

ОЦІНКА ГОТОВНОСТІ КАМ'ЯНЕЦЬ-ПОДІЛЬСЬКОЇ МІСЬКОЇ ТЕРИТОРІАЛЬНОЇ ГРОМАДИ ДО ПІЛОТНОГО ВИПУСКУ ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНЬОЇ МІСЦЕВОЇ ПОЗИКИ

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 Дір», 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.

Зміст

Вступ	6
1. Критерії оцінки готовності громади до пілотного випуску облігацій	8
1. 1. Фінансові критерії	9
1. 2. Інституційні критерії	10
1. 3. Критерії якості управління інвестиційними проектами	11
2. Фінансовий профіль Кам'янець-Подільської громади	13
2. 1. Економічна база громади	14
2. 2. Структура та динаміка доходів	16
2. 3. Структура та динаміка видатків	21
2. 4. Боргові зобов'язання	23
2. 5. Фіскальна стійкість, ліквідність та якість обслуговування боргу	27
3. Інвестиційні проекти громади як основа пілотного випуску	34
3. 1. Огляд поточних і запланованих інвестиційних проектів	35
3. 2. Оцінка придатності проектів для дохідних облігацій	39
3. 3. Інституційна та управлінська готовність до реалізації проектів	40
3. 4. Орієнтовний обсяг, механізм та структура піотної емісії	42
4. Основні ризики та способи їх усунення	51
Висновки	56

Актуальність аналізу

Актуальність опрацювання можливості здійснення пілотного випуску облігацій внутрішньої місцевої позики (інша назва – муніципальні облігації) Кам'янець-Подільською громадою зумовлена, в першу чергу, зростаючою потребою громад у нових джерелах фінансування відновлення та розвитку в умовах обмеженості традиційних джерел. Крім того, практика випуску облігацій внутрішньої місцевої позики в Україні показує, що цей ринок і надалі концентрується у найбільших містах з високими бюджетними надходженнями, тоді як менші громади для запозичень здебільшого використовують альтернативні інструменти, зокрема кредити.

Мета аналізу

Аналіз здійснено з метою визначення спроможності Кам'янець-Подільської міської територіальної громади до пілотного випуску облігацій внутрішньої місцевої позики.

Предмет і об'єкт аналізу

Об'єктом аналізу є Кам'янець-Подільська міська територіальна громада як потенційний емітент облігацій внутрішньої місцевої позики.

Предметом аналізу є сукупність фінансових, інституційних та правових параметрів громади – кількісні показники виконання бюджету за 2023-2025 рр., боргова історія, поточні інвестиційні проєкти, які формують підґрунтя для оцінки її готовності до пілотного випуску облігацій.

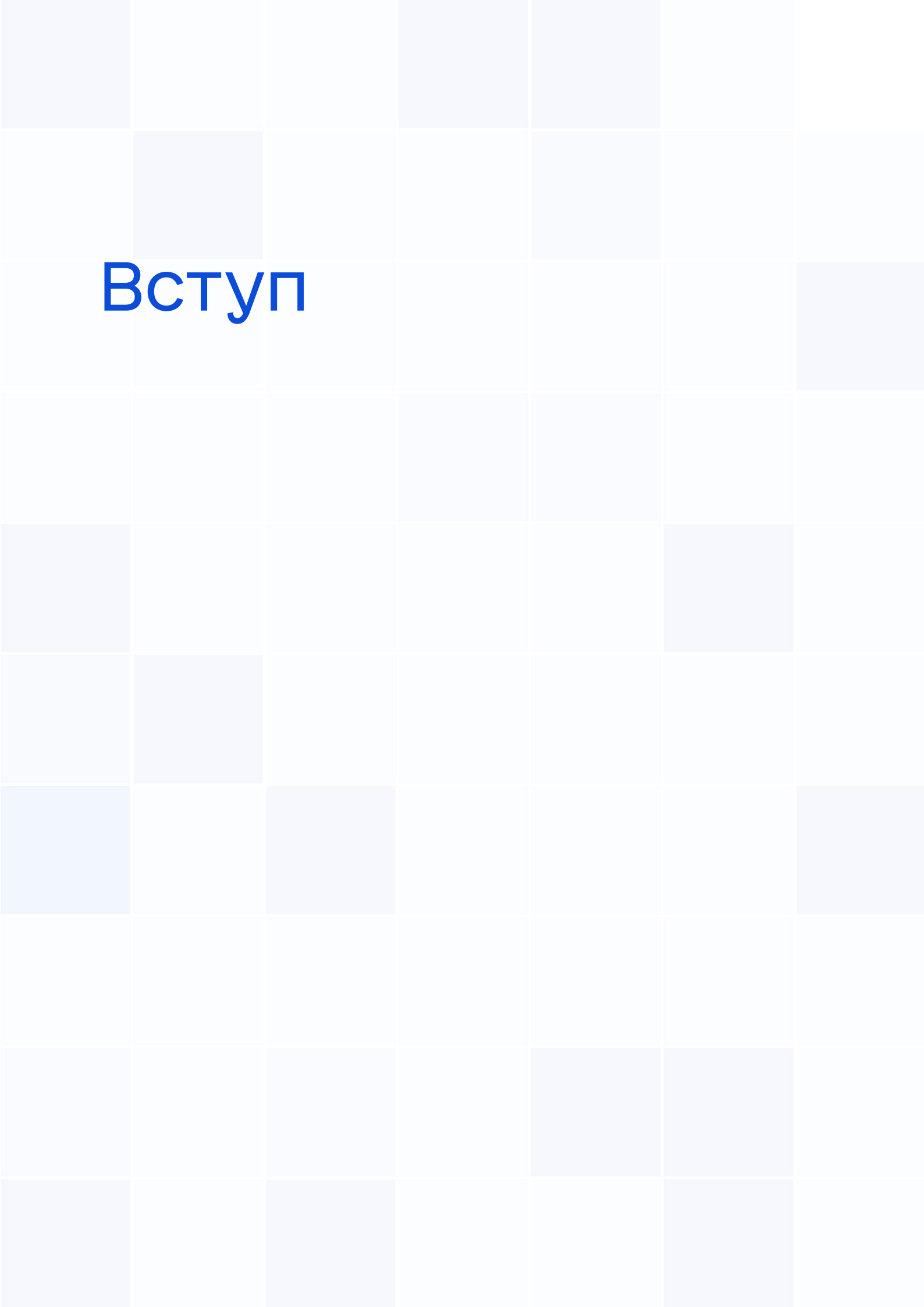
Методологія аналізу:

- ретроспективний аналіз фінансово-бюджетних показників громади за 2023-2025 роки;
- горизонтальний і структурний аналіз доходів, видатків та бюджетних залишків;
- коефіцієнтний аналіз фінансової стійкості, ліквідності та боргового навантаження;
- оцінка боргової спроможності із застосуванням окремих кількісних показників, адаптованих на основі підходів Fitch Ratings до оцінювання субнаціональних емітентів, та орієнтирів GFOA щодо ліквідності; розрахунки мають аналітичний характер, не є кредитним рейтингом та не відтворюють повну методологію Fitch Ratings;
- перевірка відповідності потенційного запозичення вимогам бюджетного законодавства;

- сценарне моделювання обсягу, вартості та структури пілотної емісії;
- проведення робочих зустрічей та напівструктурованих інтерв'ю з представниками громади для уточнення фінансових, боргових, інституційних аспектів;
- якісна оцінка інституційної та проєктної спроможності громади на основі документів та інформації, отриманої під час зустрічей і інтерв'ю;
- оцінка внутрішніх і зовнішніх ризиків потенційного випуску облігацій.

Межі аналізу

Аналіз охоплює Кам'янець-Подільську міську територіальну громаду та не передбачає автоматичного поширення отриманих висновків на інші громади без окремої верифікації. Проведена оцінка не є кредитним рейтингом, юридичним висновком щодо можливості здійснення конкретного запозичення або оцінкою інвестиційної привабливості конкретного випуску. Розрахунки потенційних параметрів емісії мають сценарний характер. У межах аналізу не проводилися опитування потенційних інвесторів, book-building, повна незалежна перевірка зобов'язань комунальних підприємств або оцінка ринкової ставки майбутнього випуску.



Вступ

У межах дослідження розвитку ринку облігацій місцевих позик в Україні здійснюється комплексний аналіз стану та практики функціонування цього ринку, нормативно-правового регулювання, фінансової спроможності громад, а також міжнародного досвіду використання муніципальних облігацій. Попередні етапи дослідження охопили практику здійснення місцевих запозичень в Україні у 1995-2021 роках, чинне нормативно-правове регулювання, оцінку фінансової спроможності п'яти найбільших українських міст, які мають досвід або потенціал використання цього інструменту, а також аналіз міжнародних моделей муніципального боргового фінансування та можливостей їх адаптації до українських умов.

Наступним етапом стало практичне опрацювання можливості застосування напрацьованих підходів на рівні окремої громади. Для такого аналізу обрано Кам'янець-Подільську міську територіальну громаду та проведено оцінку її фінансової, боргової, інституційної та проєктної спроможності як потенційного емітента облігацій внутрішньої місцевої позики.

Кам'янець-Подільська міська територіальна громада розташована у Хмельницькій області та об'єднує місто Кам'янець-Подільський і 12 сільських населених пунктів. Чисельність населення громади, за даними порталу Децентралізація, становить близько 106 тис. осіб. Економічний профіль громади поєднує промисловість, мале та середнє підприємництво, сферу послуг, туризм та аграрну діяльність. У 2026 році плановий річний бюджет громади перевищує 1,5 млрд грн. Громада також має активний досвід залучення зовнішнього фінансування та реалізації інвестиційних і грантових проєктів: загальний обсяг залучених інвестицій та грантів перевищує 1 млрд грн, а в межах грантової діяльності громада виграла 44 проєкти із залученим фінансуванням понад 450 млн грн. Такий масштаб бюджетної, інвестиційної та проєктної діяльності формує підґрунтя для оцінки можливості використання громадою інструментів боргового фінансування.

Основу аналізу становлять звіти про виконання бюджету громади за 2023-2025 роки, дані щодо її економічного розвитку, боргових і гарантійних зобов'язань, бюджетних залишків та єдиного портфелю інвестиційних проєктів. На їх основі проведено ретроспективний, структурний та коефіцієнтний аналіз фінансової стійкості, ліквідності й боргового навантаження, а також сценарне моделювання окремих параметрів потенційної пілотної емісії. Також здійснено модельні обрахунки випуску звичайних облігацій внутрішньої місцевої позики.

Кількісний аналіз доповнено якісною оцінкою інституційної та управлінської спроможності громади. У межах дослідження проведено робочі зустрічі та інтерв'ю з представниками Кам'янець-Подільської міської ради, що дозволило уточнити інформацію щодо боргової історії громади, управління інвестиційними проєктами, взаємодії з міжнародними партнерами та практичної готовності до залучення фінансування через випуск облігацій місцевої позики.

Розділ 1

Критерії оцінки готовності громади до пілотного випуску облігацій

1. 1. Фінансові критерії

Основу фінансової оцінки становлять чотири взаємопов'язані критерії боргової спроможності громади.

1) Здатність обслуговувати борг із збереженням достатнього ресурсу для інших захищених та обов'язкових видатків.

Стаття 55 Бюджетного кодексу України (далі – Бюджетний кодекс) визначає перелік захищених видатків загального фонду (оплата праці, комунальні послуги бюджетних установ, продукти харчування, медикаменти, соціальні виплати населенню тощо), скорочення яких законодавчо обмежене навіть у кризових умовах. Обслуговування нового боргу не повинно створювати ризик витіснення цих видатків. Це означає, що зростання боргового навантаження має відбуватися за рахунок дійсно вільного ресурсу, а не за рахунок статей, які громада зобов'язана фінансувати в першу чергу.

2) Стабільність і незалежність власних доходів.

Спроможність обслуговувати борг протягом усього періоду обігу облігацій напряду залежить від передбачуваності дохідної бази. Для цього оцінюються динаміка власних доходів за останні 3 роки, рівень виконання дохідної частини бюджету відносно плану, коефіцієнт фінансової автономії, а також чутливість дохідної бази до змін центрального регулювання.

3) Дотримання законодавчих меж боргового навантаження.

Бюджетний кодекс встановлює дві незалежні кількісні вимоги, які мають виконуватися одночасно:

- ч. 6 ст. 74 – сукупні платежі з обслуговування місцевого боргу в будь-якому бюджетному році не можуть перевищувати 10% видатків загального фонду відповідного бюджету;
- ч. 3 ст. 18 – загальний обсяг місцевого та гарантованого місцевого боргу станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200% середньорічного обсягу доходів загального фонду за три попередні бюджетні періоди (без ПДФО та міжбюджетних трансфертів).

Додатково для оцінки боргової спроможності застосовується методологія Fitch Ratings для субнаціональних емітентів, зокрема оцінюється концентрація і диверсифікованість джерел доходу, стабільність операційного балансу, співвідношення боргового

навантаження до доходів, період окупності боргу, а також наявність ліквідного буфера, що слугує запасом міцності на випадок фінансового шоку (орієнтир GFOA – не менше двох місяців операційних видатків).

Застосування цих критеріїв до фінансового профілю Кам'янець-Подільської громади наведено в розділі 2, а зведена оцінка – у підрозділі 2.5.

4) Боргова дисципліна та наявність законодавчих передумов для нового запозичення.

Оцінюється історія виконання зобов'язань за місцевим та гарантованим місцевим боргом, наявність простроченої заборгованості і штрафних санкцій, а також стан їх врегулювання. Окремо враховуються встановлені Бюджетним кодексом обмеження щодо здійснення нових місцевих запозичень у разі порушення графіка платежів та тимчасові особливості застосування таких обмежень у період воєнного стану.

1. 2. Інституційні критерії

Фінансова спроможність є необхідною, але не достатньою умовою. Успішний випуск і обслуговування облігацій вимагає також відповідної інституційної готовності органу місцевого самоврядування. До ключових критеріїв належать:

1) Досвід роботи з донорським фінансуванням.

Кількість, обсяг і диверсифікованість грантових проєктів, реалізованих громадою за останні роки, – індикатор здатності готувати проєктну документацію, звітувати перед донорами за цільовим використанням коштів і виконувати договірні зобов'язання.

2) Досвід боргового фінансування.

Окремо оцінюється досвід роботи саме з борговими інструментами – кредитами, позиками міжнародних фінансових організацій, гарантійними зобов'язаннями – оскільки він відрізняється від грантового досвіду необхідністю управляти графіком обслуговування боргу, валютними ризиками та відносинами з кредиторами (а не лише з донорами).

3) Управління борговими зобов'язаннями.

Наявність та якість управління непрямыми борговими зобов'язаннями (гарантії, субкредити), включно з повнотою їх розкриття та наявністю плану врегулювання прострочених платежів, якщо такі є.

4) Прозорість та якість інвестиційного планування.

Наявність середньострокового плану пріоритетних публічних інвестицій територіальної громади, сформованого Єдиного проектного портфеля публічних інвестицій, використання цифрових інструментів підготовки та моніторингу проектів, зокрема DREAM, а також узгодженість інвестиційного планування з бюджетним процесом.

5) Кадрова компетентність і мережа партнерств.

Наявність підрозділу чи відповідальних фахівців, здатних супроводжувати процес підготовки випуску, а також широта мережі міжнародних і донорських партнерств, що зменшує залежність від одного джерела фінансування.

Оцінку за цими критеріями наведено в підрозділі 3.3.

1. 3. Критерії якості управління інвестиційними проектами

Наявність придатного інвестиційного проекту (чи портфеля проектів) створює вже практичну передумову для визначення механізму та цілі пілотної емісії. Критерії оцінки проектів включають:

1) Стадія готовності проекту.

Наявність техніко-економічного обґрунтування (попереднього чи повного), проектної документації, кошторису, тобто ступінь опрацювання проекту до стадії, придатної для включення у проспект емісії.

2) Наявність самостійного джерела доходу (для дохідних облігацій).

Якщо проект розглядається як кандидат на дохідні облігації, оцінюється, чи генерує він відокремлюваний потік доходу, достатній для покриття операційних витрат і обслуговування боргу, зокрема

тарифна економіка (чи покриває тариф собівартість послуги), стабільність і прогнозованість цього доходу.

3) Масштаб і відповідність борговій місткості громади.

Вартість проекту має бути співмірною з розрахованою борговою спроможністю громади. Замала вартість ускладнює економічну доцільність окремого випуску, тоді як зavelика створює надмірне боргове навантаження.

4) Системність портфельного управління.

Наявність структурованого портфеля інвестиційних проєктів (а не одного ізольованого проєкту) дає можливість резервного вибору та розподілу ризику між кількома проєктами, а також свідчить про зрілість процесу інвестиційного планування громади.

Застосування цих критеріїв до проєктного портфеля Кам'янець-Подільської громади, включно з детальною оцінкою придатності для дохідних облігацій, наведено в розділі 3.

Розділ 2

Фінансовий профіль Кам'янець- Подільської громади

2. 1. Економічна база громади

Економічна база громади дає розуміння про стійкість та диверсифікованість її економічної активності. Чим стійкішою та диверсифікованішою вона є, тим надійніше джерело майбутніх податкових надходжень для обслуговування запозичень. В таблиці 1 наведено розбивку показників економічного розвитку за 3 останні звітні роки й наведено відсоткову зміну в 2025 році відносно 2023 року.



Таблиця 1. Показники економічного розвитку громади, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025	Зміна 2023-2025
Економічний розвиток				
Обсяг реалізованої промислової продукції, тис грн	4 355 804,7	5 627 028,5	9 263 873,4	+112,7%
Індекс сільськогосподарської продукції, % до попереднього року	104,4	109,3	103,9	кумулятивно +18,6% за 3 роки
ФОП, осіб	6 282	6 455	7 001	+11,4%
Юридичних осіб, осіб	2 966	3 017	2 790	-5,9%
Інвестиційна та зовнішньоекономічна діяльність				
Обсяг капітальних інвестицій за рік, тис грн	79 145	216 916	325 551,0	+311,4%

Експорт, тис дол США	61 498,8	67 168,3	58 350,4 (за 9 міс) 77 800,5 (розрахун- ково за 12 міс)	+26,5%
Імпорт, тис дол США	51 004,1	58 520,3	68 054,8 (за 9 міс) 90 739,7 (розрахун- ково за 12 міс)	+77,9%
Державні фінанси				
Темп зростання доходів місцевих бюджетів (без трансфертів), % до попереднього року	106,4	95,6	122,8	кумулятив- но +24,9% за 3 роки
Доходи місцевих бюджетів (без трансфертів) на 1 особу, грн	7 566,91	7 233,12	8 943,45	+18,2%
Податкові надходження до місцевих бюджетів на одиницю населення, грн	7 009,56	6 548,38	7 960,28	+13,6%

Джерело: ^{1, 2}

1. Річні звіти про виконання міського бюджету // Кам'янець-Подільська міська рада : офіційний вебсайт. URL: <https://kam-pod.gov.ua/economika/miskiy-budjet/richni-zviti-pro-vikonannya-miskogo-byudzhetu>

2. Показники виконання місцевого бюджету Кам'янець-Подільської міської територіальної громади // Відкритий бюджет : вебпортал. URL: <https://openbudget.gov.ua/local-budget/2255800000/info/indicators>

Найбільш яскраво економічну активність показує обсяг капітальних інвестицій, а саме його зростання у 4,1 рази за три роки (з 79,1 млн грн у 2023 році до 325,6 млн грн у 2025, +311,4%). Зростання обсягу капітальних інвестицій свідчить про суттєве посилення інвестиційної активності в громаді та створює передумови для розширення економічної й податкової бази. Обсяг реалізованої промислової продукції за той самий період зріс більш ніж удвічі (+112,7%) що свідчить про суттєве зростання обсягів економічної діяльності промислового сектору.

Зростання кількості фізичних осіб-підприємців поряд із падінням кількості юридичних осіб є типовою для воєнного часу тенденцією, що не обов'язково свідчить про згортання ділової активності, але означає зміну структури майбутньої податкової бази.

За умовної екстраполяції показників за дев'ять місяців 2025 року на весь рік обсяг експорту може перевищити рівень 2023 року приблизно на 26,5%, а імпорту – на 77,9%, що звузить торговельне сальдо громади.

Дохід місцевого бюджету на одного мешканця зріс на 18,2% (з 7 566,9 до 8 943,5 грн), а податкові надходження на особу – на 13,6%. Обидва показники зростають повільніше за капітальні інвестиції і промислове виробництво, що пояснюється лагом фіскального ефекту економічного зростання. У сукупності показники цього підрозділу свідчать про економічну базу, що зростає і диверсифікується, і формує позитивну основу для розгляду громади як потенційного емітента облігацій.

2. 2. Структура та динаміка доходів



Таблиця 2. Структура власних доходів та бюджетних трансфертів, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025	Зміна 2023-2025
Всього доходів, млн грн	1 194,2	1 308,6	1 499,8	+25,6%

Власні доходи загального і спеціального фонду, млн грн	946,5	905,6	1 111,7	+17,6%
Офіційні трансферти, млн грн	247,7	403	388,1	+56,7%
Коефіцієнт фінансової автономії*	79,3%	69,2%	74,1%	-5,2%
Виконання плану доходів	103,4%	102,6%	104,5%	стабільно

Джерело: 1, 2

*Коефіцієнт фінансової автономії відображає частку власних доходів у загальному обсязі надходжень і обраховується як частка власних доходів загального і спеціального фонду в сукупних доходах громади за відповідний рік.

Сукупні доходи бюджету зросли на 25,6% за три роки – з 1 194,2 млн грн у 2023 році до 1 499,8 млн грн у 2025 році. Виконання плану доходів стабільно становить 102-105% щороку, що свідчить про відсутність системного недовиконання затверджених показників доходів і формує позитивний сигнал щодо передбачуваності дохідної бази. Коефіцієнт фінансової автономії знизився з 79,3% (2023) до 69,2% (2024) і лише частково відновився до 74,1% (2025).

Просідання власних доходів у 2024 році (з 946,5 до 905,6 млн грн) має чітку причину: з жовтня 2023 року до Державного бюджету України вилучено ПДФО з грошового забезпечення військових. У 2023 році від ПДФО надійшло 209,9 млн грн до місцевого бюджету, а з 2024 року такі доходи уже не зараховуються до місцевого бюджету. Тобто в зіставному середовищі (без військового ПДФО) власні доходи 2024 року є фактично вищими за 2023 рік. У 2025 році власні доходи надалі зростали – до 1 111,7 млн грн.

Це дозволяє зробити 2 висновки:

- стійкість дохідної бази зберігається протягом 3 років;
- існує ризик централізованих фіскальних рішень, який треба враховувати під час прогнозування боргових зобов'язань.



Таблиця 3. Структура власних доходів, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025	Зміна 2023-2025
ПДФО (64%), млн	582,3	433,7	512,7	-12%
Місцеві податки і збори, млн	213	288,9	344,1	+61,5%
• плата за землю, млн	72	90,5	118,7	+64,9%
• єдиний податок, млн	106,2	155,9	176,6	+66,3%
• податок на нерухоме майно, млн	33,5	40,6	46,3	+38,2%
Акцизний податок, млн	80,5	96,0	130,9	+62,6%

Джерело: [1, 2](#)

ПДФО залишається найбільшим джерелом власних доходів громади. Після суттєвого скорочення надходжень у 2024 році, спричиненого зміною порядку зарахування ПДФО з грошового забезпечення військовослужбовців, у 2025 році надходження ПДФО відновили зростання – з 433,7 млн грн до 512,7 млн грн. Водночас їх обсяг залишається нижчим за рівень 2023 року.

Зростання надходжень акцизного податку (+62,6% за три роки, з 80,5 до 130,9 млн грн) переважно відображає інфляційну динаміку цін на підакцизні товари та часткове відновлення споживчої активності.



Таблиця 4. Структура державних трансфертів, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025	Зміна 2023-2025
Загальний фонд				
Офіційні трансферти – всього, млн	245,6	383	387	+57,6%
Дотації, млн	2,4	60,2	60,7	зростання у 25,3 рази у 2025 р.
• базова дотація з ДБ, млн	0	58,5	58,9	поява у 2024 р.
• дотація з МБ на освіту/ОЗ, млн	1,7	1,7	1,7	стабільно
• інші дотації з МБ, млн	0,6	0,063	0,058	-91%
Субвенції, млн	243,3	322,8	326,3	+34,1%
• освітня субвенція з ДБ, млн	200,7	235,3	246,8	+23,0%
• інші субвенції з ДБ, млн	0,178*	29,2	39,2	стрибок 2024
• субвенції з МБ, млн	42,4**	58,3	40,3	пік 2024, спад 2025

Спеціальний фонд				
Офіційні трансферти – всього, млн	2	20	1,1	-45%
Субвенції з ДБ, млн	-	12,3	1,1	
Субвенції з МБ, млн	-	7,7	0	

Джерело: ^{1,2}

*У звіті за 2023 р. показник зведено в категорію “Інші субвенції з ДБ і МБ” (0,178 млн грн), категоризація не повністю збігається.

**Розрахунково

Освітня субвенція (246,8 млн грн у 2025 році) є найбільшою складовою державних трансфертів – 75,6% від сукупного обсягу субвенцій та 63,6% від загального обсягу трансфертів. Також видно значне зростання інших субвенцій з ДБ (0,2 млн у 2023 – 39,2 млн у 2025). Зростання субвенцій у 2024-2025 рр. (порівняно з 2023 роком) пов'язане з придбанням житла для військових та обладнання/ремонтів для шкіл.

Загалом структура свідчить про зростання власних доходів (+17,6% за три роки). Вони залишаються переважним джерелом фінансування громади (69-79% сукупних надходжень), запобігаючи надмірній залежності від міжбюджетних трансфертів. Стабільне перевиконання плану доходів (102-105% щороку) також формує позитивну передумову для оцінки кредитоспроможності громади.

2. 3. Структура та динаміка видатків



Таблиця 5. Динаміка видатків, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025	Зміна 2023-2025
Загальний фонд				
Видатки загального фонду, млн грн	1 073,5	1 111	1 260,1	+17,4%
Виконання плану видатків загального фонду	–	95,7%	96,5%	стабільно
Видатки спеціального фонду, млн грн	205,3	197,4	215,0	+4,7%
Виконання плану видатків спеціального фонду	100,24%	96%	96,4%	зменшення
Разом видатків, млн грн	1 278,8	1 308,4	1 475,1	+15,4%

Джерело: ^{1,2}

Сукупні видатки бюджету зросли на 15,4% за три роки (з 1 278,8 до 1 475,1 млн грн), що дещо повільніше за динаміку доходів (+25,6%) – тенденція, що підтверджує вже відзначене зростання профіциту загального фонду (див. 2.5). Видатки загального фонду зростають (+17,4%) швидше за видатки спеціального фонду (+4,7%), частка якого у сукупних видатках відповідно знижується – з 16,1% у 2023 році до 14,6% у 2025 році. Виконання плану видатків залишається стабільним і високим (95,7-96,5% для загального фонду, 96-100,2% для спеціального), що свідчить про якісне бюджетне планування й дисципліну виконання.



Таблиця 6. Структура видатків, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025	Зміна 2023-2025
Освіта, млн грн	658,3 (51,5%)	748,9 (57,2%)	819,0 (55,5%)	+24,4%
ЖКГ, млн грн	182,1 (14,2%)	165,0 (12,6%)	182,7 (12,4%)	+0,3%
Соціальний захист, млн грн	96,6 (7,6%)	105,6 (8,1%)	113,2 (7,7%)	+17,2%
Загальнодержавні функції, млн грн	156,7 (12,3%)	112,5 (8,6%)	146,7 (9,9%)	-6,4%
Духовний та фізичний розвиток, млн грн	62,5 (4,9%)	72,6 (5,6%)	85,5 (5,8%)	+36,8%
Охорона здоров'я, млн грн	55,7 (4,4%)	49,1 (3,8%)	50,8 (3,5%)	-8,8%
Економічна діяльність, млн грн	52,4 (4,1%)	34,2 (2,6%)	57,5 (3,9%)	+9,7%
Громадський порядок, безпека, млн грн	14,0 (1,1%)	20,4 (1,6%)	19,0 (1,3%)	+35,7%
Охорона навколишнього середовища, млн грн	0,4 (0,03%)	0,2 (0,02%)	0,6 (0,04%)	+50%
Разом видатків, млн грн	1 278,8	1 308,4	1 475,1	+15,4%

Джерело: [1, 2](#)

За функціональною структурою освіта залишається найбільшою статею видатків бюджету громади: у 2025 році на неї припадало 55,5% сукупних видатків. Це слід особливо враховувати, оскільки галузь освіти має високу частку захищених видатків, тобто тієї частини видатків, які мають бути профінансовані в першу чергу. ЖКГ залишається другою за обсягом статею і тримається на стабільному рівні 12-14%. Соціальний захист поступово зростає (з 7,6% до 7,7%).

2. 4. Боргові зобов'язання

За інформацією, наданою профільним департаментом Кам'янець-Подільської міської ради, у громаді відсутні непогашені кредити, позики та облігації (окремо є виявлені зобов'язання КП, що потребують уточнення). Відсутність непогашеного прямого боргу знижує поточне пряме боргове навантаження громади. Водночас оцінка її боргової спроможності має враховувати наявні зобов'язання за місцевою гарантією.

Хоча прямий борг відсутній, громада має боргове зобов'язання, яке істотно впливає на її боргову стійкість. Йдеться про гарантію за субкредитом Світового банку, наданим у 2010 році комунальному підприємству "Служба єдиного замовника" для проєкту "Реконструкція енергоємного обладнання системи водопостачання і водовідведення в м. Кам'янець-Подільський".



Таблиця 7. Структура видатків, 2023-2025 рр.

Параметр	Значення
Дата договору субкредитування	12.02.2010, № 28010-02/21
Сторони	Мінфін України, Мінжитлокомунгосп, КП "Служба єдиного замовника"; гарант – Кам'янець-Подільська міська рада
Джерело коштів	МБРР (Світовий банк), позика України

Початкова сума субкредиту	5 141 933,85 дол. США (після часткового повернення невикористаної частини у 2015 р.)
Курс долара	7,93 грн/дол. США (12.02.2010) 44,5 грн/дол. США (26.08.2026) девальвація = +461%
Обслуговування боргу до 2013 р.	КП "Служба єдиного замовника" – самостійно
Обслуговування боргу з 2013 р.	Кам'янець-Подільська міська рада як гарант (внаслідок дефолту комунального підприємства-позичальника)
Залишок тіла кредиту	3,1 млн дол. США (або 137,95 млн грн)*
Сплачено міською радою (тіло+відсотки)	1,2 млн дол. США (53,4 млн грн)*
Сплачено КП СЄЗ (тіло + відсотки)	0,9 млн дол. США (40,05 млн грн)*
Прострочена заборгованість, всього	4,1 млн дол. США (182,45 млн грн)*
- у т.ч. тіло боргу	3,1 млн дол. США (137,95 млн грн)*
- відсотки	0,9 млн дол. США (40,05 млн грн)*
- плата за надання гарантії	3 498,34 дол. США (155 676,13 грн)*
Пеня	82,4 млн грн

Джерело: [1, 2](#)

*за курсом 44,5 грн/дол. США станом на 26.08.2026



Таблиця 8. Динаміка платежів громади на виконання гарантійних зобов'язань за субкредитом, 2010-2025 рр.

Рік	Значення		Обґрунтування
	долар США	гривня	
2010-2012	0	0	КП обслуговувало кредит самостійно
2013	424 057,78	3 389 493,84	Перший рік перенесення зобов'язань на МР
2014	383 343,00	4 969 898,73	Пік платежів
2015-2017	0	0	Призупинення обслуговування
2018	125 598,81	3 280 600,00	
2019	98 518,72	2 440 000,00	
2020	132 624,92	3 700 000,00	
2021	9 515,32	260 000,00	
2022			Дані відсутні
2023	6 752,91	250 000,00	
2024	7 201,36	300 000,00	
2025	26 021,89	1 100 000,00	Стрибок у 3,7 рази у порівнянні з 2024
Всього	1 213 634,71	19 689 992,57	

Джерело: дані, отримані на запит від представників Кам'янець-Подільської міської ради

На виконання п.15 ст.17 Бюджетного кодексу України та ст.4 Гарантії міської ради від 31.08.2012 №2 **увесь прогнозний обсяг бюджету розвитку (надходження від продажу землі та нерухомості) щороку передбачається для забезпечення виконання гарантійних зобов'язань** за позичальників, що отримали кредити під місцеві гарантії.

Це фактично означає, що бюджет розвитку громади (надходження від продажу землі/нерухомості) юридично обтяжений на користь Світового банку. У 2025 році до бюджету залучено 2 149,2 тис. грн (від оренди землі) та 1 122,1 тис. грн (від продажу 2-х ділянок) – разом **3,27 млн грн**, тобто потенційно весь цей ресурс підлягає першочерговому спрямуванню на гарантії.



Таблиця 9. Оцінка боргового навантаження за гарантійними зобов'язаннями за субкредитом Світового банку, 2025 р.

Показник	Значення (за курсом 44,11 грн/дол. США)	Обґрунтування
Сума непогашеного тіла субкредиту	138,470 млн грн	9,2% до загальних доходів 2025 р.
Просрочка + пеня	265,151 млн грн	17,7% до загальних доходів 2025 р.
Фактичний платіж 2025 р. (виконання територіальною громадою міста гарантійних зобов'язань)	1,1 млн грн	0,07% до доходів; 0,76% до профіциту загального фонду
Курсове збільшення тіла кредиту з 2010 р.	113,6 млн грн	реалізований валютний ризик

Джерело: дані, отримані на запит від представників Кам'янець-Подільської міської ради

Загальна заборгованість громади за гарантійними зобов'язаннями (265,151 млн грн) є суттєвою, але не критичною – близько 17,7% річних доходів. Поточний платіжний потік низький (1,1 млн грн у 2025 р., 0,76% профіциту загального фонду). У 2025 році відбувся стрибок платежу в 3,7 рази (з 0,30 млн грн до 1,10 млн грн), що найбільш ймовірно пов'язаний з відновленням графіку платежів після паузи 2022-2024 рр. Наразі Кам'янець-Подільська громада проводить перемовини з Міністерством фінансів України та Світовим банком щодо можливості реструктуризації субкредиту.

Наявність простроченої заборгованості за гарантованим місцевим боргом має окреме значення для можливості здійснення нових запозичень. Частина сьома статті 74 Бюджетного кодексу України за загальним правилом обмежує здійснення нових місцевих запозичень у разі порушення графіка платежів за місцевим або гарантованим місцевим боргом, що призвело до нарахування штрафних санкцій, до погашення простроченої заборгованості та відповідних санкцій. Водночас, відповідно до пункту 22-6 розділу VI “Прикінцеві та перехідні положення” Бюджетного кодексу України у період дії воєнного стану та протягом шести місяців після його припинення або скасування ця норма не застосовується. Таким чином, на поточному етапі наявність зазначеної простроченої заборгованості сама по собі не створює законодавчої заборони для нового місцевого запозичення, однак залишається суттєвим борговим та репутаційним ризиком громади.

2. 5. Фіскальна стійкість, ліквідність та якість обслуговування боргу



Таблиця 10. Фіскальна стійкість, ліквідність і виконання бюджету розвитку, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025	Зміна 2023-2025
Профіцит загального фонду, млн грн	68,4	121,9	144,3	зростання

Трансферт до бюджету розвитку (факт), млн грн	154,7	132,8	120,5	зниження
Дефіцит бюджету розвитку (факт), млн грн	152,4	122	120,7	зниження
Разом доходів спецфонду (виконано), млн грн	205,3	197,4	215	зростання
Залишок загального фонду на кінець року, млн грн	89,8	79,0	102,2	зростання
Залишок спеціального фонду на кінець року, млн грн	2,6	15,8	12,0	зростання

Джерело: ^{1,2}

Профіцит загального фонду є ключовим індикатором потенційної боргової спроможності громади, оскільки саме він є джерелом обслуговування боргу за облігаціями. Його стійке зростання з 68,4 до 144,3 млн грн протягом 3 років свідчить про зростання ресурсу, доступного для боргового навантаження.

Фактичний трансферт коштів до бюджету розвитку відрізнявся від планового всі три роки: виконання плану становило 92,5%, 92,5% та 78,3% відповідно. Причина – невикористання коштів за окремими об'єктами капітальних видатків. Це свідчить не про погіршення фіскальної спроможності громади, а повільне освоєння капітальних видатків.

Наявність дефіциту бюджету розвитку спеціального фонду протягом всіх трьох років поспіль важлива для оцінки можливості пілотної емісії. Відповідно до Бюджетного кодексу України місцеві запозичення є джерелом фінансування бюджету розвитку, а місцевий бюджет може затверджуватися з дефіцитом за спеціальним фондом у разі залучення до бюджету розвитку коштів від місцевих запозичень. При цьому місцеві запозичення здійснюються у межах, визначених рішенням про місцевий бюджет, а їх обсяг та умови підлягають погодженню Міністерством фінансів України. Наявність дефіциту спеціального фонду свідчить про наявність відповідної бюджетної передумови, однак сама по собі не визначає допустимий або оптимальний обсяг емісії.

Доходи спеціального фонду (виконано) зросли з 205,3 млн грн у 2023 році до 215,0 млн грн у 2025, а залишки коштів на кінець року зростають в обох фондах, що на тлі зростання профіциту підтверджує загальну тенденцію до зміцнення ліквідної позиції громади, хоча й вказує на певний недоосвоєний ресурс спеціального фонду, який теоретично міг би бути спрямований на капітальні видатки швидше.

Для більш точної картини доцільно провести додаткові розрахунки на основі методології міжнародного рейтингового агентства Fitch Ratings³, яка традиційно застосовується для оцінки кредитоспроможності емітентів субнаціонального рівня.

1. Balance After Capital Accounts Ratio (Баланс після врахування капітальних видатків)

Fitch визначає баланс після капітальних видатків як відсоток загальних скоригованих доходів. Рахується як (сукупні доходи - сукупні видатки, включно з капітальними) / сукупні доходи.

- 2023: $(1\,194,2 - 1\,278,8) / 1\,194,2 = -7,1\%$
- 2024: $(1\,308,6 - 1\,308,4) / 1\,308,6 = +0,02\%$
- 2025: $(1\,499,8 - 1\,475,1) / 1\,499,8 = +1,65\%$

2. Operating Balance Ratio (Коефіцієнт операційного балансу)

Наявність профіциту доходів загального фонду показує, яку частку доходів громада залишає "понад" покриття поточних видатків. Обраховується як відношення профіциту до доходів загального фонду:

- 2023: $68,4 / 1141,9 = 6,0\%$
- 2024: $121,9 / 1232,9 = 9,9\%$
- 2025: $144,3 / 1404,4 = 10,3\%$

Для цілей цього аналізу як наближення до операційного балансу використано профіцит загального фонду. Такий розрахунок є адаптованим до структури доступної бюджетної звітності громади.

Динаміка показника свідчить про збільшення позитивної різниці між доходами та видатками загального фонду протягом аналізованого періоду.

3. International Local and Regional Governments Rating Criteria // Fitch Ratings : вебсайт. URL: <https://www.fitchratings.com/research/international-public-finance/international-local-regional-governments-rating-criteria-27-03-2026>

3. Debt Burden Ratio (Коефіцієнт боргового навантаження)

Наявний борг (гарантія Світового банку) / доходи загального фонду 2025 (1 404,4 млн):

- Якщо враховувати лише тіло боргу (138,47 млн), то коефіцієнт = **9,9%**
- За найгіршого сценарію з простроченням і пенею (265,15 млн) = **18,9%**

4. Payback ratio (Коефіцієнт окупності боргу)

Розраховується як: прямий борг / операційна маржа (профіцит), у роках.

- Нова емісія сама по собі: $151,1/144,3 = 1,05$ року або $211,5/144,3 = 1,47$ року (див. розділ 3.4 щодо обсягу емісії)
- Наявна гарантія (найгірший сценарій): $265,15/144,3 = 1,84$ року
- Разом (найгірший сценарій: нова емісія + наявна гарантія):
 - нижня межа: $416,25/144,3 = 2,88$ року
 - верхня межа: $476,65/144,3 = 3,30$ року

Якщо взяти борг за вирахуванням ліквідних залишків загального та спеціального фондів на кінець 2025 р. – $102,2+12,0=114,2$ млн:

$(416,25 - 114,2)/144,3 = 2,09$ року (нижня межа)

$(476,65 - 114,2)/144,3 = 2,51$ року (верхня межа)

У методології Fitch прямо зазначається: “негативний операційний баланс, що зберігається протягом циклу, означатиме, що установа не здатна обслуговувати борг за рахунок регулярних ресурсів... це сигналізує про середньостроковий ризик неплатоспроможності за відсутності коригувальних заходів”. Кам’янець-Подільська громада цей тест проходить – операційний баланс (профіцит загального фонду) був стабільно позитивним і зростаючим усі три роки, жодного разу не був від’ємним³.

Важливо зауважити, що **ст. 74 ч. 6 БКУ встановлює обмеження на обслуговування боргу не більше 10% видатків загального фонду**. Середньорічні видатки загального фонду громади за 2023-2025 рр. становлять **1 148,20 млн грн** (детальний розрахунок наведено в розділі 3.4), відповідно для обслуговування боргу може бути використано максимум **114,82 млн грн** (10%).

Крім цього, відповідно до частини третьої статті 18 Бюджетного кодексу України **загальний обсяг місцевого та гарантованого місцевого боргу станом на кінець бюджетного періоду не може перевищувати 200% середньорічного обсягу доходів загального фонду місцевого бюджету** за три попередні бюджетні періоди без урахування податку на доходи фізичних осіб та міжбюджетних трансфертів.



Таблиця 11. Розрахунок максимуму сукупного обсягу боргу

Рік	Власні доходи без трансфертів	ПДФО	Річна база для розрахунку
2023	896,2 млн грн	582,3 млн грн	313,9 млн грн
2024	849,9 млн грн	433,7 млн грн	416,2 млн грн
2025	1 017,3 млн грн	512,7 млн грн	504,6 млн грн
Середньорічна база 2023-2025			411,57 млн грн
Максимум боргу (200% * середньорічна база)			823,13 млн грн

Джерело: розрахунки авторів на основі ¹

Обидва нормативи є вихідною законодавчою базою для визначення допустимого обсягу та структури пілотної емісії; детальний розрахунок максимального і рекомендованого обсягу емісії з урахуванням цих обмежень наведено в розділі 3.4.

В таблиці 12 наведено розрахунок ліквідного буферу для кожного року, який визначає запас міцності громади на випадок різкого фіскального шоку. GFOA, Fund Balance Guidelines for the General Fund визначає ліквідний буфер як відношення залишку загального фонду на кінець року / видатки загального фонду.



Таблиця 12. Ліквідний буфер загального фонду, 2023-2025 рр.

Показник	2023	2024	2025
Залишок загального фонду на кінець року, млн грн	89,8	79	102,2
Видатки загального фонду, млн грн	1 073,5	1 111	1 260,1
Ліквідний буфер	8,4%	7,1%	8,1%
Орієнтир GFOA (2 місяці видатків)	16,7%		

Джерело: розрахунки авторів на основі ¹

Єдиного універсального міжнародного нормативу щодо рівня резервних коштів муніципалітетів не існує, однак поширеним орієнтиром є рекомендація GFOA (Government Finance Officers Association): непризначений залишок загального фонду має становити не менше двох місяців регулярних операційних доходів або видатків загального фонду ($\approx 16,7\%$) незалежно від розміру муніципалітету. При цьому GFOA прямо наголошує, що це мінімальний орієнтир, і для окремих громад обґрунтованим може бути суттєво вищий рівень резерву. Для Кам'янець-Подільської громади цей показник (7-8%) є нижчим навіть за цей рекомендований мінімум, що варто враховувати в контексті зміцнення фінансової політики⁴.

При цьому орієнтир GFOA стосується unrestricted fund balance. У межах цього аналізу залишок загального фонду використовується як наближений показник ліквідного резерву через обмеженість деталізації щодо структури та призначення всіх залишків.

Сукупність розрахованих показників свідчить про наявність у громади фінансових передумов для розгляду можливості пілотного випуску облігацій. Позитивними факторами є зростання власних доходів, стабіль-

4. Fund Balance Guidelines for the General Fund // Government Finance Officers Association (GFOA) : вебсайт. URL: <https://www.gfoa.org/materials/fund-balance-guidelines-for-the-general-fund>; ; Taking the Mystery Out of Fund Balance // New Hampshire Municipal Association : вебсайт. URL: <https://www.nhmunicipal.org/town-city-magazine/new-hampshire-town-and-city-julyaugust-2022/taking-mystery-out-fund-balance>

ний позитивний баланс загального фонду та відносно невисоке пряме боргове навантаження. Водночас остаточна оцінка готовності має враховувати наявні гарантійні зобов'язання, рівень ліквідного резерву, параметри конкретного інвестиційного проєкту та умови майбутнього запозичення.

В першу чергу вона показує здатність обслуговувати борг без загрози захищеним видаткам, що підтверджується як стабільно позитивним і зростаючим операційним балансом, так і значним запасом у межах нормативу ч. 6 ст. 74 БКУ.

Підрахований коефіцієнт окупності боргу (1,05-3,30 року залежно від сценарію) демонструє співвідношення потенційного боргового навантаження з наявним позитивним балансом загального фонду та використовується як індикативна оцінка запасу боргової спроможності громади.

Водночас баланс після капітальних рахунків та ліквідний буфер загального фонду вказують на доцільність консервативного, а не максимально можливого обсягу запозичення, проте не є перешкодою для пілотної емісії.

Розділ 3

Інвестиційні проекти громади як основа пілотного випуску

3. 1. Огляд поточних і запланованих інвестиційних проєктів

Кам'янець-Подільська громада має усталену практику залучення зовнішнього фінансування для капітальних і соціальних проєктів: за останні роки реалізовано 14 проєктів за підтримки міжнародних партнерів – урядів Японії та Канади, інституцій ЄС (пряма технічна допомога, EU4Business, GIZ), агенції ООН UNICEF, USAID, Конгресу місцевих і регіональних влад Ради Європи та інших. Станом на кінець 2025 року в процесі реалізації перебуває ще 8 проєктів⁵. Така диверсифікована донорська база та тривала історія співпраці свідчать про інституційну компетенцію, необхідну для роботи з інвесторами.



Таблиця 13. Реалізовані інвестиційні проєкти громади

Період	Проект	Донор	Сума фінансування	Джерело фінансування
Реалізовано				
–	Капремонт фасаду з утепленням ДНЗ №2; капремонт даху, фасаду, водовідведення та каналізації ДНЗ №15	Уряд Японії (програма «Кусаноне»)	1 737,2 тис. грн	Бюджет МТГ – 492,80 тис. грн; грант – 1 244,43 тис. грн
–	Реконструкція частини будівлі ПНВО під спортзал для скелелазіння	ЄС (міжнародна технічна допомога, ринок праці Хмельницької обл.)	1 499,7 тис. грн	Бюджет МТГ – 1 010 тис. грн; грант – 489,7 тис. грн

5. Звіт про інвестиційний профіль Кам'янець-Подільської міської територіальної громади (Report_INV_IBI_KMPY_009) // DREAM : цифрова платформа. URL: https://ds.dream.gov.ua/downloads/ec52f8d0/d046f809/546e89c4/96015404/3c33ded4/ced39b7c/32553544/1ef8f619/76b81708/e63242a4/5b84b620/fc6952d4/Report_INV_%D0%86%D0%92%D0%86_KMPY_009.pdf

2019	Фестиваль «Остання столиця»	Український культурний фонд (через ГО «Кам'янець-Подільське військово-історичне товариство»)	696 тис. грн	Грант
2019-2020	Коучингова програма «Жіноче обличчя кам'янецького бізнесу»	Асоціація міст України, проєкт ПРОМІС	130 тис. грн	Міський бюджет – 30 тис. грн; грант – 100 тис. грн
2022	Обладнання для КНП «Перинатальний центр»	UNICEF Ukraine	1,5 млн грн	Грант
11.2022 - 12.2023	«Flowers4 School» (6 ліцеїв)	БФ «Флоріум Фундація»	не вказано	Грант
2022	«Школа миру» – медіапростір у ліцеї №5	ВГО «Поруч», ChildFund Deutschland, Інститут міжнародних зв'язків та МЗС Німеччини	не вказано	Грант
2023	Дизельний генератор для КНП «Кам'янець-Подільська міська лікарня»	UNICEF Ukraine	663,4 тис. грн	Грант
2023	Заходи з підтримки МСП («EU4Business»)	ЄС, уряд Німеччини, GIZ	не вказано	Грант
2023	«Start&ReStart» (підтримка МСП)	EU4Business	1 800 000 грн	Грант
–	4 когенераційні установки на об'єктах КП «Міськтепло-воденергія»	USAID	не вказано (4 установки)	Грант

2024	Креативний простір на базі бібліотеки Солухи	Конгрес місцевих та регіональних влад Офісу Ради Європи в Україні	760 000 грн	Грант
2023	Медобладнання для перинатального центру міської лікарні	Місто-побратим Вісбаден (Німеччина)	50 000 EUR	Грант – 90% вартості проекту
2023-2024	«Сади перемоги» – шкільні сади/городини, відновлення теплиці	Уряд Канади (ініціатива SURGe)	не вказано	Грант + міський бюджет (частково)
Перебуває в реалізації				
2023-2025	«Підвищення енергоефективності у сфері теплопостачання» (реконструкція теплових мереж, будівництво ТЕС на альтернативних видах палива, закупівля техніки) – КП «Міськтепловоденергія»	Світовий банк	≈15 416 тис. дол. США (за завершеними контрактами)	Позика Світового банку (за 2 з 8 контрактів – непогашена кредитна заборгованість станом на 01.01.2025)
2023-2024	«Сприяння економічному зростанню в Кам'янець-Подільській МТГ»	Програма «Мери за економічне зростання» (M4EG, ЄС)	945 701 євро	Грант
з 10.12.2024	«Резонанс – розумні полюси – рушій зелених та енергоефективних громад» (консорціум 7 країн)	INTERREG Europe	1 904 192 євро (бюджет консорціуму), частка громади – 121 620 євро	Грант

з 2024	Муніципальний ресурсний центр підтримки ВПО	M4EG (ЄС + ПРООН), ГО «Інститут соціально-економічних досліджень»	не вказано	Грант
з 2024	«єМістечко – простір для кожного» (альтанка у дворіку бібліотеки Солухи)	Програма «єМістечко»	65 777 євро	Грант
з 2024	«Соціальна та психологічна реабілітація дітей, які зазнали психотравматичних наслідків війни»	UNDP «Партнерство заради відновлення», ГО «Інститут соціально-економічних досліджень»	70 тис. євро	Грант
з 2024	«Міста і громади, вільні від домашнього насильства»	UNFPA (Фонд народонаселення ООН)	не вказано	Грант / технічна допомога
2025, подано, очікує рішення	2 грантові проекти з цифровізації та автоматизації процесів виконанню (для УНАП)	Конкурс Ради Європи	не вказано (комп'ютерна техніка та ПЗ)	Грант (в очікуванні затвердження)

Джерело: ⁵

Окремо варто відзначити два проекти, що мають найбільше стратегічне значення для оцінки спроможності громади саме через масштаб і складність реалізації: реконструкцію теплових мереж та будівництво тепло-електростанції КП «Міськтепловоденергія» за підтримки Світового банку та участь громади в транскордонній програмі ЄС INTERREG Europe у складі консорціуму із шести країн, які станом на кінець 2025 року перебували в процесі реалізації⁵. Управління проектами такого масштабу свідчить про здатність громади залучати складніші джерела фінансування, ніж типова грантова підтримка.

Єдиний проектний портфель громади на платформі DREAM (ЄПП) налічує **15 інвестиційних проєктів на орієнтовну суму 313,88 млн грн**,

з яких: 6 – освіта і наука, 2 – охорона здоров'я, 2 – культура та інформація, 2 – цифрова трансформація держави та суспільства, 1 – соціальна сфера, 1 – транспорт та послуги поштового зв'язку, 1 – муніципальна інфраструктура та послуги⁶.

Усі ці проекти за своєю природою можуть розглядатися як потенційні кандидати на фінансування за рахунок звичайних облігацій внутрішньої місцевої позики, оскільки фінансувалися б з капітальних видатків бюджету розвитку (створення, модернізація чи реконструкція довгострокових активів). Джерелом обслуговування боргу за такими облігаціями є загальний фонд бюджету громади, а не дохід від самого проекту. Водночас це лише формальна відповідність меті запозичення, основний критерій відбору проектів для пілотної емісії – відповідність реальній борговій місткості громади. Бюджетний кодекс України встановлює, що сукупний борг не може перевищувати 200% середньорічних власних доходів загального фонду за останні три роки, а обслуговування боргу – 10% видатків загального фонду. **Тобто 313,88 млн грн – це верхня межа теоретично можливого пулу проектів, а не орієнтир для розміру самої емісії.**

3. 2. Оцінка придатності проектів для дохідних облігацій

Серед 15 проектів ЄПП на платформі DREAM громада має лише один проект із потенційно релевантною моделлю – “Розвиток комунального пасажирського транспорту, оновлення комунального пасажирського транспорту”. Його мета – модернізація рухомого складу для відповідності сучасним стандартам, розширення доступу до послуг, підвищення інклюзивності та якості обслуговування, створення нових робочих місць. Проект орієнтований на близько 55 тис. користувачів, що передбачає надходження від проїзної плати⁷. Це, однак, лише формальна попередня ознака, а не підтверджена придатність.

Перш ніж розглядати цей проект як кандидата на дохідні облігації, необхідно окремо перевірити тарифну економіку комунального транспортного підприємства: чи покриває наявний тариф (з урахуванням пільгових категорій пасажирів) операційні витрати, і чи можливо юридич-

6. Єдиний проектний портфель Кам'янець-Подільської міської територіальної громади // DREAM : вебпортал. URL: <https://dream.gov.ua/ua/community/62864/spp?page=1&sort=status&order=asc>

7. Розвиток комунального пасажирського транспорту, оновлення комунального пасажирського транспорту : картка інвестиційного проекту // DREAM : вебпортал. URL: <https://dream.gov.ua/ua/pip/DREAM-UA-091025-53DA42B8?fromUri=/community/62864/spp>

но відокремити цей потік доходу для обслуговування саме цієї емісії.

Тарифна економіка. У картці проєкту на платформі DREAM його дохідність позначена як відсутня, тобто наявність пасажиропотоку не означає прибутковості проєкту – тариф на проїзд встановлює міська рада, і здебільшого він не покриває повної собівартості перевезень, а пільгові категорії пасажирів взагалі звільнені від оплати, з компенсацією з бюджету. Перш ніж вважати проєкт дохідним, потрібно проаналізувати фінансову звітність комунального транспортного підприємства: співвідношення тарифних надходжень і операційних витрат, обсяг і регулярність бюджетних дотацій за останні роки.

Готовність проєкту. Станом на реєстрацію в DREAM проєкт мав статус “Попереднє інвестиційне ТEO”, відсутню проєктну документацію та бал зрілості 68. Перед включенням у проспект пілотної емісії проєкту знадобиться пройти щонайменше до стадії повного ТEO з деталізованим кошторисом.

Масштаб. Вартість проєкту (78 млн грн) реалістична для однієї складової пілотної емісії, прийнятна з урахуванням фінансового профілю громади.

Отже, жоден із 15 зареєстрованих проєктів ЄПП громади формально не відповідає базовому критерію дохідних облігацій – наявності самостійного, самоокупного потоку доходу.

У перспективі це не виключає дохідну модель як інструмент, але наразі звичайні облігації внутрішньої місцевої позики – більш реалістичний інструмент для пілотного випуску Кам’янець-Подільською громадою, ніж дохідні облігації.

3. 3. Інституційна та управлінська готовність до реалізації проєктів

Крім фінансової спроможності та наявності інвестиційних проєктів, важливо розуміти, чи здатна громада довести ці проєкти до реалізації та

обслуговувати пов'язані з ними зобов'язання. Мова йде саме про процедурну й кадрову спроможність готувати документацію, проходити due diligence, звітувати перед донором чи інвестором та управляти ризиками, що виникають протягом життєвого циклу проєкту.



Таблиця 14. Оцінка інституційної та управлінської готовності громади до пілотної емісії

Критерій управлінської готовності	Оцінка	Обґрунтування
Досвід реалізації грантових проєктів	Висока	107 поданих заявок, 44 виграні проєкти на 450 млн грн лише за 2025 рік (енергоефективність, освіта, соцзахист, цифровізація); щонайменше 14 реалізованих прикладів за попередні роки з донорами різного рівня – від урядів до агенцій ООН
Міжнародна мережа партнерств	Висока	Постійна співпраця з GIZ, Асоціацією міст України, EU4Business; 40 міст-побратимів у 17 країнах; 12 навчальних поїздок та 13 прийнятих делегацій у 2025 році
Інвестиційне планування та прозорість	Висока	Наявність високого інвестиційного рейтингу invA ⁸ із щорічним переглядом; щорічне оновлення інвестиційного паспорта міста з описом перспективних проєктів
Управління борговими зобов'язаннями та ризиками	Середня	Слаборозвинені процедури, що підтверджено випадком гарантії за субкредитом Світового банку
Досвід емісії ОВМП	Відсутній	Капітальні проєкти фінансуються виключно власними коштами бюджету розвитку, обласним бюджетом, коштами приватного бізнесу, донорів чи грантами

Джерело: оцінка авторів на основі кількісних та якісних даних Кам'янець-Подільської громади, зібраних у межах цього дослідження

8. IBI-Rating підвищило рейтинг інвестиційної привабливості Кам'янець-Подільської міської територіальної громади // IBI-Rating : вебсайт. URL: <https://ibi.com.ua/UK/press-release/ibi-rating-pidvishhilo-rejting-investicijnoj-privablivosti-kamyanec-podilskoj-miskoj-teritorialnoj-gromadi.html>

Громада має тривалу й підтверджену практику підготовки проектних заявок, роботи з міжнародними партнерами та проходження їхніх процедур due diligence і звітності. Це саме ті компетенції, які потрібні й для роботи з інституційними інвесторами в облігації.

Середню оцінку управління ризиками пояснює конкретний прецедент – гарантія за субкредитом Світового банку у 2010 році, яка через дефолт підприємства-позичальника перейшла на обслуговування міською радою: цей випадок ілюструє слаборозвиненість процедур управління гарантійними зобов'язаннями. Цей досвід варто розглядати не як перешкоду для випуску облігацій, а як необхідність посилення якості процедур управління борговими та гарантійними зобов'язаннями.

Окремо від цього стоїть відсутність будь-якого прямого досвіду запозичень через облігації внутрішньої місцевої позики. Сама по собі вона не є негативним прецедентом, але означає, що специфічні компетенції боргового управління – резервування коштів на обслуговування купонних виплат, дотримання боргових ковенант, регулярна комунікація з власниками облігацій, підготовка фінансової звітності у форматі, очікуваному ринком капіталу – у громади ще не напрацьовані практикою і потребуватимуть більш ґрунтовної підготовки.

Загалом громада демонструє достатню базову інституційну спроможність для підготовки та супроводу пілотної емісії. Проте ця спроможність поки не поширюється на специфічно боргові процедури, тому перед пілотним випуском доцільно передбачити:

- потребу узгодити з Мінфіном та/або Світовим банком умови реструктуризації субкредиту КП “Служба єдиного замовника” та повне розкриття цього зобов'язання в проспекті емісії;
- цільову технічну допомогу з питань боргового менеджменту;
- доведення обраного для пілотної емісії проекту до стадії готової проектної документації.

3. 4. Орієнтовний обсяг, механізм та структура пілотної емісії

Дохідність ОВДП варіюється від 8,75% до 18,87% залежно від терміну обігу. Оскільки облігації внутрішньої місцевої позики програють ОВДП і за дохідністю, і за оподаткуванням, і за ризиком, для першого випуску громаді, найімовірніше, доведеться пропонувати ставку на рівні або вище

верхньої межі діапазону.

Припущення для розрахунку

1) Термін обігу – 5 років.

2) Для встановлення дохідності облігацій для пілотного випуску візьмемо за основу останні випуски Львівської міської ради, де ставка встановлювалася як ставка НБУ +2,5%. Поточна ставка НБУ з 31.07.2026 – 15,5%⁹. Відповідно, ставка для **облігацій внутрішньої місцевої позики – 18%**.

3) Для розрахунку обсягу піотної емісії встановимо максимум допустимого випуску виходячи з вимоги: видатки на обслуговування боргу не можуть перевищувати 10% видатків загального фонду в будь-якому бюджетному році.



Таблиця 15. Стеля обслуговування боргу, 2023-2025 рр.

Рік	Видатки загального фонду	10% від видатків (стеля обслуговування боргу)
2023	1 073,50 млн грн	107,35 млн грн
2024	1 110,98 млн грн	111,10 млн грн
2025	1 260,12 млн грн	126,01 млн грн

Джерело: розрахунки авторів на основі ^{1,2}

Середнє за 3 роки = (1 073,50 млн грн + 1 110,98 млн грн + 1 260,12 млн грн) / 3 = 1 148,20 млн грн,

10% = 1 148,20 млн грн * 10% = **114,82 млн грн – максимальний обсяг видатків на обслуговування боргу в рік.**

Максимально допустимий обсяг емісії за ставкою 18% становитиме **637,89 млн грн**, оскільки тоді максимальний обсяг видатків на обслуговування боргу складе 114,82 млн грн, що відповідає встановленому БКУ ліміту 10%.

9. Облікова ставка НБУ // Мінфін : фінансовий портал. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/banks/nbu/refinance/>

Оскільки за лінійної амортизації тіла запозичення найбільше саме в перший рік (тіло ще не почало погашатися), відсотки за перший рік теж найвищі й визначають, чи пройде випуск 10% обмеження саме на обслуговування місцевого боргу у будь-якому наступному році. Максимальний обсяг емісії за буквальним тестом (лише відсотки) розраховується, як наведено в таблиці 16.



Таблиця 16. Максимальний обсяг емісії

Рік	Залишок тіла запозичення на початок	Погашення тіла запозичення	Обслуговування (відсотки)	Обслуговування / видатки	Сукупний платіж	Сукупний платіж / видатки
1	637,89 млн грн	127,58 млн грн	114,82 млн грн	10,00%	242,40 млн грн	21,11%
2	510,31 млн грн	127,58 млн грн	91,86 млн грн	8,00%	219,43 млн грн	19,11%
3	382,73 млн грн	127,58 млн грн	68,89 млн грн	6,00%	196,47 млн грн	17,12%
4	255,16 млн грн	127,58 млн грн	45,93 млн грн	4,00%	173,51 млн грн	15,12%
5	127,58 млн грн	127,58 млн грн	22,96 млн грн	2,00%	150,54 млн грн	13,12%
Разом		637,89 млн грн	344,46 млн грн		982,35 млн грн	

Джерело: розрахунки авторів на основі ^{1,2}

Проте, цю суму недоцільно використовувати як практичний орієнтир для пілотної емісії, адже:

- по-перше, весь портфель інвестиційних проєктів громади в ЄПП DREAM – 313,88 млн грн на 15 проєктів разом, а найбільш підходящий для пілотної емісії проєкт коштує 78 млн грн. Випуск, що перевищує вартість усіх наявних намірів громади, не має чіткого цільового призначення;
- по-друге, при обсягу емісії 637,89 млн грн сукупний платіж (тіло + відсотки) 1-го року – 242,40 млн грн, або 21,1% видатків, що становить суттєве навантаження для бюджету громади;
- по-третє, запас за допустимим максимумом – 200% сукупного боргу – різко звужується: 637,89 (емісія) + 138,47 млн грн (чинна гарантія за субкредитом Світовому банку) = 776,36 млн грн, або 94,3% від максимуму 823,13 млн грн.

Тому для визначення практичного орієнтиру обсягу пілотної емісії **обрано більш консервативний підхід**. Замість прямого відштовхування від максимуму обслуговування боргу (лише відсотки) обрано більш суворий критерій: сукупний платіж (тіло + відсотки) не повинен перевищувати 10% видатків. Це дає більш реалістичний та практичний результат:

$$\text{Обсяг} = 114,82 / (1/5 + 18\%) = 114,82 / 0,38 = \mathbf{302,2 \text{ млн грн}}$$

Від цієї бази обрано два сценарії пілотної емісії – 50% і 70%:

- Сценарій 1: 50% * 302,2 = 151,1 млн грн
- Сценарій 2: 70% * 302,2 = 211,5 млн грн

Обидва сценарії використовують лише 24-33% від буквального законодавчого максимуму (637,89 млн грн), тобто мають величезний запас фінансової міцності понад мінімально необхідний.



Таблиця 17. Сценарій 1 – обсяг емісії 151,1 млн грн

Рік	Залишок тіла на початок	Погашення тіла	Обслуговування (відсотки – 18%)	Обслуговування / відатки	Сукупний платіж
1	151,10 млн грн	30,22 млн грн	27,20 млн грн	2,37%	57,42 млн грн
2	120,88 млн грн	30,22 млн грн	21,76 млн грн	1,89%	51,98 млн грн
3	90,66 млн грн	30,22 млн грн	16,32 млн грн	1,42%	46,54 млн грн
4	60,44 млн грн	30,22 млн грн	10,88 млн грн	0,95%	41,10 млн грн
5	30,22 млн грн	30,22 млн грн	5,44 млн грн	0,47%	35,66 млн грн
Разом за 5 років		151,1 млн грн	81,59 млн грн		232,69 млн грн

Джерело: розрахунки авторів на основі ^{1,2}



Таблиця 18. Сценарій 2 – обсяг емісії 211,5 млн грн (70% від максимуму)

Рік	Залишок тіла на початок	Погашення тіла	Обслуговування (відсотки – 18%)	Обслуговування / видатки	Сукупний платіж
1	211,50 млн грн	42,30 млн грн	38,07 млн грн	3,32%	80,37 млн грн
2	169,20 млн грн	42,30 млн грн	30,46 млн грн	2,65%	72,76 млн грн
3	126,90 млн грн	42,30 млн грн	22,84 млн грн	1,99%	65,14 млн грн
4	84,60 млн грн	42,30 млн грн	15,23 млн грн	1,33%	57,53 млн грн
5	42,30 млн грн	42,30 млн грн	7,61 млн грн	0,66%	49,91 млн грн
Разом за 5 років		211,5 млн грн	114,21 млн грн		325,71 млн грн

Джерело: розрахунки авторів на основі ^{1,2}

В обох сценаріях сукупне навантаження (погашення тіла й відсотки за новою емісією разом із платежами за гарантією) щороку зменшується, оскільки тіло нової емісії амортизується лінійно, а відсотки нараховуються на залишок, який щороку зменшується. Тому найкритичніший саме перший рік: 5,10% видатків у консервативному сценарії (151,1 млн грн) і 7,10% у менш консервативному (211,5 млн грн). В обох випадках залишається суттєвий запас до консервативного орієнтиру в 10% (для сукупного платежу) і тим більше до чинної законодавчої межі за ст. 74 ч. 6, яка стосується лише відсотків (637,89 млн грн).

Якщо в межах реструктуризації Міністерство фінансів чи Світовий банк вимагатимуть погашення прострочки й пені (265,15 млн грн) рівними частками, наприклад, за 10 років, то для громади додаткові платежі за цим боргом складуть 26,5 млн грн/рік, крім поточних платежів за гарантією. З метою оцінки максимального сукупного навантаження на бюджет доцільно провести стрес-тест, який враховує не лише сукупні платежі за новою емісією, а й поточне боргове зобов'язання за субкредитом Світового банку.



Таблиця 19. Стрес-тест сукупного бюджетного навантаження за новим боргом та гарантійними зобов'язаннями

Рік	Погашення тіла (нова емісія)	Проценти (нова емісія, 18%)	Платежі за гарантією	Сукупний грошовий відтік	Сукупний грошовий відтік як % видатків загального фонду
Сценарій 1 – обсяг емісії 151,1 млн грн					
1	30,22 млн грн	27,20 млн грн	1,10 млн грн	58,52 млн грн	5,10%
2	30,22 млн грн	21,76 млн грн	1,10 млн грн	53,08 млн грн	4,62%
3	30,22 млн грн	16,32 млн грн	1,10 млн грн	47,64 млн грн	4,15%
4	30,22 млн грн	10,88 млн грн	1,10 млн грн	42,20 млн грн	3,68%
5	30,22 млн грн	5,44 млн грн	1,10 млн грн	36,76 млн грн	3,20%

Сценарій 2 – обсяг емісії 211,5 млн грн

1	42,30 млн грн	38,07 млн грн	1,10 млн грн	81,47 млн грн	7,10%
2	42,30 млн грн	30,46 млн грн	1,10 млн грн	73,86 млн грн	6,43%
3	42,30 млн грн	22,84 млн грн	1,10 млн грн	66,24 млн грн	5,77%
4	42,30 млн грн	15,23 млн грн	1,10 млн грн	58,63 млн грн	5,11%
5	42,30 млн грн	7,61 млн грн	1,10 млн грн	51,01 млн грн	4,44%

Джерело: розрахунки авторів на основі ^{1,2}

Стрес-сценарій (модельне припущення). Якщо в межах реструктуризації Мінфін чи Світовий банк вимагатимуть погашення прострочки й пені (265,15 млн грн) рівними частками за 10 років (модельне припущення, оскільки погоджений графік реструктуризації відсутній), то додаткове навантаження складе **26,5 млн грн/рік (модельна оцінка):**

- **Сценарій 1 (151,1 млн) у 1-й рік:** 30,22 + 27,20 + 26,5 (модельне припущення) = 83,92 млн грн (або 7,31% видатків).
- **Сценарій 2 (211,5 млн) у 1-й рік:** 42,30 + 38,07 + 26,5 (модельне припущення) = 106,87 млн грн (або 9,31% видатків).

Показник “сукупний грошовий відтік як відсоток видатків” – суто аналітичний індикатор загального фіскального навантаження, а не перевірка нормативу ч. 6 ст. 74 БКУ. Порівняння з умовною межею 10% наводить-ся лише для ілюстрації масштабу навантаження відносно бюджету, а не як підтвердження відповідності законодавчим вимогам.

Якщо у базовому сценарії (див. Таблиця 17, 18) обидва варіанти емісії мають достатній запас, то у стрес-сценарії (Таблиця 19) верхня межа діапазону (211,5 млн) залишає практично нульовий буфер до умовної межі в 10%, тоді як нижня межа (151,1 млн) зберігає суттєвий запас. Це доводить необхідність того, щоб орієнтуватися ближче до нижньої межі рекомендованого діапазону, доки умови реструктуризації гарантії не будуть остаточно узгоджені.

Отже, інструментом пілотного випуску найімовірніше можуть стати звичайні облігації внутрішньої місцевої позики, що обслуговуються із загального фонду бюджету громади. Рекомендований обсяг емісії – у діапазоні 151,1-211,5 млн грн (50-70% від обраного максимуму в 302,2 млн грн), строком обігу 5 років, з орієнтовною ставкою 18% річних (за аналогією з останнім випуском Львівської міської ради).

Цього діапазону з запасом вистачає на фінансування проєкту “Розвиток комунального пасажирського транспорту, оновлення комунального пасажирського транспорту” – найбільш прийняттого за масштабом і вартістю серед розглянутих проєктів ЄПП – і залишає ресурс ще на один-два додаткові капітальні проєкти з портфеля ЄПП. Навіть за верхньою межею діапазону (211,5 млн грн) сукупний грошовий відтік за новою емісією та гарантійним зобов’язанням у перший рік стрес-сценарію становить 9,31% видатків загального фонду, а запас лише у 0,69% зберігається на випадок виконання гарантійних зобов’язань чи нижчого за прогноз виконання бюджету розвитку, як це вже траплялося у 2024-2025 роках. Це ще раз підтверджує, що саме нижня межа діапазону (151,1 млн грн, запас 2,69% у стрес-сценарії) є менш ризикованим вибором до остаточного врегулювання гарантії.

Розділ 4

Основні ризики та способи їх усунення



Таблиця 20. Внутрішні ризики та способи їх усунення

№	Ризик	Ймовірність	Вплив	Обґрунтування	Способи усунення
1	Ризик неплатежу за прямим боргом	Низька	Високий	Профіцит загального фонду 144,3 млн грн (2025), вищий за рівень 2023 р.; кредиторська заборгованість відсутня; план доходів стабільно перевиконується на 3-5% протягом 3 років	Збереження поточної бюджетної дисципліни; регулярний моніторинг показників боргової стійкості; формування в бюджеті розвитку цільового резерву на обслуговування боргу
2	Ризик строку існування	Середня	Високий	Воєнний стан основний фактор невизначеності; чим довший строк облігації, тим більше джерел ризику накопичується за період обігу	Випуск облігацій з відносно коротким строком погашення 3-5 років
3	Ризик гарантійних зобов'язань	Висока	Середній	Прострочка 4,14 млн дол. США + 82,4 млн грн пені перед Світовим банком; бюджет розвитку юридично обтяжений; графік майбутніх вимог невизначений	Реструктуризація або списання боргу за погодженням з Мінфіном чи Світовим банком; повне розкриття гарантійних зобов'язань у проспекті облігацій; формування окремого цільового резерву на покриття гарантійних зобов'язань з бюджету розвитку

4	Операційний ризик управління боргом	Середня	Середній	Обмежений досвід прямих запозичень і боргового управління	Залучення цільової технічної допомоги з питань боргового менеджменту; розробка внутрішнього регламенту обслуговування боргу; підготовка відповідального персоналу фінансового управління
5	Ризик концентрації доходів	Середня	Середній	ПДФО – 46,1% власних доходів загального і спеціального фонду; надходження від промислових підприємств основного кола (217 630,3 тис. грн) – 19,6% власних доходів; залежність від кількох ключових платників	Підтримка розширення бази ФОП і малого бізнесу (вже позитивна динаміка – +11,4% за 3 роки); моніторинг фінансового стану ключових платників податків; поступова диверсифікація доходної бази
6	Ризик інституційної дисфункції	Низька	Високий	Інвестиційний рейтинг invA-; 44 виграні гранти на понад 450 млн грн (2025); стабільна бюджетна звітність	Збереження поточної практики грантової роботи та міжнародної співпраці; щорічне підтвердження кредитного рейтингу; посилення кадрової спроможності профільних підрозділів

Джерело: оцінка авторів на основі кількісних та якісних даних Кам'янець-Подільської громади, зібраних у межах цього дослідження

Найвищий пріоритет серед внутрішніх ризиків має ризик гарантійних зобов'язань – єдиний із високою ймовірністю настання, і саме він визначає ключові передумови пілотної емісії. Без узгодженої реструктуризації субкредиту та її розкриття в проспекті емісія оцінюватиметься як така, що приховує суттєве гарантійне зобов'язання. Решта внутрішніх ризиків має або низьку ймовірність, або підлягає прямому управлінському впливу через заходи, вже закладені в рекомендації підрозділів 3.3-3.4.



Таблиця 21. Зовнішні ризики та способи їх усунення

№	Ризик	Ймовірність	Вплив	Обґрунтування	Способи усунення
1	Макроекономічний (війна)	Висока	Високий	Інфляція, відсоткові ставки, безпекова ситуація, демографічні зміни	Ризик не піддається прямому контролю громади; мітигація можлива лише через консервативне структурування самого випуску – помірний обсяг і короткий строк, а також підтримання диверсифікованої донорської підтримки
2	Централізовані фінансові рішення	Висока	Середній	У 2024 р. громада втратила 209,9 млн грн ПДФО з військовослужбовців (22% власних доходів 2023 р.) через рішення на рівні ЦОВВ; існує ризик подібних рішень щодо інших податкових відрахувань	Диверсифікація дохідної бази для зниження залежності від одного джерела; активна участь у профільних асоціаціях для представлення позиції громади при перегляді нормативів
3	Валютний ризик	Висока	Високий	Гарантійні зобов'язання за субкредитом КП: внаслідок зростання валютного курсу тіло боргу зросло на 113,6 млн грн без змін у доларовому еквіваленті	Випуск облігацій, номінованих виключно у гривні (валютний ризик для громади в такому разі відсутній)

4	Ризик ліквідності інструмента	Висока	Середній	Український ринок муніципальних облігацій низьколіквідний; за останні кілька років публічні розміщення здійснювали лише кілька найбільших міст – Львів, Київ, Івано-Франківськ, Харків; висока ймовірність, що інвестор триматиме папір до погашення без можливості виходу без істотного дисконту	Прозоре розкриття інформації для зниження премії за невизначеність; можливе залучення інституційного інвестора чи МФО, готового тримати випуск до погашення
5	Інституційне середовище	Середня	Високий	Воєнний стан і повоєнне відновлення створюють невизначеність щодо траєкторії реформ	Моніторинг регуляторних змін; участь у діалозі з Мінфіном та донорськими програмами щодо розвитку ринку муніципальних облігацій; гнучке структурування документації випуску

Джерело: оцінка авторів на основі кількісних та якісних даних Кам'янець-Подільської громади, зібраних у межах цього дослідження

Із зовнішніх ризиків три мають одночасно високу ймовірність і вплив – макроекономічний, валютний, та інституційне середовище через воєнний стан. Саме вони є головним джерелом невизначеності пілотного випуску. Показово, що валютний ризик – єдиний із зовнішніх, який громада може повністю усунути власним рішенням, тоді як макроекономічний і інституційний ризики залишаються по суті даністю, яку можна лише пом'якшити консервативним структуруванням самого інструмента, а не усунути.

Висновки

Потенціал випуску громадою облігацій внутрішньої місцевої позики залежить від багатьох взаємопов'язаних факторів: фінансової спроможності випуску та обслуговування боргу протягом усього періоду обігу, досвіду залучення донорських коштів та звітування за виконанням проєктів, інституційної спроможності випуску та наявності спеціалізованих органів для адміністрування процесу, кадрової компетентності, наявності інвестиційних проєктів як основи випуску, загального макро- та регуляторного середовища. Для Кам'янець-Подільської громади більшість із цих умов виконуються, за винятком кількох факторів, які повинні бути врегульовані та враховані при підготовці документації для випуску.

Аналіз фінансового профілю громади показав позитивний результат. Сукупні доходи зросли на 25,6% за 2023-2025 роки, власні доходи – на 17,6%, план доходів стабільно перевиконується на 3-5% щороку. Профіцит загального фонду, з якого обслуговуються звичайні облігації, зріс більш ніж удвічі – з 68,4 до 144,3 млн грн, а операційний баланс, визначений за методологією Fitch, жодного разу не був від'ємним протягом трьох років. Громада не має непогашеного прямого місцевого боргу. Водночас суттєвим фактором ризику залишається гарантований місцевий борг за субкредитом Світового банку 2010 року, щодо якого існують прострочені зобов'язання та пеня, який хоч і не є критичним (9,9-18,9% доходів залежно від сценарію), потребує врегулювання до пілотного випуску.

Інституційна спроможність до підготовки пілотного випуску оцінюється на достатньому рівні, адже громада має тривалий і підтверджений досвід роботи з донорським фінансуванням (44 виграні гранти на понад 450 млн грн лише за 2025 рік, високий інвестиційний рейтинг invA-). Водночас відсутність досвіду боргового фінансування через інструмент випуску облігацій вимагає освоєння спеціальних компетенцій боргового менеджменту та професійної підготовки й ознайомлення з умовами випуску, обігу та обслуговування боргу. Це один зі стримуючих факторів для випуску, але, тим не менш, не становить перешкод за умов підготовки пакету всіх документів, передбачених Порядком здійснення місцевих запозичень, затвердженим Постановою КМУ (див. аналітичний звіт “Аналіз законодавства у сфері облігацій місцевих позик в Україні”).

У Єдиному проєктному портфелі (ЄПП) громади на платформі DREAM налічується 15 проєктів на загальну суму 313,88 млн грн, жоден з яких станом на сьогодні формально не відповідає критерію самоокупності дохідних облігацій. Це веде до логічного висновку, що основою пілотного випуску мають стати звичайні облігації внутрішньої місцевої позики під загальний фонд бюджету (якщо не з'являться інші дохідні проєкти). Серед наявних інвестиційних проєктів найбільш підходящим є “Розвиток комунального пасажирського транспорту, оновлення комунального пасажирського транспорту” вартістю 78 млн грн та терміном реалізації 38 місяців.

На основі фінансового профілю громади та з урахуванням умов останнього розміщеного випуску облігацій Львівською міською радою у 2020 році, рекомендований обсяг пілотної емісії складає 151,1 млн грн (50% від обраного максимуму) або 211,5 млн грн (70%), строком обігу 5 років, з орієнтовною ставкою 18% річних (облікова ставка НБУ + 2,5%). При цьому варто зазначити, що за розрахунком сукупного грошового відтоку з урахуванням гарантії Світового банку, нижня межа діапазону (151,1 млн грн) має суттєво більший запас міцності у стрес-сценарії (2,69% до умовного орієнтиру) порівняно з верхньою межею (211,5 млн грн – лише 0,69%), що варто враховувати при остаточному виборі обсягу.

Ключовою передумовою випуску є врегулювання гарантійного зобов'язання перед Світовим банком і його повне розкриття в проспекті емісії; додаткові умови – доведення обраного проєкту до стадії готової проєктної документації та отримання технічної допомоги з питань боргового менеджменту.

Отже, за умови виконання цих передумов, Кам'янець-Подільська громада має належні підстави розглядатися як кандидат на пілотний випуск муніципальних облігацій. Такий висновок обґрунтований не розміром чи досвідом емітента, а якісним фінансовим управлінням та оцінкою громади як такої, що здатна диверсифікувати ринок облігацій внутрішньої місцевої позики в Україні.