

РОЗВИТОК РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ МІСЦЕВИХ ПОЗИК В УКРАЇНІ:

рекомендації щодо удосконалення
механізму функціонування

Серпень 2026



Матеріал створено аналітичним центром EU-LEAP (ГО «ІЮ-ЛІП»), який реалізує проєкт «Розвиток ринку муніципальних облігацій в Україні: аналіз регулювання, практики та потенціалу для відновлення громад» за підтримки Фонду «Аскольд і Діп», що адмініструється ІСАР Єднання в межах проєкту «Сильне громадянське суспільство України – рушій реформ і демократії» за фінансування Норвегії та Швеції.

Зміст матеріалу є відповідальністю ГО «ІЮ-ЛІП» та не є відображенням поглядів урядів Норвегії, Швеції або ІСАР Єднання.

Розділ 1:

Актуальність

Відновлення зруйнованої інфраструктури України потребує фінансування, яке не може бути покрито жодним окремим механізмом фінансування. За оцінкою Світового банку, Європейської Комісії та ООН, наведеною у п'ятій швидкій оцінці завданої шкоди та потреб на відновлення (RDNA5) у лютому 2026 року, сукупні потреби у відновленні та реконструкції України протягом наступного десятиріччя становлять близько **587,7 млрд доларів США**, що майже утричі перевищує обсяг ВВП України за 2025 рік. **Такий масштаб потреб зумовлює необхідність формування диверсифікованої системи фінансування відновлення, здатної поєднувати внутрішні та зовнішні джерела, публічний і приватний капітал та забезпечувати їх ефективне спрямування на довгострокові інвестиції.**

Особливе місце у фінансуванні відновлення належить територіальним громадам, на рівні яких концентрується значна частина потреб у відновленні, модернізації та розвитку місцевої інфраструктури. У цьому контексті розвиток спроможності територіальних громад залучати довгострокове фінансування є складовою ширшого завдання із формування сталої системи фінансування місцевих інвестицій. Використання боргових інструментів дозволяє розподіляти фінансове навантаження від реалізації капіталомістких проєктів у часі та забезпечувати їх реалізацію до моменту накопичення повного обсягу власного ресурсу. Це має особливе значення для інфраструктурних проєктів із тривалим строком реалізації та використання, відтермінування яких може одночасно збільшувати їх кінцеву вартість і відкладати отримання громадою відповідного економічного чи суспільного ефекту.

Облігації місцевих позик – один з ефективних фінансових інструментів, який активно та успішно використовується у більшості країн світу. Закордонна практика підтверджує вагомий роль облігацій у субнаціональному борговому фінансуванні. За даними звіту ОЕСР «Фінансування міст майбутнього», облігації становлять близько 27% субнаціонального боргу в країнах G20 і близько 12% у світовому масштабі; у США та Канаді їх частка в окремих сегментах сягає приблизно двох третин. **За даними Ради з нормотворення у сфері муніципальних цінних паперів США (Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB), а також аналітиків Barclays Plc ринок муніципальних облігацій в США (аналог українських облігацій місцевих позик) оцінюється приблизно у 4,5 трильйони доларів США** станом на перший квартал 2026 року та є ключовим інструментом фінансування об'єктів публічної інфраструктури, зокрема освітніх закладів, дорожньої мережі, систем водопостачання та транспортної інфраструктури. Зазначений механізм **є усталеною, інституціоналізованою моделлю фінансування суспільних благ, яка функціонує на безперервній основі протягом понад двох століть.**

В Україні потенціал облігацій місцевих позик досі не був повною мірою реалізований. **Останні випуски таких облігацій на внутрішньому ринку відбулися у 2021 році, тоді як доступ українських муніципалітетів**

до міжнародних ринків капіталу обмежився лише п'ятьма випусками Київської міської ради, два з яких завершилися переведенням до державного боргу. За три десятиліття лише 19 міст виходили на нього з власними облігаціями. Сукупний обсяг усіх внутрішніх розміщень – близько 16,88 млрд грн, зовнішніх – 1 150 млн дол. США. При цьому 62,1% обсягу внутрішніх розміщень припадає на Київ, ще 27,5% - на Харків і Львів разом. Разом ці три емітенти забезпечують приблизно 89,6% зафіксованого обсягу, у той час як решта 16 міст розділили між собою лише 10,4% ринку. Станом на сьогодні, з 2022 року нових розміщень не було.

			
Загальний обсяг випусків на внутрішньому ринку	Загальний обсяг випусків на зовнішньому ринку	Міст-емітентів	Останній випуск
16,88 млрд грн	1 150 млн USD	19	2021 р

За 31 рік досвіду випусків облігацій місцевих позик в Україні ринок так і не набув системного характеру: він розвивався не завдяки інституційним умовам, а всупереч їм, через одиничні зусилля окремих міст-мільйонників. Участь менших громад у випуску облігацій внутрішньої місцевої позики обмежена низкою стримуючих факторів, що й зумовило концентрацію цього ринку в межах кількох великих міст. Серед таких факторів, зокрема, брак управлінських компетенцій для супроводу боргових зобов'язань та невідповідність фінансового профілю ради критеріям боргової спроможності. Менші громади, як правило, віддають перевагу адміністративно простішим і швидшим механізмам залучення фінансування – державним та міжнародним кредитам та грантам. Це, однак, не означає відсутності їхньої зацікавленості у такому інструменті.

На практиці для багатьох громад **кредит залишається більш звичним і процедурно простішим способом здійснення місцевого запозичення.** Однак його поширеність сама по собі не означає, що він є оптимальним інструментом для кожного випадку. Розвинена система місцевого фінансування передбачає можливість вибору між різними

формами залучення позикового капіталу залежно від вартості ресурсу, строку запозичення, характеристик проекту та ситуації на фінансовому ринку.

У цьому контексті облігації місцевих позик мають розглядатися як самостійний інструмент місцевого боргового фінансування, який доповнює кредит і має власні економічні переваги. Ринковий характер облігаційного фінансування дозволяє громаді залучати **ширше коло інвесторів та формувати вартість запозичення в умовах конкуренції між ними**, зменшуючи залежність від умов окремого кредитора. Облігаційний випуск також дає можливість структурувати довгостроковий графік обслуговування і погашення боргу відповідно до фінансового профілю інвестиційного проекту та безпосередньо пов'язувати залучений ресурс із конкретною інвестиційною програмою. **Додатковою перевагою може бути відсутність типової для банківського кредиту одноразової комісії та класичної застави майна, хоча випуск облігацій, своєю чергою, потребує витрат на його структурування, організацію розміщення, рейтинг та подальший супровід.** Кредит і облігації мають спільну економічну природу як форми залучення позикових коштів, однак відрізняються способом формування відносин між позичальником і кредитором, механізмом залучення ресурсу та можливостями його подальшого обігу на ринку.

Розширення доступу громад до різних форм боргового фінансування є особливо важливим в умовах обмеженості власних бюджетних ресурсів і значного обсягу інвестиційних потреб. **Незважаючи на задекларовані цілі децентралізації, більшість територіальних громад в Україні на практиці залишаються тією чи іншою мірою фінансово залежними від державного бюджету, що обмежує їх інвестиційну активність**, а недостатній рівень власних доходів місцевих бюджетів унеможливорює фінансування проєктів, важливих для громад, зокрема тих, що спрямовані на відновлення, модернізацію та підвищення стійкості місцевої та критичної інфраструктури. Недостатній обсяг власних доходів місцевих бюджетів додатково звужує можливості фінансування проєктів, важливих для розвитку громад і подолання наслідків повномасштабного вторгнення.

Саме тому диверсифікація джерел залучення капіталу та формування більш стійкої системи місцевого фінансування мають значення і для розширення інвестиційних можливостей громад, і для зниження їхньої вразливості до змін окремих джерел бюджетних надходжень.

Розділ 2:

Проблема

1. Структурна суперечність бюджетного законодавства

На момент проведення дослідження Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу, затверджене рішенням НКЦПФР від 14 червня 2018 року № 391 передбачало, що обсяг запозичення шляхом емісії облігацій місцевої позики **не може перевищувати дефіцит бюджету розвитку спеціального фонду місцевого бюджету на відповідний бюджетний рік**. Водночас у процесі підготовки дослідження це регулювання було змінено: нове Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу, яке набрало чинності 10 серпня 2026 року, більше не містить такого обмеження (далі - нове Положення). **Тепер граничним є обсяг запозичень у формі емісії облігацій, погоджений Міністерством фінансів України на відповідний рік.**

Водночас Бюджетний кодекс України встановлює два основні обмеження боргового навантаження:

- 1. Загальний обсяг прямого та гарантованого місцевого боргу не може перевищувати 200% середніх річних доходів бюджету за три попередні роки.**
- 2. Видатки на обслуговування боргу не можуть перевищувати 10% видатків загального фонду місцевого бюджету у відповідному бюджетному періоді.**

Усунення прямої прив'язки обсягу емісії до дефіциту бюджету розвитку зняло одне з регуляторних обмежень, визначених на початку дослідження. **Водночас актуальним залишається питання критеріїв, за якими Міністерство фінансів визначає допустимий граничний обсяг нового місцевого запозичення, а також узгодження річного бюджетного горизонту з фінансуванням багаторічних інфраструктурних проєктів.**

У закордонній практиці, зокрема в Польщі, Данії та США, право та граничний обсяг місцевих запозичень переважно визначаються на основі фінансових показників, які характеризують здатність муніципалітету обслуговувати борг протягом усього строку його існування. Залежно від моделі такими критеріями можуть бути індивідуально розрахований ліміт боргового навантаження, співвідношення боргових платежів і дохо-

дів бюджету або граничний обсяг боргу, визначений як частка оціночної вартості оподаткованого майна на території муніципалітету.

Крім того, більшість інфраструктурних проєктів (будівництво метро, реконструкція теплових мереж, розбудова транспортного сполучення і тд) не вкладаються в один бюджетний період – після отримання кредитних умов потрібно пройти складну процедуру закупівель за правилами банку, погодження і лише потім вихід на вибірку коштів. Це може зайняти 2-3 і більше років. **Наслідок – емітентам потрібно або фактично «штучно» створювати дефіцит у кожному наступному бюджетному році, або відмовлятися від великих проєктів на користь дрібних, але вписаних у річний горизонт.**

Окремий ризик пов'язаний із **концентрацією погашень**. Формальне дотримання річного ліміту не гарантує стійкості боргового портфеля, якщо декілька кредитів або серій облігацій мають великі платежі в одному бюджетному періоді. **Для забезпечення стійкості боргового портфеля доцільно формувати плавний профіль погашення та оцінювати кожне нове запозичення з урахуванням структури всього портфеля, зокрема календаря платежів, середньозваженої вартості боргу, валютної структури, частки зобов'язань із плаваючою ставкою, гарантій та інших умовних зобов'язань.**



Наглядним прикладом невідповідності бюджетного законодавства реалізації інфра-структурних проєктів є практика найбільших міст-емітентів. Замість випуску облігацій під конкретний багаторічний інфраструктурний проєкт органи місцевого самоврядування системно фінансують такі проєкти через кредити, забезпечені гарантією міжнародних фінансових організацій із горизонтом до 10 років. Наприклад, Київська міська рада надала гарантії за кредитами ЄБРР для КП «Київський метрополітен» (50 млн євро, погашення до 2032 року) та КП «Київтеплоенерго» (140 млн євро, до 2036 року); Харківська міська рада – за спільним кредитом ЄБРР та ЄІБ на продовження 3-ї лінії метрополітену (по 160 млн євро від кожного, разом 320 млн євро). Аналогічно, кредит ЄІБ на оновлення одеського трамвайного парку передбачає погашення основної суми лише з 2029 року – після кількарічного періоду вибірки коштів.

Менші громади теж не виняток. У Кам'янець-Подільській міській раді єдиний проєкт із портфеля Єдиного проєктного порталу DREAM, придатний за масштабом для пілотного випуску («Розвиток комунального пасажирського транспорту», 78 млн грн), має термін реалізації 38 місяців, що виходить за межі одного бюджетного періоду.

Це доводить, що чинна модель, прив'язана до дефіциту бюджету розвитку в межах одного року, не пристосована до багаторічного циклу капітальних проєктів такого масштабу.

2. Надмірна складність і тривалість процедур випуску та розміщення облігацій місцевої позики

Складність випуску облігацій місцевих позик пов'язана з необхідністю послідовного проходження великої кількості процедур: погодження обсягів та умов запозичення з Міністерством фінансів, реєстрації випуску в НКЦПФР, підготовки проспекту, залучення професійних учасників ринку, присвоєння міжнародного ідентифікаційного номера, розміщення облігацій та реєстрації результатів їх емісії. Частину процедурних бар'єрів, пов'язаних із випуском облігацій внутрішніх місцевих позик, у 2026 році вже усунуто.

Так, рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 29 червня 2026 року № 09/21/4691/K03 **«Про затвердження Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу»** (далі – Положення про емісію ОВМП) оновлено порядок взаємодії емітента з НКЦПФР. **Однією з ключових змін став повний перехід на електронну форму взаємодії з Комісією: паперова форма подання документів більше не використовується, а всі заяви, рішення про емісію та звіти подаються виключно в електронному форматі через особистий кабінет у комплексній інформаційно-комунікаційній системі НКЦПФР із накладенням кваліфікованого електронного підпису.** Одночасно скорочено і повторне подання документів: якщо необхідний документ уже належним чином оприлюднений в електронній формі, емітент може не включати його повторно до пакета, зазначивши посилання, за яким НКЦПФР самостійно його отримує. Положення також визначило перелік документів, що подаються безпосередньо до НКЦПФР для реєстрації випуску: заяву, рішення ради про здійснення запозичення, рішення про емісію, копію погодження Міністерства фінансів, проспект / базовий проспект / остаточні умови та документи щодо повноважень відповідних осіб. Ці зміни набрали чинності 10 серпня 2026 року. **Отже, на рівні взаємодії з НКЦПФР частину проблем, пов'язаних із паперовим документообігом і повторним поданням документів, у 2026 році вже врегульовано.**

Водночас значний обсяг документообігу зберігається на попередньому етапі — під час погодження з Міністерством фінансів України обсягу та умов місцевого запозичення. Відповідно до пункту 6 **Порядку здійснення місцевих запозичень, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 16 лютого 2011 року № 110** (далі – Порядок здійснення місцевих запозичень), для отримання такого погодження громада подає окремий пакет документів, до якого входять, зокрема, рішення про місцевий бюджет з усіма змінами, фінансова звітність за попередній і поточний роки, бюджетна звітність про місцевий та гарантований борг і місцеві гарантії, прогноз місцевого бюджету, обґрунтування мети запозичення, проєкт рішення про запозичення, інформація та розрахунки щодо субвенцій і міжбюджетних трансфертів, розрахунок граничного обсягу боргу та видатків на його обслуговування, інформація про виконання чинних боргових зобов'язань, графіки надходжень і платежів та прогнозний графік погашення й обслуговування боргу. Для запозичення шляхом випуску облігацій додатково подаються проєкт рішення про емісію, проспект у разі його оформлення та відомості про рейтингову оцінку облігацій.

Таким чином, на етапі погодження місцевого запозичення з Міністерством фінансів **зберігається дублювання частини інформації, яка вже перебуває у його розпорядженні або доступна через державні інформаційні системи**. Зокрема, окремі відомості щодо місцевого бюджету, місцевого та гарантованого боргу, виконання чинних зобов'язань і прогнозних показників уже передаються через програмний комплекс «LOGICA» та інші державні інформаційні ресурси, однак продовжують повторно включатися до пакета документів для погодження нового запозичення.

3. Податковий дисбаланс – порушення принципу недопущення будь-яких проявів податкової дискримінації

Чинний Податковий кодекс України встановлює принципово різні умови для інвесторів у облігації внутрішньої державної позики (далі – ОВДП) та облігацій місцевих позик (далі – ОВМП). Доходи фізичних осіб-резидентів від інвестицій в ОВДП повністю звільняються від оподаткування, зокрема не підлягають оподаткуванню ані податком на доходи фізичних осіб, ані військовим збором. Натомість доходи фізичних осіб від облігацій місцевих позик оподатковуються на загальних підставах:

застосовується податок на доходи фізичних осіб та військовий збір, що в сукупності формує істотне податкове навантаження на інвестора.

Для юридичних осіб-резидентів підхід є уніфікованим: доходи як від ОВДП, так і від облігацій місцевих позик включаються до оподатковуваного прибутку та оподатковуються податком на прибуток підприємств за загальною ставкою.

Водночас нерезиденти-юридичні особи не сплачують податок з доходів, отриманих як від державних облігацій, так і від облігацій місцевих позик, що фактично вирівнює для них умови інвестування в обидва інструменти.

Внаслідок такого податкового дисбалансу дохідність облігацій місцевих позик повинна бути вищою за дохідність ОВДП, щоб компенсувати інвестору вище податкове навантаження. Наприклад, якщо дохідність ОВДП коливається в діапазоні 8,75-18,87% (залежно від строку обігу), громаді, найімовірніше, доведеться пропонувати ставку на рівні або вище верхньої межі цього діапазону через сукупність нижчої ліквідності, вищого ризику та менш сприятливого оподаткування порівняно з державними облігаціями. Тому крім порушення принципу недискримінації інвесторів, податковий дисбаланс здорожчує вартість самого запозичення.



Порівняння ОВДП та ОВМП

Внаслідок податкової асиметрії реальний дохід фізичної особи-резидента від облігацій місцевих позик після оподаткування завжди нижчий за дохід від ОВДП навіть за однакової ставки доходу.

Поточна ефективна ставка оподаткування ОВМП становить 23% (ПДФО 18% + військовий збір 5%) проти 0% для ОВДП.

Щоб компенсувати інвестору цю різницю, номінальна ставка облігацій місцевих позик має перевищувати ставку ОВДП **щонайменше у 1,299 рази** ($1/(1-0,23)$) лише за рахунок податкового фактора, без урахування додаткової премії за нижчу ліквідність і відсутність кредитної історії емітента.

Наприклад, за поточної дохідності 5-річних ОВДП на рівні 12,4-12,69%, податково-еквівалентна ставка для облігацій місцевих позик становить **16,1-16,48%**. Це мінімальний рівень, необхідний лише для нейтралізації податкового навантаження, який кількісно відображає наслідок податкового дисбалансу.

4. Обмеженість шляхів залучення іноземного капіталу

Іноземний капітал наразі надходить до українських громад переважно через кредитні лінії міжнародних фінансових організацій (ЄБРР, ЄІБ, МБРР) у формі прямого чи гарантованого боргу. За даними Київської та Харківської міських рад станом на 2026 рік, сукупний обсяг таких валютних запозичень Києва становить 391 млн євро (200 млн євро прямого боргу і 191 млн євро гарантованого), а Харкова – 250 млн євро гарантованого боргу за проектами ЄБРР і ЄІБ. На ринку ж облігацій доступ іноземних інвесторів обмежується практично виключно ОВДП: серед громад лише Київ мав досвід виходу на міжнародний ринок капіталу, розмістивши єврооблігації на 1 150 млн дол. США двома випусками (2005 і 2011 рр.), тоді як інші ради зовнішніх запозичень через облігації не здійснювали взагалі.

Кредитні лінії та грантове фінансування прив'язані до конкретних проектів, тому вони обмежені конкретними цілями, лімітовані портфельною спроможністю самих донорських організацій і залежать від їх пріоритетів, а не від рішення ради залучити капітал під власну потребу. Натомість, ринок облігацій відкриває доступ до принципово іншого виду інвесторів – інституційних (пенсійних і страхових фондів), які працюють не через двосторонні кредитні угоди, а купують боргові інструменти на відкритому ринку. Для громад це дозволило б диверсифікувати джерела фінансування й зменшити залежність від донорів, забезпечити ринкове ціноутворення на запозичення та отримати кредитну історію та прецедент, що полегшить доступ до капіталу для інших громад у майбутньому.

Розділ 3:

Рішення

1. Усунення регуляторних бар'єрів

1. 1. Спрощення документообігу між Мінфіном та радами

Для етапу підготовки документів емітентом для погодження обсягів та умов запозичень доцільно спростити та скоротити обов'язковий пакет документів, використовуючи вже наявні дані, щоб зменшити тривалість погодження Мінфіном. При цьому доцільно залишити обов'язковими для подання лише документи, що створюються безпосередньо для конкретного випуску облігацій або містять інформацію, відсутню в інформаційних системах Міністерства фінансів, зокрема інформацію про мету запозичення та обґрунтування його здійснення, проєкт рішення про здійснення місцевого запозичення, проєкт рішення про емісію облігацій, проспект емісії (у разі його оформлення) та відомості про рейтингову оцінку облігацій. **Документи, які громада подає безпосередньо для погодження конкретного запозичення, доцільно подавати Міністерству фінансів в електронній формі.**

1. 2. Забезпечити практичне використання механізму серійних випусків

Нове Положення про порядок емісії облігацій внутрішніх місцевих позик та їх обігу вже передбачає можливість структурування емісії через окремі серії. Це створює правову основу для поетапного залучення коштів відповідно до графіка реалізації інфраструктурного проєкту та фактичної потреби громади у фінансуванні.

Практичне використання серійних випусків дозволяє наблизити облігаційне фінансування до логіки кредитної лінії: громада може залучати ресурс окремими частинами в міру проходження відповідних етапів проєкту, замість одномоментного розміщення всього обсягу запозичення. Окремі серії можуть відрізнятися за обсягом, строками розміщення та погашення залежно від потреб конкретного етапу реалізації проєкту.

Такий підхід дозволяє зменшити витрати на обслуговування боргу, оскільки відсотки нараховуються лише на фактично залучений обсяг коштів. **Це має особливе значення для багаторічних інфраструктурних проєктів, у межах яких між початком підготовки, проведенням закупівель,**

виконанням робіт та фактичним використанням коштів може проходити значний проміжок часу.

Відтак подальше завдання полягає у практичному застосуванні передбаченого регулюванням механізму серійних випусків при структуруванні майбутніх облігаційних запозичень громад та його узгодженні з бюджетними механізмами фінансування проєктів, реалізація яких охоплює кілька бюджетних періодів.

1. 3. Створити спеціалізовану установу, що випускатиме облігації місцевих позик від імені ОМС

Створення спеціалізованої установи-емітента, яка виконуватиме організаційні та ринкові функції, знімаючи з кожної окремої ради навантаження, пов'язане з проходженням повної процедури емісії. При цьому вони матимуть вибір: здійснювати випуск облігацій самостійно або через таку спеціалізовану установу. Попри значні фінансові витрати, пов'язані зі створенням і функціонуванням таких установ, для переважної більшості громад, які відчують дефіцит експертного потенціалу, це може стати ефективним інструментом, що забезпечить можливість здійснення випуску облігацій.

Такий підхід, за аналогією з практикою європейських країн, сприятиме підвищенню довіри інвесторів до облігацій місцевих позик та розширенню можливостей територіальних громад щодо залучення інвестицій для реалізації проєктів.

Серед моделей реалізації впровадження спеціалізованої установи варто виділити:

Модель	Як вона працює та що пропонує
Спільна кредитна установа територіальних громад (за аналогією з KommuneKredit, Данія)	Постійна установа, учасниками якої є ради та яка централізовано залучає фінансування для всього пулу учасників. Її економічна природа полягає в агрегуванні попиту громад і концентрації професійних функцій в одному центрі: установа залучає великі стандартизовані обсяги ресурсу, після чого надає фінансування громадам-учасницям. Для України це могло б виглядати як національна або міжрегіональна кредитна установа, створена за участю громад, яка самостійно виходить на ринок капіталу та передає залучені кошти громадам у формі позик або іншого дозволеного фінансу-

	вання. Окрема громада у такій моделі не формує власну повну ринкову інфраструктуру для кожного випуску. Законодавство мало б окремо визначити порядок участі громад, капіталізацію установи, механізм відповідальності її учасників та правила управління ризиком.
Дворівнева муніципальна фінансова агенція (за моделлю з Agence France Locale, Франція)	Дворівнева модель, у якій функція власності та стратегічного контролю громад відокремлена від професійної фінансової діяльності. Для України це могло б бути акціонерне товариство, власниками якого є ради, та його дочірня ліцензована фінансова установа. Перша структура представляла б інтереси громад як власників і визначала правила участі, друга – здійснювала б кредитний аналіз, залучала ресурс шляхом випуску фінансових інструментів та надавала фінансування громадам-учасникам. Така конструкція дозволяє централізувати вихід на ринок і водночас відокремити політичне представництво громад від щоденного управління фінансовими ризиками. Участь ради могла б бути добровільною, паралельно із правом здійснювати власні випуски.
Фонд місцевого розвитку (за аналогією із законопроектом № 9023 від 27.08.2018)	Модель фондів місцевого розвитку вже пропонувалася для України у законопроекті № 9023 від 27 серпня 2018 року. Передбачалося, що фонд місцевого розвитку створюється однією або кількома місцевими радами як юридична особа публічного права у формі комунальної установи для фінансування конкретного місцевого інвестиційного проекту. Саме фонд виступав би емітентом облігацій, а кошти, залучені від їх розміщення, спрямовувалися б виключно на фінансування будівництва або реконструкції визначених об'єктів інфраструктури.
Розвиток Агентства з управління державним боргом	Ще один варіант полягає у фактичному запуску Агентства з управління державним боргом України (Боргового агентства), створення якого вже передбачене законодавством. Відповідну інституційну модель було закладено Законом України від 14 листопада 2019 року № 293-IX «Про внесення змін до Бюджетного кодексу України».

Відповідно до п. 6 розд. I цього Закону Бюджетний кодекс України було доповнено ст. 15¹, однак Агентство так і не розпочало повноцінної діяльності. Закладена законодавством інституційна основа може бути використана для формування ширшої системи управління державним і місцевим боргом: доцільно забезпечити практичний запуск Боргового агентства та одночасно розширити сферу його діяльності на місцевий борг і запозичення територіальних громад.

За такого підходу Боргове агентство поряд із функціями у сфері державного боргу могло б отримати окремий напрям діяльності, пов'язаний із місцевими запозиченнями. Це дозволило б сконцентрувати професійну експертизу щодо державних і місцевих боргових інструментів у межах однієї спеціалізованої інституції, а також мінімізувати додаткові організаційні та адміністративні витрати, пов'язані зі створенням, кадровим забезпеченням і функціонуванням окремої установи для роботи з місцевим боргом.

У частині місцевих запозичень Боргове агентство могло б забезпечувати методологічну підтримку громад, розроблення стандартизованих фінансових моделей і документації, систематизацію даних про боргові профілі та календарі погашення, консультації щодо структурування і ціноутворення випусків, підготовку фахівців, а також організаційний і технічний супровід спільних або агрегованих випусків. Рішення про здійснення місцевого запозичення та відповідальність за виконання відповідних боргових зобов'язань мають залишатися за територіальною громадою, тоді як Боргове агентство виконувало б функцію постійного професійного центру супроводу місцевого боргу та виходу громад на ринок капіталу.

2. Проектне фінансування

2. 1. Закріпити механізм перенесення невикористаних запозичень на наступний бюджетний рік

Внести зміни до Бюджетного кодексу, передбачивши, що кошти, залучені в межах зареєстрованої емісійної програми та не освоєні до кінця бюджетного року внаслідок тривалих процедур закупівель або погоджень, не втрачають цільового призначення і підлягають використанню у наступному бюджетному році в рамках того самого проекту без повторного формування дефіциту.

Кам'янець-Подільська громада

Єдиний проект із портфеля міської ради в ЄПП DREAM, придатний за масштабом для пілотної емісії, має термін реалізації 38 місяців, тобто виходить за межі трьох бюджетних періодів поспіль. Попри вже запроваджену можливість здійснення серійних випусків, чинне бюджетне регулювання не забезпечує повною мірою безперервність фінансування проектів, реалізація яких охоплює кілька бюджетних періодів. Тому доцільно окремо врегулювати збереження цільового призначення невикористаних коштів та їх використання в наступних бюджетних періодах у межах того самого проекту.

2. 2. Впровадження дохідних облігацій (revenue bonds)

Утворити нове поняття в законодавстві “дохідні облігації” та встановити такі особливості:

- **погашення облігацій жорстко прив'язується до визначених джерел доходів спеціального фонду місцевого бюджету**, які протягом усього строку обігу облігацій резервуються і перераховуються на рахунок Казначейської служби,
- **обмеження джерел погашення**, зокрема виключення податку на доходи фізичних осіб, єдиного податку та податку на прибуток комунальних підприємств.

Рекомендації Національного банку Польщі: дохідні облігації на практиці

- побудова системи за якої рахунки доходів знаходяться «на вершині платіжного каскаду» (**виокремлення в місцевих бюджетах спеціальних рахунків** з дохідних облігацій, куди надходитимуть усі доходи від проекту. З цього рахунку першочергово будуть здійснюватися виплати за пріоритетною чергою: операційні витрати → обслуговування боргу → дивіденди/прибуток);
- **правовий захист коштів**, що депонуються на рахунок доходів;
- **обов'язок спрямувати доходи на рахунок доходів** (кримінальна відповідальність);
- зобов'язання **витрачати кошти виключно за цільовим призначенням** (кримінальна відповідальність);
- встановлення суми **обов'язкового резерву** (зادля забезпечення стабільності обслуговування боргу).

3. Податкові стимули та розширення бази інвесторів

3. 1. Усунути податкову асиметрію з ОВДП

Звільнити фізичних осіб від сплати ПДФО, військового збору, аналогічно ОВДП, з метою усунення їх можливої конкуренції та порушення принципу недопущення будь-яких проявів податкової дискримінації.

Кам'янець-Подільська громада

За чинної ставки 18% річних сукупні виплати відсотків власникам облігацій становлять 81,59 млн грн за 5 років для нижньої межі рекомендованої емісії (151,1 млн грн) і 114,21 млн грн – для верхньої (211,5 млн грн). З цієї суми 23% – податок на дохід фізичних осіб-власників облігацій, тобто 18,77 млн грн і 26,27 млн грн відповідно. Чистий дохід інвестора після оподаткування – 62,82 млн і 87,94 млн відповідно.

Якщо дохід від ОВМП звільнити від оподаткування (як в ОВДП), громаді для збереження того самого чистого доходу інвестора достатньо встановити ставку $18\% \cdot (1 - 23\%) = 13,86\%$ (замість 18%), а сукупні виплати відсотків скоротяться саме на суму податку: **на 18,77 млн грн** (сценарій 151,1 млн) і **на 26,27 млн грн** (сценарій 211,5 млн) за 5 років, без жодних втрат для інвестора.

Громада, відповідно, може прийняти рішення: залишити ставку на рівні 18% – тоді, за незмінних сукупних виплат (81,59 млн і 114,21 млн грн), інвестор отримає вищий реальний дохід, оскільки податок з нього більше не утримуватиметься; або знизити ставку до 13,86%, і тоді економія на відсотках (18,77 млн і 26,27 млн грн за 5 років відповідно) покриє те, що інвестор недоотримав би порівняно з першим варіантом, його чистий дохід залишиться на тому самому рівні, що й за ставки 18% з ПДФО та ВЗ, а громада відповідно скоротить власні видатки на обслуговування боргу.

Перший варіант може бути використаний на етапі формування інвесторської бази для пілотного випуску з метою залучення попиту, а другий – з метою зниження фіскального навантаження на бюджет громади за вже сформованого попиту.

3. 2. Сприяти відкриттю ринку для іноземних інвесторів через Clearstream-лінк

Внести зміни до законодавства, закріпивши облігації місцевих позик у переліку інструментів, що підлягають обліку в депозитарії НБУ, покращити умови для інвесторів-нерезидентів щодо придбання, обігу та отримання виплат за такими інструментами без необхідності відкриття рахунку в Україні.

Ефект Clearstream-лінку для ОВДП

До відкриття Clearstream-лінку у 2019 р. частка нерезидентів у портфелі ОВДП становила ~1%. Після відкриття – зросла до 20-25% залежно від періоду.

3. 3. Включити облігації місцевої позики до механізмів рефінансування НБУ

Включити облігації місцевих позик до механізмів рефінансування НБУ. Прийняття їх як застави за операціями рефінансування підвищить ліквідність паперів для банків.

4. Розвиток зелених облігацій

4. 1. Усунути нормативну неузгодженість щодо випуску зелених облігацій місцевих позик

Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» **прямо передбачає можливість емісії зелених облігацій особами, які реалізують або фінансують проекти екологічного спрямування, та відносить до таких осіб територіальну громаду в особі відповідного представницького органу місцевого самоврядування.** Водночас нове Положення НКЦПФР, передбачає, що облігації внутрішніх місцевих позик залежно від мети використання залучених коштів **є ординарними.** При цьому відповідно до Закону **ординарними є облігації, документи емісії яких не передбачають використання залучених коштів для фінансування екологічного або інфраструктурного проекту.**

Таким чином, чинне Положення про емісію облігацій внутрішніх місцевих позик **не передбачає окремої процедури випуску зелених облігацій територіальними громадами та фактично унеможлиблює реалізацію передбаченої ст. 18 Закону можливості їх емісії зелених**

облігацій радами. Для усунення цієї нормативної неузгодженості доцільно внести зміни до Положення НКЦПФР, передбачивши можливість емісії зелених облігацій місцевих позик.

4. 2. Деталізувати спеціальні вимоги до емісії зелених облігацій місцевих позик

Побудувати систему незалежної верифікації зелених облігацій, визначивши уповноважений орган, відповідальний за реєстрацію та нагляд за верифікаторами, а також розробити Ukrainian Green Bond Framework на основі Таксономії ЄС з урахуванням потреб відновлення України та особливостей фінансування проєктів сталого розвитку.

5. Інституційна архітектура та управління ризиками

5. 1. Стандартизувати документацію

Розробити типові документи для всіх трьох інструментів: проєкт, договори з андеррайтером, ескроу-агентом, технічним контролером, спеціалізованою установою (див. п.1.3.). Стандартизація скорочує транзакційні витрати для кожного нового емітента і усуває залежність від дорогих зовнішніх консультантів.

Рекомендації Національного банку Польщі: стандартизація

Серед основних ризиків випуску облігацій, виділених банком, виділяють, зокрема, **ризик якості проєкту та виконання зобов'язань емітента в передбачений термін**, який може призвести до затримок або провалу інвестицій. Для його зменшення рекомендується застосовувати такі заходи:

- **належний опис предмета договору** за зразком **SIWZ** (Specyfikacja

Istotnych Warunków Zamówienia), що детально регламентує істотні умови, включаючи предмет закупівлі, вимоги до учасників тендеру, технічні параметри товарів або послуг, критерії оцінки про-позицій та умови виконання договору;

- використання стандартизованих **будівельних договорів FIDIC** для уніфікації умов.

5. 2. Запровадити механізм змішаного фінансування (Blended Finance)

Сформувані гарантійні фонди за участі міжнародних фінансових організацій, що надаватимуть часткові гарантії за облігаціями громад, які потребують додаткового кредитного підсилення для виходу на ринок капіталу, сприяючи підвищенню їх кредитного рейтингу до рівня, прийнятного для інвесторів. Такий механізм може розширити доступ до облігаційного фінансування для громад, які мають економічно обґрунтовані інвестиційні проекти, проте через обмежену кредитну історію, обсяг бюджету або інші фактори ризику мають складнощі із самостійним залученням фінансування на ринкових умовах.

5. 3. Закласти основи середньострокового бюджетного планування

Внести до Бюджетного кодексу норми, що забезпечують трирічний горизонт планування бюджету розвитку і можливість структурування інфраструктурних проектів поза межами одного бюджетного року.

5. 4. Запровадити механізм спільних випусків облігацій місцевих позик (Pooled Financing Vehicle)

Окремим інструментом розширення доступу рад до ринку капіталу може бути створення механізму агрегованих випусків облігацій місцевих позик. Така модель передбачає, що кілька територіальних громад або їхні проекти об'єднуються в один портфель, під який здійснюється єдиний випуск облігацій. Агрегований випуск дає змогу розподілити ризики між кількома радами та проектами, підвищити масштаб угоди, стандартизувати документацію, централізувати фінансовий супровід і зменшити витрати кожної окремої ради на підготовку емісії.

Кам'янець-Подільська громада

Портфель інвестиційних проєктів Кам'янець-Подільської міської ради в ЄПП DREAM налічує 15 проєктів на загальну суму 313,88 млн грн. Рекомендований обсяг пілотної емісії (151,1-211,5 млн грн) уже самостійно покриває 48-67% цього портфеля. Водночас для виходу на обсяг, порівнянний за ліквідністю з останньою емісією Львівської міської ради (900 млн грн, 2020 рік), громаді довелося б об'єднати проєкти приблизно 4-6 громад подібного до Кам'янець-Подільської масштабу в єдиний агрегований випуск. Це свідчить, що для громад, у яких обсяг і структура доходів бюджету та рівень боргового навантаження обмежують можливості залучення значного обсягу фінансування через окремий випуск, агрегований випуск може стати більш практичним механізмом.

5. 5. Підготовка громад і формування портфеля комерційно привабливих проєктів (bankable projects)

Саме по собі вдосконалення законодавства не забезпечить розвитку ринку облігацій місцевих позик. Однією з ключових передумов є формування якісного портфеля комерційно привабливих проєктів – проєктів, підготовлених відповідно до вимог інвесторів та придатних для залучення ринкового фінансування.

Важливу роль у цьому може відіграти інтеграція з системою управління публічними інвестиціями **DREAM**. Стандартизована підготовка проєктів із відображенням інформації про їхню вартість, строки реалізації, джерела погашення, очікувані результати та ключові фінансові показники дозволить сформувати прозорий портфель інвестиційних проєктів, придатних для фінансування через облігації місцевих позик.

Очікувані результати

- №1** Залучення додаткового довгострокового ресурсу для відновлення та модернізації місцевої інфраструктури без надмірної залежності від державного бюджету, грантової допомоги чи кредитного каналу.
- №2** Диверсифікація інвесторської бази: банки, страхові та інші інституційні інвестори, фізичні особи, а в перспективі – нерезиденти через міжнародну депозитарну інфраструктуру; формування кредитної історії громад на внутрішньому ринку капіталу.
- №3** Розширення можливостей для фінансування проєктів громад і розвитку ринку капіталу: ради самостійно можуть обирати найбільш релевантний інструмент, враховуючи вартість, строк обігу, графік залучення та ризики; кредити та облігації стають взаємодоповнюваними інструментами.
- №4** Підвищення фінансової самостійності громад разом із посиленням боргової дисципліни: багаторічне планування, контроль піків погашення, прозорі критерії боргової спроможності та повне розкриття ризиків.
- №5** Можливість фінансувати багаторічні публічні інвестиційні проєкти та програми – транспорт, енергетичну стійкість, воду і тепло, житло, відновлення шкіл і лікарень – без штучного обмеження повного фінансового циклу до одного бюджетного року.
- №6** Формування практичної моделі пілотування: перші випуски мають створити відтворювану модель: повторювану документацію, кредитну історію, підхід до ціноутворення та набір даних, на основі яких наступні ради зможуть виходити на ринок із нижчими трансакційними витратами. Критерієм успіху реформи має бути не кількість формально дозволених інструментів, а поява кількох відтворюваних моделей фінансування, які можуть бути масштабовані.