетень *Кредит Russia* - [www.creditrussia.ru](http://www.creditrussia.ru)

2. Moody’s Investors Service - [www.moody.com](http://www.moody.com)

CRA Rating Agency, a.s. - [www.crarating.com](http://www.crarating.com) (Чехія)

Рейтингове агентство *Интерфакс* - [rating.interfax.ru](http://rating.interfax.ru) (Росія)

---

<sup>42</sup> П. п. 6), п. 6 “Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів” (Постанова КМУ № 207 від 24.02.2003)

<sup>43</sup> Там же.

<sup>44</sup> На сайті компанії не розміщено копії експертного висновку, але начальник аналітичного відділу компанії “Кредит-Рейтинг” Євгеній Шакин стверджує, що компанія отримала висновок СБ.

### 3. Fitch Ratings - [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

Fitch Polska S.A. - [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl) (Польща)

Точну рейтингову інформацію щодо зовнішніх облігаційних запозичень українських міст слід шукати саме на сайтах міжнародних рейтингових агентств.

По мірі розвитку внутрішнього ринку муніципальних облігацій, появи на ньому нових випусків, котирування цін, важливими джерелами інформації стануть:

- ДКЦПФР ([www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua)), яка здійснює реєстрацію нових випусків облігацій;
- офіційні видання Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України і ДКЦПФР, в яких емітенти зобов'язані розміщувати інформацію про випуск муніципальних облігацій<sup>45</sup>;
- веб-сайти андеррайтерів / організаторів випусків, на яких можна буде знайти інвестиційні меморандуми щодо випусків муніципальних облігацій, які вони організовували (в цих документах наводиться, як правило, більш детальна та аналітична інформація щодо фінансового стану та господарської діяльності емітента); крім того, на сайтах андеррайтерів можна буде дізнатися поточні котирування цін муніципальних облігацій даним андеррайтером;
- організатор(и) торгівлі, на якому(их) буде сконцентрована торгівля муніципальними облігаціями – на сайтах організаторів торгівлі можна буде отримувати дані, можливо і історичні, щодо цін попиту та пропозиції, а також обсягів торгівлі.

---

<sup>45</sup> П. 4.4 Рішення ДКЦПФР № 414 від 7.10.2003 “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” (зареєстроване в Мін’юсті 28.10.2003 за № 982/8303)

## 7. Транзакційні витрати та оподаткування

Відразу зазначимо, що в цьому розділі буде вестися мова лише про транзакційні витрати та оподаткування на внутрішньому українському ринку муніципальних облігацій.

Транзакційні витрати на певному ринку цінних паперів є обернено пропорційними до ступеня розвиненості цього ринку, і перш за все до рівня ліквідності та обсягу ринку. Чим більш ліквідним є ринок, чим більше операцій на ньому здійснюється, чим більшим є обсяг цих операцій, тим меншими (у відносному вираженні) є комісійні усіх видів посередників, які працюють на даному ринку.

Оскільки внутрішній ринок муніципальних облігацій в Україні лише починає розвиватися, то немає можливості оцінити рівень таких ключових статей транзакційних витрат, як брокерські комісійні та спред між цінами попиту та пропозиції. Саме для цих типів транзакційних витрат є найбільш характерною обернена пропорційність до ступеня розвиненості цього ринку.

Важливим видом транзакційних витрат інвесторів є оплата послуг зберігачів. Основною складовою цих витрат є плата за зберігання цінних паперів, яка виражається як процент від їх вартості (номінальної або ринкової) за певний період. Розмір цієї плати у річному вимірі можна оцінити (в середньому) у 0.03-0.05% від середньорічного залишку на рахунку у цінних паперах. Крім того, зберігачі беруть фіксовані плати за відкриття та закриття рахунку у цінних паперах, видачу виписки з рахунку, зарахування цінних паперів на рахунок / списання цінних паперів з рахунку та ін.

До квітня 1999 р. суттєвою складовою транзакційних витрат при операціях з цінними паперами (включаючи муніципальні облігації) було державне мито на операції купівлі-продажу цінних паперів, встановлене Декретом Кабінету Міністрів України № 7-93 від 21.01.1993 “Про державне мито”. Розмір його складав 0.2% від суми угоди.

Однак, відповідно до Закону України № 539-XIV від 23.03.1999 “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України”, у вказаний Декрет були внесені зміни, згідно з якими держмитом по операціях з цінними паперами було виключене.

Якщо говорити про транзакційні витрати первинного ринку, тобто додаткові витрати емітентів на випуск муніципальних облігацій, то серед них слід звернути увагу на витрати по отриманню висновку рейтингового агентства. В попередніх розділах вже згадувалася дана проблема. Отримання висновку рейтингового агентства дійсно на даний момент є проблемою для муніципалітетів невеликого розміру, які можуть здійснювати лише невеличкі запозичення. Внаслідок оплати рейтингових послуг компанії “Кредит-Рейтинг” для них вартість запозичення (облігаційного запозичення або банківського кредиту) може зростати на 2 процентні пункти та навіть більше (при запозиченні на 2-3 млн. грн.).

Для великих міст, які мають можливість здійснювати запозичення на 50-60 млн. грн. та більше, витрати на кредитний рейтинг є значно менш суттєвими (у відносному вираженні). Якщо б тариф за присвоєння рейтингу та надання рейтингового висновку в 10 тис. дол. США був би фіксованим незалежно від обсягу запозичення, то для позик розміром у 53-54 млн. грн. рівень рейтингових витрат складав би біля 0.1%. Однак, за твердженням представника агентства “Кредит-Рейтинг”, для крупних позик тариф виражається не у вигляді фіксованої суми, а як певний відсоток від розміру позики. Даний відсоток не є відомим автору.

На думку автора, по мірі розвитку ринку муніципальних запозичень в Україні розмір рейтингових витрат на цьому ринку наблизатиметься до рівня в 0.1% для позик великого обсягу (50 млн. грн. та більше).

На внутрішньому ринку корпоративних облігацій емітенти не зобов'язані отримувати кредитний рейтинг (вони можуть це зробити, але тільки за бажанням). В цьому аспекті ринок корпоративних облігацій є у більш сприятливому становищі, ніж ринок муніципальних облігацій. Однак, слід не забувати про те, що при випуску муніципальних облігацій не сплачується державне мито, в той час коли при випуску корпоративних облігацій емітенти сплачують держмитом у розмірі в 0.1% від обсягу випуску за номіналом<sup>46</sup>.

Таким чином, в сегменті крупних випусків внутрішні ринки корпоративних та муніципальних облігацій характеризуватимуться приблизно однаковими рівнями транзакційних витрат емітентів (обов'язковість рейтингових витрат для муніципалітетів компенсується відсутністю витрат на сплату держмита за випуск облігацій).

Із оподаткуванням доходів від муніципальних облігацій ситуація є наступною.

Згідно із Законом України “Про податок з доходів фізичних осіб”, який вступає в дію з 1 січня 2004 р., ставка податку на доходи фізичної особи з 1 січня 2007 р. складатиме 15% від об'єкту оподаткування, а з 1 січня 2004 р. по 31 січня 2006 р. – 13%.<sup>47</sup>

Якись виключення для цінних паперів<sup>48</sup>, включаючи муніципальні облігації, з цього правила відсутні. Об'єктом оподаткування є процентний доход, а також результат від торговельних операцій з муніципальними облігаціями (різниця між цінами продажу та купівлі).

Спеціального режиму оподаткування доходів від операцій з муніципальними облігаціями для недержавних пенсійних фондів та інститутів спільного

---

<sup>46</sup> Декрет Кабінету Міністрів України № 7-93 від 21.01.1993 “Про державне мито” (стаття 2, п. 9 та стаття 3, п. 6, п. п. (п)).

<sup>47</sup> П. 7.1 Статті 7 та п. 22.3 Статті 22 Закону України № 889-IV від 22.05.2003 “Про податок з доходів фізичних осіб”.

<sup>48</sup> Крім цінних паперів, емітованих Міністерством фінансів України (державних облігацій), доходи від яких не оподатковуються.

інвестування не існує. Весь інвестиційний дохід цих типів інституціональних інвесторів звільняється від оподаткування.<sup>49</sup>

Нерезиденти, якщо вони вирішують інвестувати в певний місцевий ринок цінних паперів, як правило, здійснюють це через країну, з якою у країні - об'єкта інвестицій існує сприятливий договір про уникнення подвійного оподаткування. Так що для нерезидентів податок буде, як правило, нульовим.

Для усіх інших типів інвесторів не існує якогось спеціального режиму оподаткування доходів від операцій з муніципальними облігаціями. Так, для комерційних банків, страхових компаній та інших юридичних осіб – резидентів доходи від муніципальних облігацій будуть оподатковуватись за загальною ставкою в 25%<sup>50</sup> в складі сукупних, валових доходів<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> Для ІСІ – згідно із п. 4.2.7 Закону України № 334/94-ВР від 28.12.1994 “Про оподаткування прибутку підприємств”; для НПФ - відповідно до п. 5.1) Перехідних положень Закону України № 1057-IV від 9.07.2003 “Про недержавне пенсійне забезпечення” - незабаром повинні бути внесені відповідні зміни до законодавства (в усякому разі до появи функціональних НПФ ці зміни повинні бути внесені).

<sup>50</sup> До 1 січня 2004 р. діятиме ще стара ставка – 30% (п. 10.1 Закону України № 334/94-ВР від 28.12.1994 “Про оподаткування прибутку підприємств”).

<sup>51</sup> Щоправда, це не стосується інвестиційних доходів, які одержують страховики від розміщення коштів резервів страхування життя (в частині, що не належить страховикам життя). Взагалі, оподаткування інвестиційних доходів страховиків регулюється в Законі про оподаткування прибутку підприємств окремо – пунктом 7.2.3.

## 8. Перспективи ринку

Розвиток ринку внутрішніх муніципальних облігацій є досить складним завданням. В деяких країнах проекти по розвитку цього ринку реалізовувалися в рамках більш широких проектів по розвитку муніципальних запозичень (або навіть розвитку місцевого самоврядування взагалі) за допомогою різних міжнародних інституцій та донорів. Так, наприклад, Агентство США з міжнародного розвитку (USAID) протягом 1990-х років проводило подібні проекти в цілому ряді країн.<sup>52</sup>

Однією з провідних міжнародних консалтингових компаній в цій сфері є Research Triangle Institute ([www.rti.org](http://www.rti.org)). Ця організація часто виступає контактором USAID в подібним проектах. Компанія Research Triangle Institute має представництво і в Україні - RTI Ukraine ([www.rti.kiev.ua](http://www.rti.kiev.ua)).

Розвиток ринку муніципальних облігацій в багатьох країнах часто стримується нестачею загальної реформи системи муніципальних фінансів. В Україні вже багато зроблено в цьому напрямку – був прийнятий Бюджетний кодекс, проведені зміни в системі між-бюджетних відносин. Але багато важливих питань все ще залишаються невирішеними. Особливо це стосується забезпеченості муніципалітетів так званими “власними доходами”, тобто такими доходами, обсяг яких контролюється в основному самим муніципалітетом. Основним видом таких доходів є місцеві податки і збори. Вони складають зараз лише декілька процентів від сукупних доходів українських місцевих бюджетів. В більшості країн основним джерелом власних доходів муніципалітетів виступає податок на нерухомість, який поки що так і не вдалося впровадити в Україні.

Однозначно можна стверджувати, що, окрім вдосконалення системи муніципальних фінансів, розвиток ринку внутрішніх муніципальних облігацій потребуватиме наявності розвиненого базового боргового ринку – ринку внутрішніх державних цінних паперів. Розвинений ринок внутрішніх державних цінних паперів надаватиме базовий орієнтир дохідності для усіх інших внутрішніх боргових ринків та сприятиме більш високій ліквідності усіх фінансових ринків в Україні. Нажаль на сьогоднішній день цей ринок розвинений дуже слабо – він дуже малий за обсягом та неліквідний.

Ті законодавчі обмеження, які встановлені на даний момент щодо муніципальних запозичень в Україні, є відносно м'якими. Існує лише одне обмеження – виплати процентів не можуть перевищувати 10% видатків загального фонду місцевого бюджету. Хоча навіть це обмеження може стати обмежуючим, якщо в певного міста буде надійний великий інвестиційний проект, а загальний фонд бюджету цього міста буде відносно малим.

Міністерство фінансів вже зараз проводить роботу по доробці нормативно-правової бази щодо муніципальних запозичень і існує реальна можливість

---

<sup>52</sup> Priscilla M. Phelps, November 1997, “Municipal Bond Market Development in Developing Countries: The Experience of the U.S. Agency for International Development”.

введення у найближчому майбутньому додаткових обмежень на обсяг муніципального боргу та/або перегляд діючого 10-процентного нормативного коефіцієнту видатків на проценти за позиками.

В залежності від того, які будуть зміни, залежатимуть і перспективи розвитку ринку муніципальних запозичень. У випадку введення додаткових нормативних коефіцієнтів, які сильно обмежуватимуть можливі обсяги муніципальних запозичень, ринок муніципальних облігацій в Україні залишиться дуже незначним.

Більшість інвестиційних проектів, які необхідно реалізовувати українським містам, носять довгостроковий характер. Тому і основним сегментом ринку муніципальних облігацій повинен стати ринок муніципальних цінних паперів із строком 4-5 років і більше. Для розвитку ринку таких довгострокових випусків дуже необхідною є поява на фінансовому ринку України активів інститутів контрактних заощаджень. Мова йде, перш за все, про недержавні пенсійні фонди та компанії по страхуванню життя, а також довгострокові інститути спільного інвестування закритого типу. В 2004 році вже повинні з'явитися перші НПФ. Їх поява є дуже вчасною для ринку муніципальних облігацій, який як раз зараз і починає відновлюватися.

Крім появи на ринку активів НПФ, збільшенню інвестиційного попиту на внутрішні муніципальні облігації повинно сприяти вже згадуване вище положення банківської нормативної бази: більш низький коефіцієнт зважування при розрахунку показника адекватності регулятивного капіталу для муніципальних облігацій (в порівнянні з кредитами муніципалітетам) в певній мірі сприятиме банківським інвестиціям в муніципальні облігації.

Стримуючим фактором для випуску довгострокових муніципальних облігацій може бути занепокоєність потенційних інвесторів щодо виконання зобов'язань за облігаціями наступною місцевою владою. Адже прецедент з Одесою показав, що це є дуже серйозним ризиком. Досвід інших країн показує, що цей фактор може бути впродовж тривалого часу гальмом розвитку ринку муніципальних облігацій.

Якщо говорити про зовнішній ринок, то тут слід відзначити існування значної ймовірності нехтування внутрішнім ринком з боку найбільших міст, які мають право на зовнішні запозичення. Частковим підтвердженням цьому є те, що перше українське муніципальне облігаційне запозичення після 5-річної перерви було здійснене саме на зовнішньому ринку – фідуціарна позика Києва в кінці липня - на початку серпня цього року обсягом 150 млн. дол. США.

## Додаток 1. Випуск облігацій міста Одеси

Рішення про випуск облігацій міста Одеса було прийняте сесією Одеської міської Ради народних депутатів XXII скликання 27 лютого 1997 р. за № 113-XXII.

Одеські облігації стали скандальними з самого початку. Оголошений обсяг випуску у 61 млн. грн. (біля 33 млн. дол. США) був дуже великим за тодішніми мірками українського ринку цінних паперів. Навіть на теперішній час ринкові публічні випуски обсягом в 10-20 млн. дол. США та більше все ще є дуже рідкими для внутрішнього українського ринку цінних паперів. Крім того, запропонована ставка процента у 50% річних була дуже привабливою – дохідність українських внутрішніх державних облігацій на той час складала біля 30%.

Розміщення облігацій проходило з 1 травня по 15 червня 1997 р. Тобто офіційною датою початку первинного продажу було 1 травня 1997 р., а офіційною датою припинення первинного продажу – 15 червня 1997 р.

Строк обігу був встановлений в 1 рік, починаючи з дати початку первинного продажу. Інакше кажучи, облігації могли перебувати в обігу (купуватися та продаватися на вторинному ринку) з 1 травня 1997 р. по 1 травня 1998 р.

Офіційними ж датами початку та припинення погашення облігацій були 1 травня 1998 р. та 15 червня 1998 р. відповідно.

Що стосується структури облігацій, то їх можна віднести до типу zero-coupon – тобто без проміжних виплат процентів. Іншими словами виплата усіх процентів здійснювалася при погашенні облігацій. Не важко підрахувати, що зобов'язання за процентами складали 30.5 млн. грн. (50% від 61 млн. грн. за рік). Таким чином, сукупні зобов'язання з погашення та сплаті процентів в травні-червні 1998 р. складали 91.5 млн. грн.

Облігації Одеси випускалися у документарній формі на пред'явника. Було випущено всього 690 тисяч облігацій. Увесь випуск складався з трьох серій – А, Б і В – перші дві з яких ділилися ще на чотири та дві під-серії відповідно. Детальна структура випуску відображена в таблиці нижче.

Серія	Номери	Номинал	Кількість (штук)	Сума (гривень)
А-1	000001-200000	10 гривень	200 000	2 000 000
А-2	200001-400000	20 гривень	200 000	4 000 000
А-3	400001-500000	50 гривень	100 000	5 000 000
А-4	500001-600000	100 гривень	100 000	10 000 000
Б-1	00001-50000	200 гривень	50 000	10 000 000
Б-2	50001-70000	500 гривень	20 000	10 000 000
В	00001-20000	1000 гривень	20 000	20 000 000
Всього			690 000	61 000 000

Слід відмітити, що на виготовлення бланків одеських облігацій було витрачено досить багато коштів. Їх виготовлення було здійснено в Канаді однією з двох найбільших світових фірм по виробництву грошових знаків та

цінних паперів – Canadian Bank Note Company ([www.cbnco.com](http://www.cbnco.com)), яка створювала також і українську гривню.

Облігації мали 24 ступеня захисту. Кожна із семи серій облігацій мала свій колір. Якщо тримати облігацію під кутом 40 градусів, то на нижньому орнаменті починає грати напис “Одеса-Україна”. Значно більше подібних деталей бажачучі можуть дізнатися зі статті “Это выгодно Одессе – значит всем нам”<sup>53</sup>.

Генеральним агентом по випуску виступав банк “Порто-Франко”.

Уся позика в 61 млн. грн. була розміщена у встановлені строки. Одеські підприємства купили облігацій на суму біля 320 тис. грн., а фізичні особи (мешканці Одеси) за різними даними – від 1 до 1.5 млн. грн. Решту купили українські та іноземні банки та інвестиційні компанії. За словами тодішнього одеського міського голови Едуарда Гурвіца, на 70% облігації були розміщені серед нерезидентів, основними з яких були Global Fund Management (Москва, Росія) та Parex Bank (Рига, Латвія). За іншими даними частка нерезидентів – іноземних фінансових структур – перевищувала 90%<sup>54</sup>.

В червні 1997 р. одеські облігації були включені до лістингу ПФТС і стали єдиними українськими муніципальними облігаціями, які торгувалися на організованому ринку до цього часу.<sup>55</sup>

Після здійснення успішного внутрішнього запозичення керівництво Одеси вирішило не зупинятися і починати освоювати міжнародні боргові ринки. В листопаді 1997 р. до Одеси прибула група експертів міжнародної рейтингової компанії Fitch IBCA ([www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)) для вивчення “на місці” усієї необхідної інформації для присвоєння Одесі міжнародного кредитного рейтингу. Прибули експерти Fitch IBCA на запрошення представників одеської влади та банку Dresdner Bank ([www.dresdner-bank.com](http://www.dresdner-bank.com)), який отримав мандат на випуск єврооблігацій Одеси обсягом 100 млн. нім. марок.<sup>56</sup>

11 лютого 1998 р. міжнародне рейтингове агентство Fitch IBCA присвоїло Одесі рейтинг “В+” для довгострокових зобов’язань в іноземній валюті та рейтинг “В” - для короткострокових зобов’язань. Це був перший (та єдиний – до присвоєння рейтингів Києву в грудні 2002 р.) міжнародний рейтинг, присвоєний українському муніципалітету. До того ж він був на одну сходинку вищим за міжнародний рейтинг України (на той час для довгострокових зобов’язань в іноземній валюті Україна мала лише рейтинг від Moody’s – “В2”, а “В+” від Fitch IBCA відповідає “В1” від Moody’s).

Одеса планувала також розмістити і 5-річні єврооблігації деноміновані в доларах США обсягом 100 млн. дол. США за допомогою провідного міжнародного інвестиційного банку Goldman Sachs ([www.gs.com](http://www.gs.com))<sup>57</sup>.

<sup>53</sup> Суспільно-політична газета “Слово” № 20(235) від 16.05.1997 - [www.paco.net.ua/odessa/media/word/235/sn173.htm](http://www.paco.net.ua/odessa/media/word/235/sn173.htm).

<sup>54</sup> Михайлов В. “Одесский траст лопнул: “займа-2” не будет” // Зеркало Недели, 19-26 червня 1998 р.

<sup>55</sup> Облігації мали код ООМР; обсяги торгів були невеликими: в січні 1998 р. - 36.6 тис. грн., в лютому 1998 р. - 1.2 тис. грн., в березні 1998 р. - 28.9 тис. грн. (див. Річний звіт ПФТС ([www.pfts.com](http://www.pfts.com)) за 1998 р.).

<sup>56</sup> Повноваження Dresdner Bank отримав 18 березня 1998 р. від Одеської міської ради.

<sup>57</sup> За інформацією Pulse Group (див. [www.pulse-group.demon.co.uk/apr\\_mon/briefs.htm](http://www.pulse-group.demon.co.uk/apr_mon/briefs.htm))

За офіційною інформацією представників одеської влади розміщення єврооблігацій було відстрочено до внесення в законодавство України необхідних змін. Надалі плани по випуску єврооблігацій стали просто неможливими внаслідок дефолту за облігаціями внутрішньої місцевої позики Одеси.

За станом на 15 червня 1998 р. замість 91.5 млн. грн. (біля 44.5 млн. дол. США) одеська мерія виплатила 250 тис. грн. (біля 121 тис. дол. США). Платежі здійснювалися лише протягом двох днів, після чого вони були фактично заморожені, внаслідок відправлення мера Одеси Едуарда Гурвіца у відставку Президентом України Леонідом Кучмою. Переобрання 29 березня 1998 р. Гурвіца міським головою було визнано недійсним Верховним Судом України ([www.scourt.gov.ua](http://www.scourt.gov.ua)).

Тодішній Міністр фінансів Ігор Мітюков 12 червня 1998 р. заявив, що не бачить причин для обслуговування одеської позики з центрального бюджету. Тим більше, що коштів для цього немає. Але просив не вважати свої слова остаточними, бо рішення уряд повинен прийняти наступного тижня. А віцепрем'єр Сегій Тігіпко 19 червня 1998 р. заявив: якщо документацію позики правильно оформили, держава виконає зобов'язання міста. Пізніше було визнано, що документацію оформили з порушеннями.<sup>58</sup>

Деякі джерела стверджують, що залучені від одеської облігаційної позики кошти більшою частиною просто вкладалися (причому невдало) на українському міжбанківському ринку, замість того, щоб використовуватись за призначенням.<sup>59</sup>

Із певним запізненням, 30 грудня 1998 р., агентство Fitch IBCA знизило усі рейтинги Одеси до "D" (означає дефолт).

Влітку 1999 р. одеська мерія пропонувала інвесторам реструктурувати заборгованість, але згоди тоді досягти не вдалося.

Більша частина випуску одеських облігацій і досі залишається непогашеною: біля 52 млн. грн. простроченої заборгованості за основною сумою та біля 26 млн. грн. за відсотками.<sup>60</sup>

За інформацією Reuters (від кінця лютого 2003 р.) на даний момент заборгованість за одеською облігаційною позикою реструктурована до 2006 р. Одеса потроху погасила борги за облігаціями фізичним особам та 2000 року підписала угоду про реструктуризацію боргу з частиною кредиторів-юридичних компаній терміном на п'ять років.<sup>61</sup>

---

<sup>58</sup> Кошовий Д. Одеса: сміх крізь борги. // Галицькі Контракти, 1998 р., № 26.

<sup>59</sup> Див., наприклад, звіт "Legal and Regulatory Framework for Sub-National Borrowing", підготовлений в червні 2002 р. авторитетною дослідницькою установою *The Urban Institute*, на сайті Регіональної місії Агентства США з міжнародного розвитку в Україні [www.usaid.kiev.ua](http://www.usaid.kiev.ua) (в розділі Library).

<sup>60</sup> Дані за станом на 1 липня 2002 р.

<sup>61</sup> Кошовий Д. Київ просить гроші на зовнішніх ринках. // Галицькі Контракти, серпень 2002 р., № 35.

## Додаток 2.

### Стислий опис випусків муніципальних облігацій 1995 - 1997 рр.

Харків. В кінці 1995 р. Харківська міськрада запропонувала інвесторам процентні облігації муніципальної позики. Обсяг емісії – 150 млрд. крб. (1.5 млн. грн. або 835 тис. дол. США), строк погашення – січень 1997 р. Облігації випускалися під дохідність у розмірі ставки рефінансування НБУ плюс 10 процентних пунктів та покривалися заставою на 223%. Зібрані кошти призначалися для розвитку міського транспорту. Підписка на позику повністю пройшла в першому кварталі 1996 р. У відповідності з умовами позики, у Фонд забезпечення ліквідності облігацій було направлено 15 млрд. крб. (10% обсягу емісії). Генеральним агентом – банком “Грант” ([www.grant.kharkov.ua](http://www.grant.kharkov.ua)) – здійснювався гарантований викуп (дострокове погашення) облігацій по першій вимозі їх власників.

У відповідності з розпорядженням емітента залучені кошти в сумі 115.9 млрд. крб. були направлені на реалізацію таких проектів: розвиток пасажирського автотранспорту міста; стабілізація роботи міської енергосистеми; активізація надходжень продовольчих товарів на споживчий ринок міста і прискорення розрахунків з підприємствами-виробниками та переробниками сільгосппродукції. Успіх харківських облігацій був багато в чому обумовлений професійною роботою банку “Грант”.

Маркетингова політика була побудована таким чином, що утримувачі облігацій мали повну прозору інформацію про випуск цих цінних паперів і про напрямки використання коштів, проводилися різні семінари і прес-конференції.

Друга емісія муніципальних облігацій Харкова була розміщена в 1997 – 1998 рр. та погашена на початку 1999 р. Обсяг емісії – 4 млн. грн. Генеральним агентом знов виступав банк “Грант”. Доход сплачувався щоквартально і розраховувався як середньозважена облікова ставка НБУ.

Надалі Харків планував вийти на зовнішній ринок запозичень з п’ятирічною позикою на суму близько 20 млн. дол. США, однак через фінансову кризу був вимушений відмовитися від цієї ідеї.

Дніпропетровськ. Дніпропетровською міськрадою були здійснені дві емісії облігацій. Перша емісія муніципальних облігацій відбулася влітку 1995 р. загальним обсягом 2.1 трлн. крб. (21 млн. грн. або біля 14 млн. дол. США). Ці облігації були процентними та на пред’явника. Характерним для цих облігацій було їх використання на аукціонах і конкурсах об’єктів малої приватизації. Залежно від кількості придбаних облігацій покупець приватизованого майна мав різні пільги та відстрочки платежів за ним.

Друга емісія пройшла у 1996 р. Загальний обсяг емісії склав 40 млн. грн. В 1997 р. облігації другої емісії були погашені і по ним були виплачені проценти.

Львів. За рішенням міськради 1996 р. були випущені іменні облігації під будівництво котеджного селища із загальним обсягом емісії в 6 млн. грн. Дохідність відповідала ставкам тримісячних строкових депозитів Ощадбанку.

Був встановлений “порог” на обсяг реалізації облігацій, досягнення якого означає оголошення емісії такою, що не відбулась. Розміщення проходило через місцевий філіал Української міжбанківської валютної біржі (УМВБ). Номінальна вартість однієї облігації – 40 грн. Погашення припадало на 1998 рік. Власникам надавалося житло, або сплачувались проценти. Було передбачено право дострокового погашення, але з одночасною втратою інвестором права на погашення житлом.

Черкаси. Було випущено 50 облігацій загальним обсягом 80 млрд. крб. (800 тис. грн.). Це були цільові облігації “Житло для всіх”. Номінальна вартість облігацій – 0.1 кв. м. житла (фінансовим еквівалентом була кошторисна вартість цієї площі – 1.6 млрд. крб.). Для отримання квартири не обов’язково було мати її повну облігаційну вартість. Достатньо було набрати облігаціями 70% від вартості житла і з’являлася можливість отримати його в кредит.

Краматорськ. В Краматорську муніципальні облігації випускалися на пред’явника номіналом в 1 млн. крб. (10 грн.). Обсяг емісії – 400 млрд. крб. (4 млн. грн.). Строк погашення – починаючи з 1 січня 1997 р. Їх випуск здійснювався під заставу об’єктів комунальної власності міста, а також коштів від її приватизації. Доходи сплачувались за кожне півріччя у вигляді процентів (55% від облікової ставки НБУ за відповідний період).

Запоріжжя. Запорізька міськрада випустила облігацій на 10 млн. грн., але отримала всього 400 тис. грн. Номінальна вартість однієї облігації – 10 грн. Генеральним агентом з випуску був банк “Слов’янський”. Міська рада сплатила великі проценти по облігаціям, як це й було передбачено умовами випуску (не нижче 0.7 від середньої облікової ставки НБУ щомісячно).

Херсон. 25 червня 1997 р. в Херсоні на Українській фондовій біржі відбулися торги по розміщенню облігацій обласної позики, випущених в обіг облрадою. Обсяг торгів склав 10 млн. грн. Усі 5 лотів викупив банк “Україна”. Було продано 200 облігацій номінальною вартістю 50 тис. грн. Строк погашення – 1 рік. Проценти по облігаціям сплачуються щомісячно з розрахунку 80% від облікової ставки НБУ. Як застава був визначений ряд об’єктів комунальної власності.

Крим. В травні 1996 р. Верховна Рада Криму доручає Мінфіну розробити комплекс заходів щодо випуску облігацій республіканської позики. Практично відразу розпочинається перша емісія обсягом у 500 млрд. крб. (5 млн. грн.), із номінальною вартістю однієї облігації у 10 млн. крб. (100 грн.). Було розміщено облігацій на загальну суму 3245500 грн. Умовами випуску були передбачені строки погашення 91, 182, 273 дні та 1 рік; процентна ставка - 60%, з поквартальною виплатою відсотків. До кінця 1997 р. увесь випуск був погашений.

З урахуванням першого досвіду, 26 серпня 1996 р. виходить постанова Ради Міністрів Криму “Про другий випуск республіканської позики 1996 року”. В ній дається завдання Мінфіну і Фонду держмайна Криму виступити засновниками інвестиційного банку, якому б доручалося управління коштами, що надійшли від реалізації облігацій. Співзасновником цього Чорноморського банку реконструкції та розвитку (ЧБРР) виступив банк “Слов’янський”. Одночасно в деяких офшорних зонах реєструються компанії “Xenon Marketing Limited” та “Data Technology S.A.”.

Мінфін Криму емітує облігації на суму 120 млн. грн. Усі облігації були розміщені на умовах їх погашення через один рік з виплатою доходу по плаваючій ставці, яка визначалася щомісячно, і не могла бути нижчою 70% облікової ставки НБУ. Інвестори в особі названих офшорних компаній доручили банку “Слов’янський” купити кримські облігації на суму 100 млн. грн. та управляти цим пакетом в їх інтересах.

Фактично, був створений канал переказу за кордон валюти під виглядом прибутків від управління пакетами облігацій. За неофіційною інформацією ЗМІ, відправляв кошти за кордон ЧБРР.

Крим майже ніяких грошей так і не отримав, а от “інвесторам” було перераховано у вигляді процентного доходу дуже великі гроші: за станом на 1 липня 2002 р. за облігаціями кримської позики було виплачено 498.863 млн. грн. у вигляді процентного доходу (інформація ДКЦПФР).

За інформацією Reuters позика була повністю погашена в 2002 р.

Івано-Франківськ. Івано-Франківська держадміністрація здійснила емісію облігацій в кінці 1997 р. Її обсяг – 50 млн. грн. Строк погашення - 1 рік. Процент – 25-30% річних. Всі облігації викупив банк Credit Suisse First Boston (CSFB, [www.csfb.com](http://www.csfb.com)). Облігації Івано-Франківської муніципальної позики були в повному обсязі продані американському банку з умовою, що він надасть кредити під інвестиційні проекти в області на суму, еквівалентну емісії облігацій.

Бровари. Рішення про випуск облігацій міська рада міста Бровари (Київська область) прийняла 26 грудня 1997 р. Обсяг емісії – 1 млн. грн. (200 шт. номіналом 1 тис. грн. і 160 шт. номіналом 5 тис. грн.). Строк погашення - 1 рік, ставка дохідності - 27% річних. Виплата доходу – при погашенні. ДКЦПФР зареєструвала цей випуск 20 лютого 1998 р. Реально розміщення відбулося в квітні 1998 р. Вдалося розмістити лише половину зареєстрованого обсягу випуску, тобто 500 тис. грн. Генеральним агентом з випуску виступав банк “Київська Русь” ([www.kruss.kiev.ua](http://www.kruss.kiev.ua)).

### **Додаток 3.**

## **Основні положення Бюджетного кодексу України щодо муніципальних запозичень**

### **Глава 1. Загальні положення**

#### **Стаття 2. Визначення основних термінів**

13) видатки бюджету - кошти, що спрямовуються на здійснення програм та заходів, передбачених відповідним бюджетом, за винятком коштів на погашення основної суми боргу та повернення надміру сплачених до бюджету сум;

14) витрати бюджету - видатки бюджету та кошти на погашення основної суми боргу;

16) державний борг (борг Автономної Республіки Крим чи борг місцевого самоврядування) - загальна сума заборгованості держави (Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування), яка складається з усіх випущених і непогашених боргових зобов'язань держави (Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування), включаючи боргові зобов'язання держави (Автономної Республіки Крим чи міських рад), що вступають в дію в результаті виданих гарантій за кредитами, або зобов'язань, що виникають на підставі законодавства або договору;

17) дефіцит бюджету - перевищення видатків бюджету над його доходами;

19) доходи бюджету - усі податкові, неподаткові та інші надходження на безповоротній основі, справляння яких передбачено законодавством України (включаючи трансферти, дарунки, гранти);

20-1) залишок бюджетних коштів - обсяг коштів на рахунках відповідного бюджету та розпорядників коштів цього бюджету на кінець дня; ( Статтю 2 доповнено пунктом 20-1 згідно із Законом № 1086-IV від 10.07.2003 ).

21) запозичення - операції, пов'язані з отриманням бюджетом коштів на умовах повернення, платності та строковості, в результаті яких виникають зобов'язання держави, Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування перед кредиторами;

22) кредитування за вирахуванням погашення - операції, пов'язані з наданням коштів з бюджету на умовах повернення, платності та строковості, в результаті яких з'являються зобов'язання перед бюджетом, та операції, пов'язані з поверненням цих коштів до бюджету;

28) надходження до бюджету - доходи бюджету та кошти, залучені в результаті взяття боргових зобов'язань органами державної влади, органами влади Автономної Республіки Крим або органами місцевого самоврядування;

34) профіцит бюджету - перевищення доходів бюджету над його видатками;

38) фінансування бюджету - надходження та витрати у зв'язку із зміною обсягу боргу, а також зміною залишку готівкових коштів по бюджету, які використовуються для покриття різниці між доходами і видатками бюджету.

### **Глава 3. Запозичення**

#### **Стаття 14. Дефіцит та профіцит бюджету**

1. Прийняття Державного бюджету України або місцевих бюджетів на відповідний бюджетний період з дефіцитом дозволяється у разі наявності обґрунтованих джерел фінансування дефіциту відповідного бюджету з урахуванням особливостей, визначених статтею 72 цього Кодексу. ( Частина перша статті 14 із змінами, внесеними згідно із Законом № 1086-IV від 10.07.2003 ).

2. Профіцит бюджету затверджується виключно з метою погашення основної суми боргу та на забезпечення збереження розміру оборотної касової готівки. ( Частина друга статті 14 із змінами, внесеними згідно із Законом № 1086-IV від 10.07.2003 ).

#### **Стаття 14-1. Залишок бюджетних коштів**

1. Оборотна касова готівка - частина залишку коштів загального фонду відповідного бюджету, яка формується на початок планового бюджетного періоду з метою покриття тимчасових касових розривів.

2. Збереження розміру оборотної касової готівки на кінець бюджетного періоду має бути обов'язковим.

3. Оборотна касова готівка встановлюється у розмірі не більше 2 відсотків планових видатків загального фонду бюджету і затверджується відповідно у законі про Державний бюджет України та рішеннях про місцевий бюджет.

4. Різниця між залишком коштів загального фонду бюджету та оборотною касовою готівкою на кінець бюджетного періоду складає вільний залишок бюджетних коштів, який не підлягає вилученню й використовується на проведення видатків згідно з рішенням відповідної ради. ( Закон доповнено статтею 14-1 згідно із Законом № 1086-IV від 10.07.2003 ).

#### **Стаття 15. Джерела фінансування дефіциту бюджету**

1. Джерелами фінансування дефіциту бюджетів є державні внутрішні та зовнішні запозичення, внутрішні запозичення органів влади Автономної Республіки Крим, внутрішні та зовнішні запозичення органів місцевого самоврядування, а також вільний залишок бюджетних коштів із дотриманням умов, визначених цим Кодексом. ( Частина перша статті 15 із змінами, внесеними згідно із Законом № 1086-IV від 10.07.2003 ).

2. Кабінет Міністрів України може брати позики в межах, визначених законом про Державний бюджет України. Запозичення не використовуються для забезпечення фінансовими ресурсами поточних видатків держави, за винятком випадків, коли це необхідно для збереження загальної економічної рівноваги.

3. Міністр фінансів України з урахуванням вимог частини другої цієї статті з метою економії коштів та ефективності їх використання має право вибрати кредитора, вид позики і валюту запозичення.

4. Витрати на погашення зобов'язань із боргу здійснюються відповідно до кредитних угод, а також нормативно-правових актів, за якими виникають державні боргові зобов'язання та боргові зобов'язання Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування, незалежно від обсягу коштів, передбачених на цю мету в законі про Державний бюджет України або рішенні про місцевий бюджет.

5. Якщо витрати на обслуговування та погашення державного боргу перевищать обсяг коштів, передбачений в законі про Державний бюджет України на таку мету, Міністр фінансів України невідкладно інформує про це Кабінет Міністрів України. Кабінет Міністрів України невідкладно інформує про очікуване перевищення таких витрат Верховну Раду України та подає у двотижневий термін пропозиції про внесення змін до закону про Державний бюджет України.

6. Емісійні кошти Національного банку України не можуть бути джерелом фінансування дефіциту Державного бюджету України.

## **Стаття 16. Право на здійснення запозичень**

1. Право на здійснення державних внутрішніх та зовнішніх запозичень у межах і на умовах, передбачених законом про Державний бюджет України, належить державі в особі Міністра фінансів України за дорученням Кабінету Міністрів України.

2. Виключно Верховна Рада Автономної Республіки Крим та міські ради мають право здійснювати внутрішні запозичення (за винятком випадків, передбачених статтею 73 цього Кодексу). Зовнішні запозичення можуть здійснювати лише міські ради міст з чисельністю населення понад вісімсот тисяч мешканців за офіційними даними державної статистики на час ухвалення рішення про здійснення запозичень.

## **Стаття 17. Гарантії щодо виконання боргових зобов'язань**

1. Кабінет Міністрів України в особі Міністра фінансів України, Рада міністрів Автономної Республіки Крим в особі Міністра фінансів Автономної Республіки Крим та міські ради в особі керівників їх виконавчих органів можуть надавати гарантії щодо виконання боргових зобов'язань суб'єктам виключно у межах повноважень, встановлених відповідно законом про Державний бюджет України чи рішенням про місцевий бюджет.

2. Гарантії надаються лише на умовах платності, строковості, майнового забезпечення та зустрічних гарантій, отриманих від інших суб'єктів.

3. Платежі, пов'язані з виконанням гарантійних зобов'язань, належать до платежів по боргу.

4. У разі невиконання юридичними особами своїх зобов'язань щодо погашення та обслуговування наданих на умовах повернення кредитів, залучених державою або під державні гарантії, інших гарантованих державою зобов'язань, та стягнення заборгованості перед Державним бюджетом України з наданих підприємствам і організаціям позичок із державного бюджету, позичок, наданих за рахунок коштів, залучених державою або під державні гарантії, плати за користування цими позичками органи стягнення застосовують механізм стягнення цієї заборгованості у порядку, передбаченому законом для стягнення не внесених у строк податків і неподаткових платежів, включаючи погашення такої заборгованості за рахунок майна боржників.

### **Стаття 18. Граничний обсяг боргу**

1. Граничний обсяг внутрішнього та зовнішнього державного боргу, боргу Автономної Республіки Крим чи місцевого самоврядування, граничний обсяг надання гарантій встановлюється на кожний бюджетний період відповідно законом про Державний бюджет України чи рішенням про місцевий бюджет.

2. Величина основної суми державного боргу не повинна перевищувати 60 відсотків фактичного річного обсягу валового внутрішнього продукту України.

3. У разі перевищення граничної величини, визначеної частиною другою цієї статті, Кабінет Міністрів України зобов'язаний вжити заходів для приведення цієї величини у відповідність з положеннями цього Кодексу.

## **Глава 11. Надходження та витрати місцевих бюджетів**

### **Стаття 71. Бюджет розвитку місцевих бюджетів**

1. Надходження до бюджету розвитку місцевих бюджетів включають:

1) кошти від відчуження майна, яке знаходиться у комунальній власності, в тому числі від продажу земельних ділянок несільськогосподарського призначення;

2) надходження дивідендів, нарахованих на акції (частки, паї) господарських товариств, що є у власності відповідної територіальної громади;

3) кошти від повернення позик, які надавалися з відповідного бюджету до набрання чинності цим Кодексом, та відсотки, сплачені за користування ними;

4) кошти, які передаються з іншої частини місцевого бюджету за рішенням відповідної ради;

5) запозичення, здійснені у порядку, визначеному цим Кодексом та іншими законами України (крім випадку, передбаченого статтею 73 цього Кодексу);

б) субвенції з інших бюджетів на виконання інвестиційних проектів.

2. До витрат бюджету розвитку місцевих бюджетів належать:

1) погашення основної суми боргу відповідно Автономної Республіки Крим та місцевого самоврядування (крім боргу, що утворюється за умовами, визначеними статтею 73 цього Кодексу);

2) капітальні вкладення;

3) внески органів влади Автономної Республіки Крим та органів місцевого самоврядування у статутні фонди суб'єктів підприємницької діяльності.

3. Бюджет розвитку місцевих бюджетів є складовою частиною спеціального фонду місцевих бюджетів.

## **Стаття 72. Дефіцит місцевих бюджетів**

1. По загальному фонду місцеві бюджети можуть прийматися з дефіцитом шляхом внесення змін до рішень про місцевий бюджет за результатами річного звіту про виконання відповідного місцевого бюджету за попередній бюджетний період виключно на суму вільного залишку бюджетних коштів.

2. По спеціальному фонду можуть прийматися з дефіцитом виключно бюджет Автономної Республіки Крим та міські бюджети у частині дефіциту бюджету розвитку, який покривається за рахунок запозичень. ( Стаття 72 в редакції Закону № 1086-IV від 10.07.2003 ).

## **Стаття 73. Позички місцевим бюджетам**

1. Для покриття тимчасових касових розривів, що виникають під час виконання загального фонду місцевого бюджету, Рада міністрів Автономної Республіки Крим, місцеві державні адміністрації, виконавчі органи відповідних рад за рішенням Верховної Ради Автономної Республіки Крим чи відповідної ради можуть отримувати короткотермінові позички у фінансово-кредитних установах на термін до трьох місяців, але у межах поточного бюджетного періоду. Порядок отримання таких позичок визначається Міністерством фінансів України.

2. Надання позичок з одного бюджету іншому забороняється.

## **Стаття 74. Запозичення до місцевих бюджетів**

1. Запозичення до місцевих бюджетів здійснюються на визначену мету і підлягають обов'язковому поверненню. Запозичення до відповідних бюджетів можуть бути здійснені лише до бюджету розвитку, крім випадку, передбаченого статтею 73 цього Кодексу.
2. Держава не несе відповідальності по зобов'язаннях за запозиченнями до місцевих бюджетів.
3. Видатки на обслуговування боргу здійснюються за рахунок коштів загального фонду бюджету.
4. 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.
5. Якщо у процесі погашення основної суми боргу та платежів по його обслуговуванню, обумовленої договором між кредитором та позичальником, має місце порушення графіка погашення з вини позичальника, відповідна рада не має права здійснювати нові запозичення протягом 5 наступних років.
6. Порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів встановлюється Кабінетом Міністрів України відповідно до умов, визначених цим Кодексом.

#### **Додаток 4.**

### **Нормативно-правові документи, які створюють правову та регулятивну основу для муніципальних запозичень в Україні**

**Конституція України**, прийнята на п'ятій сесії Верховної Ради України 28 червня 1996 року.

#### **Міжнародні договори:**

Європейська хартія місцевого самоврядування (Страсбург, 15 жовтня 1985 року) – підписана Україною 6.11.1996 та ратифікована Законом України № 452/97-ВР від 15.07.1997.

#### **Закони та Декрети Кабінету Міністрів:**

Закон України № 1201-ХІІ від 18.06.1991 “Про цінні папери і фондову біржу”.

Декрет Кабінету Міністрів України № 7-93 від 21.01.1993 “Про державне мито”.

Закон України № 280/97-ВР від 21.05.1997 “Про місцеве самоврядування в Україні”.

Закон України № 452/97-ВР від 15.07.1997 “Про ратифікацію Європейської хартії місцевого самоврядування”.

Закон України № 710/97-ВР від 10.12.1997 “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”.

Закон України № 90/98-ВР від 10.02.1998 “Про Верховну Раду Автономної Республіки Крим”.

Закон України № 350-ХІV від 23.12.1998 “Про затвердження Конституції Автономної Республіки Крим”.

Закон України № 401-ХІV від 15.01.1999 “Про столицю України - місто-герой Київ”.

Закон України № 586-ХІV від 9.04.1999 “Про місцеві державні адміністрації”.

Закон України № 719-ХІV від 3.06.1999 “Про внесення змін до Закону України “Про цінні папери і фондову біржу”.

Закон України № 2299-ІІІ від 15.03.2001 “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”.

Бюджетний кодекс України № 2542-ІІІ від 21.06.2001.

Закон України № 1057-IV від 9.07.2003 “Про недержавне пенсійне забезпечення”.

Закон України № 1058-IV від 9.07.2003 “Про загальнообов’язкове державне пенсійне страхування”.

Закон України № 1086-IV від 10.07.2003 “Про внесення змін до Бюджетного кодексу України та Закону України “Про оплату праці”.

#### **Укази Президента:**

Указ Президента України № 655/98 від 18.06.1998 “Про впорядкування внутрішніх та зовнішніх запозичань, що провадяться органами місцевого самоврядування”.

#### **Постанови Кабінету Міністрів:**

Постанова КМУ № 1195 від 5.09.2001 “Про затвердження Формули розподілу обсягу міжбюджетних трансфертів (дотацій вирівнювання та коштів, що передаються до державного бюджету) між державним бюджетом та місцевими бюджетами” із останніми змінами від 9.09.2003.

Постанова КМУ № 490 від 11.04.2002 “Про затвердження Порядку перерахування дотації вирівнювання, додаткової дотації на зменшення фактичних диспропорцій між місцевими бюджетами через нерівномірність мережі бюджетних установ та субвенцій з державного бюджету місцевим бюджетам, коштів, що передаються до державного бюджету з місцевих бюджетів, а також міжбюджетних трансфертів між місцевими бюджетами” із змінами від 31.03.2003.

Постанова КМУ № 207 від 24.02.2003 “Про затвердження Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів”.

#### **Накази Міністерства фінансів:<sup>62</sup>**

*Наказ Мінфіну № 19 від 19.01.1999 “Про розгляд питань щодо погодження розміру зовнішніх запозичань органів місцевого самоврядування та про затвердження Порядку погодження розміру внутрішніх запозичань, що провадяться органами місцевого самоврядування” (zareєстрований в Мін’юсті 10.02.1999 за № 82/3375).*

Наказ Мінфіну № 627 від 9.08.2002 “Про затвердження Порядку отримання короткотермінових позичок на покриття тимчасових касових розривів, що виникають під час виконання загального фонду місцевого бюджету” (zareєстрований в Мін’юсті 29.08.2002 за № 710/6998).

---

<sup>62</sup> Курсивом наводяться ті документи, які на даний момент вже втратили чинність.

Наказ Мініну № 362 від 23.05.2003 “Про визнання таким, що втратив чинність, наказу Міністерства фінансів України від 19 січня 1999 р. № 19” (зареєстрований в Мін’юсті 26.05.2003 за № 399/7720).

**Постанови Правління Національного банку України:**

*Постанова Правління НБУ № 368 від 28.08.2001 “Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні” (зареєстрований в Мін’юсті 26.09.2001 за № 841/6032).*

**Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку:**

Рішення ДКЦПФР № 48 від 13.10.1997 “Про затвердження положення про порядок випуску та обігу облігацій місцевих позик”.

Рішення ДКЦПФР № 98 від 31.07.1998 “Про затвердження Положення про порядок реєстрації інформації про випуск облігацій місцевих позик, здійснений до 27.12.97” (зареєстроване в Мін’юсті 22.09.1998 за № 591/3031).

Рішення ДКЦПФР № 322 від 17.07.2003 “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій підприємств” (зареєстроване в Мін’юсті 13.08.2003 за № 706/8027).

Рішення ДКЦПФР № 414 від 7.10.2003 “Про затвердження Положення про порядок випуску облігацій внутрішніх місцевих позик” (зареєстроване в Мін’юсті 28.10.2003 за № 982/8303).

## Додаток 5.

### Українські міста та АР Крим в мережі Інтернет

- 1) Автономна Республіка Крим (Верховна Рада - [www.rada.crimea.ua](http://www.rada.crimea.ua), Міністерство економіки - [www.minek.crimea-portal.gov.ua](http://www.minek.crimea-portal.gov.ua));
- 2) Алчевськ ([www.al.lg.ua](http://www.al.lg.ua), [www.alchevsk.osp.com.ua](http://www.alchevsk.osp.com.ua));
- 3) Алушта ([www.alushta.osp.com.ua](http://www.alushta.osp.com.ua));
- 4) Бердичів ([www.berdychiv.osp.com.ua](http://www.berdychiv.osp.com.ua));
- 5) Бердянськ ([www.rada.berdyansk.net](http://www.rada.berdyansk.net));
- 6) Бобринець ([www.region.kr.ua/bob.html](http://www.region.kr.ua/bob.html));
- 7) Бориспіль ([www.i.com.ua/~borispol](http://www.i.com.ua/~borispol));
- 8) Вишневе ([www.vishneve.kiev.ua](http://www.vishneve.kiev.ua));
- 9) Вінниця ([city.vin.com.ua](http://city.vin.com.ua));
- 10) Вознесенськ ([www.voznesensk.osp.com.ua](http://www.voznesensk.osp.com.ua));
- 11) Володимир-Волинський ([www.vvrada.lutsk.ua](http://www.vvrada.lutsk.ua));
- 12) Дніпропетровськ ([www.meria.dp.ua](http://www.meria.dp.ua));
- 13) Донецьк ([www.donetsk.org.ua](http://www.donetsk.org.ua));
- 14) Євпаторія ([mayoralty.evpatoria.crimea.ua](http://mayoralty.evpatoria.crimea.ua));
- 15) Жидачів ([www.zhydachiv.lviv.ua](http://www.zhydachiv.lviv.ua));
- 16) Житомир ([www.city.zt.ua](http://www.city.zt.ua));
- 17) Заліщики ([zalishchyky.narod.ru](http://zalishchyky.narod.ru));
- 18) Запоріжжя ([www.meria.zp.ua](http://www.meria.zp.ua), [www.oda.zp.ua](http://www.oda.zp.ua));
- 19) Збараж ([www.zbar.te.ua](http://www.zbar.te.ua));
- 20) Івано-Франківськ ([www.portal.if.ua](http://www.portal.if.ua));
- 21) Київ ([www.kmv.gov.ua](http://www.kmv.gov.ua), [www.kmda-invest.gov.ua](http://www.kmda-invest.gov.ua), [www.kyiv.osp.com.ua](http://www.kyiv.osp.com.ua));
- 22) Кіровоград ([www.elisavet.kr.ua](http://www.elisavet.kr.ua));
- 23) Ковель ([www.kovel.osp.com.ua](http://www.kovel.osp.com.ua));
- 24) Коростень ([www.korosten.osp.com.ua](http://www.korosten.osp.com.ua));
- 25) Кременець ([www.kremenets.com.ua](http://www.kremenets.com.ua));
- 26) Куп'янськ ([www.kupyansk.osp.com.ua](http://www.kupyansk.osp.com.ua));
- 27) Луцьк ([www.lutsk.ua](http://www.lutsk.ua));
- 28) Львів ([www.city-adm.lviv.ua](http://www.city-adm.lviv.ua));
- 29) Миколаїв ([www.mykolayiv.osp.com.ua](http://www.mykolayiv.osp.com.ua));
- 30) Нетішин ([www.netishyn.osp.com.ua](http://www.netishyn.osp.com.ua));
- 31) Ніжин ([www.nizhyn.osp.com.ua](http://www.nizhyn.osp.com.ua));
- 32) Нововолинськ ([www.novovolynsk-rada.gov.ua](http://www.novovolynsk-rada.gov.ua));
- 33) Новодністровськ ([ndnestr.dn.cv.ua](http://ndnestr.dn.cv.ua));
- 34) Олександрія ([alexandria.kr.ua](http://alexandria.kr.ua));
- 35) Помічна ([www.region.kr.ua/pom.html](http://www.region.kr.ua/pom.html));
- 36) Прилуки ([www.priluki.com.ua](http://www.priluki.com.ua));
- 37) Рахів ([www.rakhiv.ukrtel.net](http://www.rakhiv.ukrtel.net));
- 38) Рівне ([www.city-adm.rv.ua](http://www.city-adm.rv.ua));
- 39) Самбір ([sambir.lviv.ua](http://sambir.lviv.ua));
- 40) Сарни ([www.sarny.osp.com.ua](http://www.sarny.osp.com.ua));
- 41) Северодонецьк ([www.severodonetsk.osp.com.ua](http://www.severodonetsk.osp.com.ua));
- 42) Славутич ([slavutichcity.net](http://slavutichcity.net));
- 43) Тернопіль ([www.city.gov.te.ua](http://www.city.gov.te.ua));
- 44) Трускавець ([www.truskavets.ukrpack.net](http://www.truskavets.ukrpack.net));
- 45) Ужгород ([www.uzhgorod.ua](http://www.uzhgorod.ua));

- 46) Харків ([www.city.kharkov.ua](http://www.city.kharkov.ua));
- 47) Хмельницький ([www.khmelnytsky.com](http://www.khmelnytsky.com));
- 48) Чернівці ([www.city.cv.ua](http://www.city.cv.ua));
- 49) Чернігів ([www.chernigov.org.ua](http://www.chernigov.org.ua));
- 50) Чортків ([www.chortkiv.com.ua](http://www.chortkiv.com.ua));
- 51) Чугуїв ([www.chuguev.kharkov.com](http://www.chuguev.kharkov.com));
- 52) Шостка ([www.shostkainvest.ukrbiz.net](http://www.shostkainvest.ukrbiz.net));
- 53) Южноукраїнськ ([www.yuzhnoukrainsk.osp.com.ua](http://www.yuzhnoukrainsk.osp.com.ua)).