

EU-LEAP

UKRAINE

ІНОЗЕМНИЙ ДОСВІД ФУНКЦІОНУВАННЯ ОБЛІГАЦІЙ МІСЦЕВИХ ПОЗИК:

порівняльний аналіз та висновки
для України



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.

Розділи, присвячені досвіду США, Мексики та Австралії, підготовлено спільно зі студентами магістерської програми Ford Dorsey Master's in International Policy Стенфордського університету в рамках їхнього випускного дослідницького проєкту.

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

Зміст

1. Вступ	4
2. Сполучені Штати Америки	8
2. 1. Умови та межі здійснення муніципальних запозичень	11
2. 2. Класифікація муніципальних облігацій	12
2. 3. Федеральне регулювання оподаткування та розкриття інформації щодо муніципальних облігацій	15
3. Польща	18
3. 1. Правові засади муніципальних запозичень та контроль боргової спроможності	20
3. 2. Організація емісії, розміщення та розкриття інформації	23
4. Данія	26
4. 1. Правові обмеження муніципальних запозичень та допустимі цілі фінансування	28
4. 2. KommuneKredit як механізм агрегованого фінансування та розподілу кредитного ризику	29
5. Франція	32
5. 1. Правила місцевих запозичень та оцінювання інвестиційних проєктів	35
5. 2. Agence France Locale як спеціалізована установа спільного фінансування територіальних громад	37
6. Мексика	40
6. 1. Нормативно-правове регулювання випуску муніципальних облігацій	43
6. 2. Практика випуску муніципальних облігацій	45
6. 3. Довірче забезпечення, інституційна підтримка, оподаткування та прозорість	50
7. Австралія	53
7. 1. Правові умови місцевих запозичень і межі прямого випуску облігацій	56
7. 2. Казначейські корпорації та спеціалізовані установи як канал доступу до облігаційного ринку	57
7. 3. Боргова спроможність, оподаткування, розкриття інформації та значення для України	60
Висновок	64

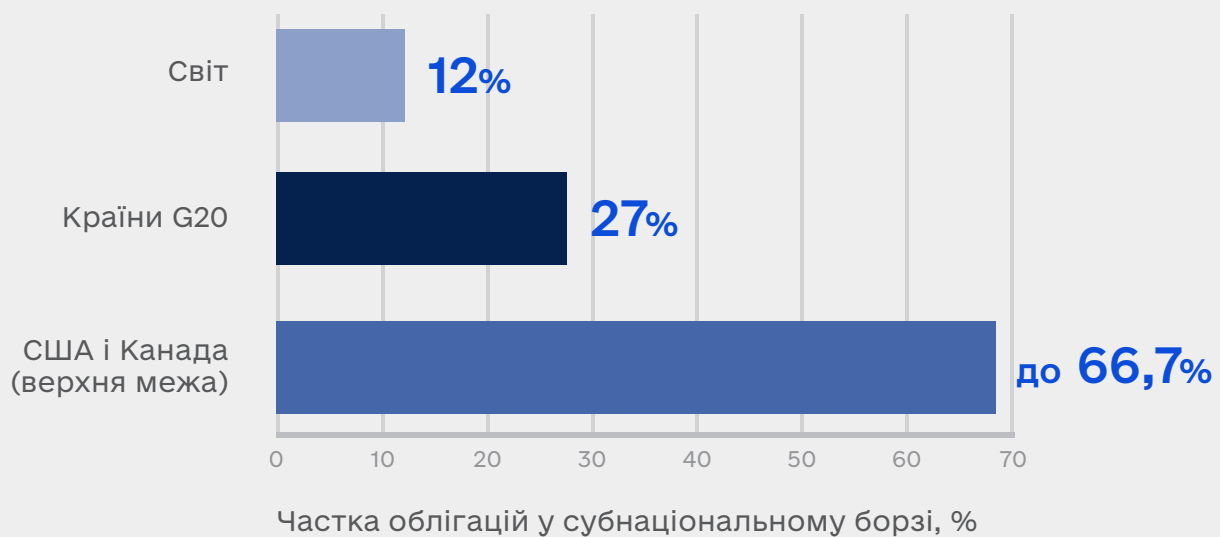
Розділ 1:

Вступ

Міжнародна практика свідчить про значну роль облігацій у структурі субнаціонального боргового фінансування. Як зазначається у звіті ОЕСР «Фінансування міст майбутнього», облігації становлять близько 27 % субнаціонального боргу в країнах G20 та 12 % у глобальному масштабі, **а у США та Канаді через облігаційні інструменти фінансується до двох третин субнаціонального боргу** (див. рис.1)¹.



Рисунок 1. Кількісні характеристики субнаціонального облігаційного фінансування



Джерело: складено за даними ОЕСР з матеріалу: OECD (2023), *Financing Cities of Tomorrow: G20/OECD Report for the G20 Infrastructure Working Group under the Indian Presidency*

Економічна доцільність субнаціональних запозичень водночас поєднується з необхідністю обмеження боргових ризиків. Одним із поширених інструментів обмеження ризиків надмірної заборгованості є **«золоте правило», яке допускає використання місцевих запозичень виключно на інвестиційні цілі та забороняє спрямовувати їх на покриття поточних операційних витрат**¹. ОЕСР окремо характеризує його як одне з найпоширеніших правил місцевих запозичень. Такий підхід пояснює зв'язок між облігаціями місцевих позик та довгостроковими інвестиціями, однак конкретні способи регулювання субнаціональних запозичень

1. OECD. *Financing Cities of Tomorrow: G20/OECD Report for the G20 Infrastructure Working Group under the Indian Presidency*. Paris : OECD Publishing, 2023. 65 p. DOI: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/07/financing-cities-of-tomorrow_56b303e0/51bd124a-en.pdf

суттєво відрізняються між країнами: від законодавчого визначення цілей запозичення до встановлення боргових лімітів, критеріїв боргової спроможності та спеціальних вимог щодо джерел погашення. **Тому при порівнянні іноземного досвіду фінансові інструменти та правила їх застосування доцільно розглядати у відповідному бюджетному, правовому й інституційному контексті.**

Поширення облігацій місцевих позик саме по собі не свідчить про універсальність механізмів їх функціонування. У різних країнах відрізняються коло емітентів, допустимі цілі запозичення, критерії боргової спроможності, джерела погашення, форми забезпечення зобов'язань, роль фінансових посередників, вимоги до розкриття інформації та способи державного контролю. Відповідно, значення іноземного досвіду для України полягає не стільки у порівнянні кількісних показників розвитку ринків облігацій місцевих позик, скільки у дослідженні правових, фінансових та інституційних механізмів їх функціонування та визначенні тих елементів, які можуть бути адаптовані для вдосконалення вітчизняної системи облігацій місцевих позик.

Такий підхід до порівняння узгоджується з Рекомендаціями Ради ОЕСР щодо ефективного публічного інвестування². Серед принципів, виділених у згаданому документі ОЕСР, принцип 1 «Інтегрована стратегія інвестування, адаптована до конкретних місць» передбачає врахування економічного потенціалу, конкурентних переваг і специфічних викликів окремих територій. До типових помилок ОЕСР зараховує механічне запозичення підходів інших територій без їх належного пристосування до місцевих умов². **Це положення є безпосередньо релевантним для аналізу іноземного досвіду облігацій місцевих позик, оскільки ефективність конкретного механізму визначається сукупністю умов його функціонування.** Податкові пільги для облігацій місцевих позик, спеціалізовані муніципальні кредитні установи, облігації з визначеним джерелом доходу, гарантійні механізми або агреговані випуски сформувалися у різних бюджетних, правових та інституційних системах, що має враховуватися при оцінці можливостей їх застосування в Україні.

Необхідність врахування інституційного контексту простежується й в інших принципах Рекомендації ОЕСР, що стосуються планування та фінансування публічних інвестицій. Принцип 4, присвячений попередній оцінці довгострокових впливів і ризиків, передбачає регулювання ex ante: оцінювання фінансових, економічних, соціальних та екологічних наслідків інвестицій, альтернатив, довгострокових операційних витрат і фіскальних ризиків². Принцип 3 пов'язує горизонтальну координацію між субнаціональними органами влади з можливістю досягнення ефекту масштабу², що є релевантним для аналізу моделей спільного та агрегованого фінансування муніципалітетів. Принцип 6 звертає увагу на роль приватних

2. OECD. Effective Public Investment Toolkit. Paris: OECD. URL: <https://www.oecd.org/en/about/projects/effective-public-investment-toolkit.html>

фінансових інституцій як джерел капіталу та носіїв експертизи у сфері оцінювання кредитних і ринкових ризиків та структурування інвестицій². Сукупно ці положення дають змогу розглядати облігації місцевих позик у взаємозв'язку з якістю інвестиційного планування, борговою спроможністю емітента та інституційною організацією доступу до ринку капіталу. **Вони також формують методологічну основу для визначення критеріїв, за якими доцільно зіставляти відповідні механізми в різних країнах.**

Метою дослідження є формування на основі іноземного досвіду підходів до вдосконалення системи облігацій місцевих позик в Україні та визначення правових, фінансових й інституційних механізмів, які можуть бути адаптовані для розширення практичного застосування цього інструменту українськими громадами.

Предметом дослідження є правові, фінансові та інституційні засади функціонування облігацій місцевих позик в іноземних державах, а також практики та механізми їх випуску, обігу, залучення інвесторів і використання залученого фінансування.

Для цього досліджуються моделі США, Польщі, Данії та Франції, а також окремі механізми, представлені в досвіді Мексики та Австралії. Порівняння здійснюється за єдиними функціональними критеріями: правовими підставами та цілями запозичення, критеріями боргової спроможності, джерелами погашення зобов'язань, конструкцією облігацій та механізмами зниження ризику, оподаткуванням, наглядом і розкриттям інформації. Такий підхід дає змогу визначити механізми, що становлять практичний інтерес для України, разом із правовими, фінансовими та інституційними передумовами їх застосування.

Розділ 2:

Сполучені Штати Америки

Масштаб американського ринку муніципальних цінних паперів ілюструють дані Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB), наведені у таблиці 1. Станом на 2025 рік орієнтовний обсяг ринку муніципальних цінних паперів США оцінювався у понад 4 трлн дол. США, а кількість муніципальних цінних паперів в обігу сягала близько 1 млн одиниць. При цьому лише за 2024 рік обсяг нових випусків муніципальних цінних паперів становив 513 млрд дол. США, що засвідчує високу інтенсивність первинного розміщення на цьому ринку.



Таблиця 1. Масштаб ринку муніципальних цінних паперів США

Показник	Значення
Орієнтовний обсяг ринку муніципальних цінних паперів	близько 4 трлн дол. США (3,42 трлн EUR)
Кількість муніципальних цінних паперів в обігу	близько 1 млн дол. США (855 000 EUR)
Обсяг нових випусків у 2024 р.	513 млрд дол. США (438,6 млрд EUR)

Джерело: складено за даними *Municipal Securities Rulemaking Board*³

Ця тенденція не лише зберігається, а й посилюється: у 2025 році ринок муніципальних цінних паперів демонструє рекордну динаміку первинних розміщень, а квартальні обсяги випуску оновлюють історичні максимуми⁴. На думку аналітиків Barclays Plc, це відображає структурний, а не тимчасовий зсув: подорожчання інфраструктурного будівництва та вичерпання пандемійних стимулюючих програм змушують емітентів компенсувати брак альтернативного фінансування через боргові ринки. За такою логікою, сукупний обсяг ринку в найближчі роки може зрости приблизно на чверть відносно поточного рівня, наблизившись до позначки 5 трлн дол. США⁴.

Прибутковість муніципальних облігацій у I кварталі 2026 р. зазнала помітних коливань: дохідність 10-річної муніципальної облігації з рейтин-

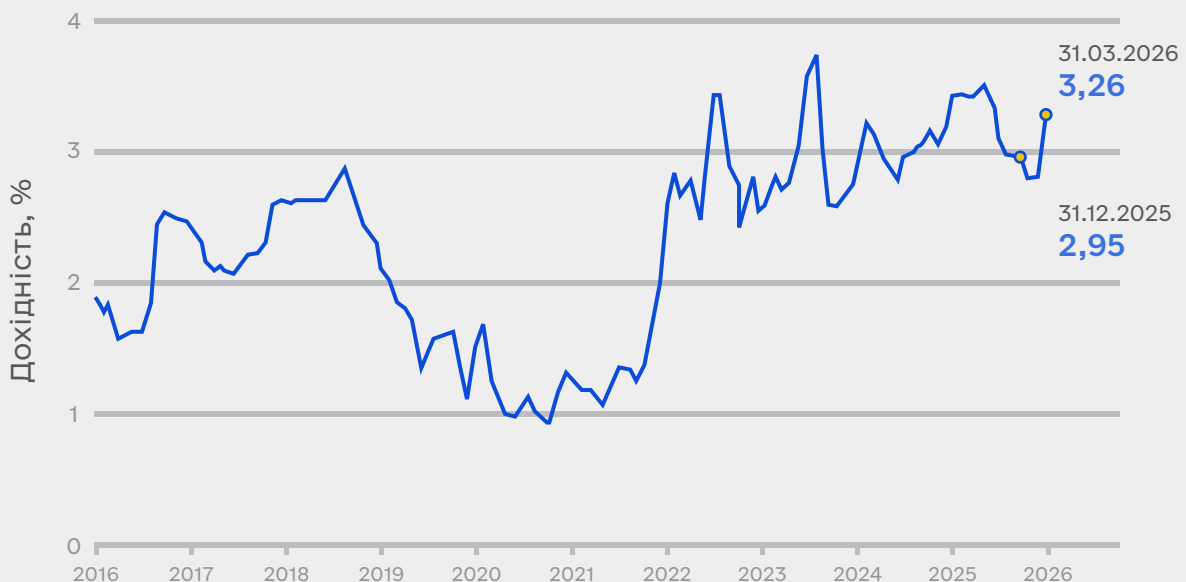
3. Get to Know the Muni Market // Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB). URL: <https://share.google/fKFPBA0AWYUTGCfP3>

4. Muni-Bond Market Inches Closer to \$5 Trillion With a Record Quarter // Bloomberg. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-25/muni-market-inches-closer-to-5-trillion-with-a-record-quarter>

гом AAA зросла на 30 базисних пунктів з початку року, що майже вдвічі перевищує аналогічний рух дохідності 10-річних казначейських облігацій⁵. Для інвесторів, які вже мали позиції в муніципальних облігаціях, таке зниження відносної цінової ефективності є негативним фактором, однак для учасників ринку, які прагнуть розмістити новий капітал, це створило кращу точку входу порівняно з початком року⁵. Динаміку дохідності муніципальних облігацій AAA за десятирічний період наведено на рисунку 2.



Рисунок 2. Десятирічна дохідність муніципальних облігацій AAA, 2016–2026 рр.



Джерело: складено за даними зі статті «Munis in Focus: A Q1 2026 Recap» (VanEck, 2026) за даними ICE Indices. Станом на 31.03.2026⁵

За даними VanEck, викладеною в статті «Munis in Focus: A Q1 2026 Recap» провідні підрозділи з управління портфелями облігацій з фіксованим доходом характеризують поточну ситуацію як істотно покращену точку входу, а деякі з них активно рекомендують збільшення частки муніципальних облігацій у портфелях на II квартал 2026 р.⁵

5. Anderson D., Colby J. Munis in Focus: A Q1 2026 Recap // VanEck. 13.04.2026.
URL: <https://www.vaneck.com/us/en/blogs/municipal-bonds/munis-in-focus-a-q1-2026-recap/>

2. 1. Умови та межі здійснення муніципальних запозичень

США не мають єдиного федерального закону, який встановлював би універсальні правила боргової спроможності для всіх місцевих органів влади. Право конкретного емітента здійснювати запозичення, види допустимих боргових зобов'язань, вимоги щодо схвалення їх випуску та боргові обмеження визначаються передусім законодавством штатів. Федеральне регулювання охоплює питання оподаткування муніципальних облігацій, регулювання операцій із цінними паперами, захисту інвесторів та розкриття інформації. Тому боргові обмеження, встановлені законодавством окремого штату, не можуть розглядатися як загальнонаціональні ліміти муніципального боргу США.

Конкретні підходи до визначення боргової спроможності відрізняються між штатами, однак у законодавстві окремих штатів простежується спільний принцип співвіднесення допустимого обсягу боргу з майновою та податковою базою муніципалітету. Так, § 43605 **Кодексу уряду штату Каліфорнія (California Government Code, далі – Кодекс уряду Каліфорнії)** для визначеної категорії забезпеченої облігаціями заборгованості міст, що погашається за рахунок податків на оподатковуване майно, встановлює обмеження на рівні 15 % оціночної вартості нерухомого та рухомого майна міста⁶.

У Техасі § 1331.051 **Кодексу уряду штату Техас (Texas Government Code, далі – Кодекс уряду Техасу)** встановлює для муніципалітетів із населенням 950 тис. осіб і більше граничний обсяг боргу за облігаціями, що погашаються за рахунок податків, на рівні 10 % загальної оціночної вартості майна за останнім реєстром оцінки муніципалітету⁷. Відповідно, це обмеження не є універсальним для всіх муніципалітетів Техасу, а поширюється на визначену законом категорію емітентів.

У Вірджинії боргове обмеження закріплено безпосередньо у ст. VII § 10 **Конституції штату Вірджинія (Constitution of Virginia, далі – Конституція Вірджинії)**. Для міст і містечок загальний обсяг облігацій та інших

6. California Government Code. Title 4. Government of Cities. Division 4. Financial Provisions. § 43605. California Legislative Information. URL: <https://law.justia.com/codes/california/code-gov/title-4/division-4/chapter-4/article-1/section-43605/>

7. Texas Government Code. Title 9. Public Securities. Subtitle E. Provisions Applicable to Securities Issued by Municipalities. Chapter 1331. Municipal Bonds. § 1331.051. Limitation on Bonded Debt: Municipality With Population of 950,000 or More. Texas Constitution and Statutes. URL: <https://law.justia.com/codes/texas/government-code/title-9/subtitle-e/chapter-1331/subchapter-b/section-1331-051/>

процентних боргових зобов'язань разом з існуючою заборгованістю не може перевищувати 10% оціночної вартості оподатковуваної нерухомості⁷. Водночас округи та райони підпорядковуються іншому регуляторному режиму: для них Конституція не встановлює фіксованого відсоткового ліміту, а натомість вимагає прямого дозволу Генеральної Асамблеї та, як правило, схвалення боргу на референдумі кваліфікованих виборців⁸.

Порівняння наведених норм свідчить про спільну логіку встановлення боргових обмежень у розглянутих штатах: допустимий обсяг муніципального боргу визначається у співвідношенні до оціночної вартості майна, що формує податкову базу відповідного емітента.

2. 2. Класифікація муніципальних облігацій

Для розуміння американської моделі принциповим є розмежування **загальних облігацій (general bonds) та дохідних облігацій (revenue bonds)**. Загальні облігації забезпечуються «повною вірою та кредитом» муніципалітету. Це означає, що для виконання зобов'язань перед власниками таких облігацій муніципалітет може використовувати свої податкові повноваження та інші передбачені законодавством доходи. Відповідно, спроможність погашення загальних облігацій пов'язана із загальним фінансовим становищем емітента та його здатністю мобілізувати доходи для обслуговування боргу⁹. Рада з нормотворення у сфері муніципальних цінних паперів США характеризує такі облігації саме через забезпечення повною довірою і кредитоспроможністю емітента та його повноваженнями щодо оподаткування.

Дохідні облігації забезпечуються визначеним джерелом доходів, пов'язаним із проектом або об'єктом, для фінансування якого залучаються кошти. Джерелом погашення можуть бути, наприклад, платежі за користування платними автомобільними дорогами чи мостами, аеропортами, системами водопостачання або енергетичною інфраструктурою⁹. На відміну від загальних облігацій, загальна податкова

8. Constitution of Virginia. Article VII. Local Government. Section 10. Debt. Virginia Law. URL: <https://law.lis.virginia.gov/constitution/article7/section10/>

9. Mollenkamp D. A. Fiscal Federalism's Folly: How Bolstering Municipal Bond Markets May Obviate the Need for Alternative Local Infrastructure Development Financing in Developing Countries. SSRN Electronic Journal. 2024.

спроможність емітента зазвичай не є джерелом їх погашення: виконання зобов'язань залежить від доходів, спеціально визначених для відповідного випуску. Якщо такого потоку недостатньо, власники дохідних облігацій не можуть вимагати запровадження податку або спрямування інших бюджетних коштів, які не були передбачені як джерело обслуговування боргу⁹.

Таке розмежування має практичне значення для оцінки боргової спроможності емітента. У випадку загальних облігацій основними є фінансовий стан муніципалітету, його податкова база та можливості мобілізації доходів. Для дохідних облігацій ключового значення набувають достатність і передбачуваність визначеного потоку надходжень та його спроможність забезпечувати погашення основної суми боргу і процентів. Американська модель у такий спосіб дозволяє розмежовувати загальний фіскальний ризик муніципалітету та ризик конкретного проекту.

Окремим прикладом застосування дохідної моделі є **іпотечні дохідні облігації (mortgage revenue bonds)**, що використовуються у США для фінансування житла. Механізм полягає в тому, що штат або орган місцевого самоврядування випускає облігації на ринку капіталу, а залучені від інвесторів кошти спрямовує не на власні капітальні проекти, а на видачу або викуп іпотечних кредитів для приватних позичальників за пільговою процентною ставкою. Оскільки відсотковий дохід за такими облігаціями звільнений від федерального оподаткування, інвестори погоджуються на нижчу дохідність, ніж за звичайними борговими інструментами, — і саме ця різниця дозволяє знизити вартість запозичення для кінцевого позичальника-домогосподарства. Таким чином муніципалітет виступає посередником: він не є кінцевим отримувачем чи користувачем коштів, а лише каналом, через який пільговий податковий статус державного боргу передається приватним особам у вигляді дешевшого іпотечного кредиту.

§ 143 Кодексу внутрішніх доходів США (Internal Revenue Code, далі — IRC) визначає режим кваліфікованих іпотечних облігацій як облігацій, випущених у складі кваліфікованого іпотечного випуску штатом або його територіальним підрозділом¹⁰. Такі облігації належать до категорії, пов'язаної з приватною діяльністю, однак **не підпадають під ознаки приватного підприємницького використання**, встановлені § 141(b) IRC¹⁰ — тобто, попри те що кінцевим вигодонабувачем є приватна особа-домогосподарство, а не сам муніципалітет, облігація зберігає статус, наближений до традиційного муніципального боргу, а не комерційного фінансування. Кошти кваліфікованого іпотечного випуску, за винятком витрат на емісію та резервного фонду, мають спрямовуватися виключно на фінансування житла, яке позичальник займатиме як основне місце проживання¹⁰.

10. Internal Revenue Code. Title 26 of the United States Code. § 143. Mortgage Revenue Bonds: Qualified Mortgage Bond and Qualified Veterans' Mortgage Bond. Office of the Law Revision Counsel, U.S. House of Representatives. URL: <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=%28title%3A26+section%3A143+edition%3Aprelim%29>

Оскільки такий пільговий статус фактично є формою непрямої державної підтримки через податкову систему, § 143 IRC врівноважує його низкою кумулятивних умов, спрямованих на те, щоб вигода діставалася насамперед особам, які реально потребують доступного житла, а не використовувалася для фінансування дорогої нерухомості чи повторного придбання житла заможними покупцями. Зокрема, **не менше 95% чистих надходжень випуску має фінансувати житло позичальників, які не мали права власності на основне місце проживання протягом трьох років**, що передують оформленню іпотеки, за винятком фінансування в межах цільових територій. **Вартість придбання житла не повинна перевищувати 90% середньої вартості придбання житла** в межах відповідного статистичного району, а для цільових територій цей поріг підвищується до 110%. **Дохід сім'ї позичальника не повинен перевищувати 115% застосовної медіанної сімейної доходу** для відповідного району, з підвищенням до 140% у випадку цільових територій. Додатково закон вимагає, щоб **не менше 20% коштів, спрямованих на фінансування, надавалися для житла саме в межах цільових територій**, визначених як території з кваліфікованим переписним трактом або хронічним економічним занепадом.

Окрема група вимог стосується запобігання так званому **арбітражу** – ситуації, коли емітент отримував би прибуток від різниці між дешевою вартістю запозичення (завдяки податковій пільзі) та ринковою дохідністю, замість того щоб цю вигоду повністю переносити на позичальника. Тому ефективна процентна ставка за іпотечними кредитами не повинна перевищувати дохідність самого випуску більш ніж на 1,125 відсоткового пункту, а надлишковий дохід від тимчасово невитрачених коштів має спрямовуватися на зменшення вартості фінансування для позичальників. Строкові обмеження діють у тому самому напрямі: **кошти випуску мають бути використані протягом 42 місяців з дати емісії**, а суми, повернуті позичальниками в порядку дострокового погашення, – спрямовані на викуп облігацій випуску протягом визначеного законом строк, що не дозволяє муніципалітету тримати пільгово залучені кошти невикористаними чи реінвестованими в інші цілі.

§ 143 IRC також передбачає окремий різновид – кваліфіковані іпотечні облігації для ветеранів, які, на відміну від звичайних, **забезпечуються повною вірою та кредитом штату**, доступні виключно для фінансування житла ветеранів та підпорядковані встановленому для кожного штату кількісному ліміту обсягу емісії.

Отже, механізм іпотечних дохідних облігацій за § 143 IRC дозволяє передати пільговий податковий статус муніципального боргу приватним позичальникам у формі дешевшої іпотеки, водночас обмежуючи це коло позичальників критеріями доходу, вартості житла та статусу власника, а також унеможливлюючи отримання емітентом арбітражного прибутку з різниці ставок.

2. 3. Федеральне регулювання оподаткування та розкриття інформації щодо муніципальних облігацій

Важливою особливістю американської моделі муніципальних облігацій є податковий режим процентного доходу. Відповідно до § 103 **Кодексу внутрішніх доходів США (Internal Revenue Code, далі – IRC)** проценти за облігаціями штатів і місцевих органів влади загалом не включаються до валового доходу, що підлягає федеральному оподаткуванню¹¹. Водночас таке звільнення не поширюється автоматично на всі муніципальні облігації. Податковий статус конкретного випуску залежить від його структури, цільового використання залучених коштів та відповідності вимогам федерального податкового законодавства.

Окреме значення мають правила щодо облігацій, пов'язаних із приватною діяльністю. Відповідно до § 141 IRC віднесення випуску до цієї категорії залежить, зокрема, від використання залучених коштів приватними особами та джерел погашення або забезпечення боргу¹¹. Для визначених законом категорій таких облігацій допускається збереження податкової пільги за умови виконання спеціальних вимог IRC. Таким чином, федеральне законодавство диференціює податковий режим муніципальних облігацій залежно від економічного призначення випуску та способу використання залученого капіталу. IRS також розмежовує оподатковувані облігації, звільнені від оподаткування державні облігації та облігації, пов'язані з приватною діяльністю.

Іншим елементом податкового регулювання є обмеження арбітражних операцій. § 148 IRC спрямований на запобігання використанню податкової пільги для залучення дешевого капіталу з його подальшим інвестуванням у активи з вищою доходністю. За загальним правилом збереження пільгового статусу облігацій пов'язане з дотриманням вимог щодо арбітражу, включаючи перерахування до федерального бюджету визначеного надлишкового доходу від інвестування коштів випуску¹¹. IRS прямо зазначає, що процентний дохід за облігаціями загалом не зберігає статус звільненого від оподаткування, якщо емітент не виконує встановлені § 148 вимоги щодо арбітражного доходу.

11. Internal Revenue Code. Chapter 1 (§1- § 1400Z-2). Interest on State and local bonds // Cornell Law School, Legal Information Institute. – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/103>

Податкові вимоги мають значення і після здійснення випуску. Емітенти звільнених від федерального оподаткування державних облігацій подають до **Служби внутрішніх доходів США (Internal Revenue Service, далі – IRS)** інформаційну форму 8038-G, за допомогою якої IRS отримує передбачену § 149(e) IRC інформацію та контролює дотримання вимог §§ 141–150 IRC¹¹. Отже, отримання податкової пільги пов'язане з подальшим виконанням установлених федеральним законодавством вимог, а податковий статус випуску залишається предметом контролю після його розміщення.

Економічне значення такого режиму полягає у впливі податкової пільги на вартість залучення капіталу. Звільнення процентного доходу від федерального оподаткування підвищує привабливість відповідних муніципальних облігацій для інвесторів, для яких така пільга має економічну цінність, що створює передумови для залучення коштів емітентом за нижчою процентною ставкою. Для України цей досвід становить інтерес з погляду можливого застосування податкових стимулів для розвитку попиту на облігації місцевих позик. Запровадження такого механізму потребувало б чіткого визначення категорій випусків, які можуть отримувати пільговий режим, умов його застосування та порядку контролю за їх дотриманням.

Окремим компонентом федерального регулювання є система розкриття інформації щодо муніципальних цінних паперів. Ключове значення має **Правило 15c2-12 Комісії з цінних паперів і бірж США (Securities and Exchange Commission Rule 15c2-12, далі – Правило 15c2-12)**¹². Регулювання передбачає механізм надання інвесторам інформації про муніципальний випуск через вимоги до діяльності андеррайтерів. Важливим елементом цієї системи є офіційний документ про випуск, у якому розкривається інформація, необхідна для оцінювання емітента та відповідних цінних паперів. Правило 15c2-12 також є основою системи подальшого розкриття інформації, відповідно до якої емітент або інша зобов'язана особа бере на себе зобов'язання надавати визначену фінансову й операційну інформацію та повідомляти про встановлені події.

Інфраструктурною основою доступу до такої інформації є **система електронного доступу до інформації про муніципальний ринок (Electronic Municipal Market Access, далі – EMMA), яку адмініструє Рада з нормотворення у сфері муніципальних цінних паперів (Municipal Securities Rulemaking Board, далі – MSRB)**. EMMA виконує функцію централізованого публічного джерела інформації щодо муніципальних цінних паперів. Через систему безкоштовно надається доступ до офіційних документів про випуски, матеріалів подальшого розкриття інформації, даних про операції з муніципальними цінними паперами та іншої інформації, необхідної для оцінювання відповідних інструментів. MSRB характери-

12. Rule 15c2-12 of the U.S. Securities and Exchange Commission / Municipal Securities Rulemaking Board. URL: <https://www.msrb.org/sites/default/files/SECRule15c2-12.pdf>

зує ЕММА як офіційне сховище матеріалів подальшого розкриття; система також містить дані про ціни операцій із муніципальними цінними паперами.

Поєднання вимог щодо розкриття інформації та централізованої інформаційної інфраструктури забезпечує інвестору можливість оцінювати фінансовий стан емітента та характеристики конкретного випуску як під час розміщення облігацій, так і протягом їх подальшого обігу. При цьому MSRБ не здійснює попереднього схвалення змісту документів, поданих через ЕММА: відповідальність за інформацію залишається за особами, які її готують.

Отже, податкові стимули можуть використовуватися для формування попиту на визначені категорії облігацій місцевих позик за умови чіткого законодавчого визначення підстав для отримання та збереження відповідної пільги. Система стандартизованого первинного і подальшого розкриття інформації з централізованим публічним доступом до документів щодо випусків може створити інформаційну основу для оцінювання кредитного ризику емітента та конкретної облігації і підвищити прозорість муніципальних запозичень.

Для України американський досвід у сфері федерального регулювання становить практичний інтерес за двома основними напрямками. Податкові стимули можуть використовуватися для формування попиту на визначені категорії облігацій місцевих позик за умови законодавчого встановлення критеріїв отримання та збереження відповідної пільги. Система стандартизованого первинного та подальшого розкриття інформації із централізованим публічним доступом до документів про випуски створює інфраструктуру для оцінювання кредитного ризику емітента і конкретного боргового інструменту. У разі розвитку українського ринку облігацій місцевих позик ці механізми можуть розглядатися як окремі напрями вдосконалення податкового регулювання та інформаційної прозорості.

Розділ 3:

Польща

Польське законодавство не фіксує універсального ліміту боргу для одиниць місцевого самоврядування. Замість цього спроможність обслуговувати борг оцінюється індивідуально для кожного бюджету, виходячи з показників його виконання за попередні роки. Щоб показати масштаб сектору, у межах якого застосовується цей індивідуалізований підхід, у таблиці 2 наведено актуальні дані Міністерства фінансів Польщі за 2025 рік.



Таблиця 2. Масштаб ринку муніципальних цінних паперів Польщі у 2025 році

Показник	Значення
Борг сектору місцевого самоврядування	120,0 млрд PLN (27,8 млрд EUR)
Борг безпосередньо одиниць місцевого самоврядування	112,2 млрд PLN (26,0 млрд EUR)
Річна зміна боргу одиниць місцевого самоврядування	+4,4 %

Джерело: складено за даними Міністерства фінансів Республіки Польща, опублікованими у звіті «Public Debt 2025 Q4: Quarterly Newsletter»¹³

Польща, на відміну від США, не покладається на систему фіксованих відсоткових лімітів боргу, встановлених законодавством окремих адміністративно-територіальних одиниць. Натомість польське законодавство фіксує єдиний для всієї країни механізм оцінки боргової спроможності, який, однак, застосовується індивідуалізовано: спроможність кожного місцевого бюджету обслуговувати борг оцінюється окремо, виходячи з фактичних показників його виконання за попередні роки, а не з наперед визначеної статичної межі.

13. Public Debt 2025 Q4 : quarterly newsletter / Ministry of Finance of Poland.
URL: <https://www.gov.pl/attachment/4fb4e0c9-fb6d-46f2-82c6-de2b4d4c8ef2>

3. 1. Правові засади муніципальних запозичень та контроль боргової спроможності

Відповідно до п. 5 ст. 2 **Закону про облігації від 15 січня 2015 року (Ustawa o obligacjach, далі – Закон про облігації)** право випускати облігації мають гміни, повіти, воєводства та їх об'єднання¹⁴. **Рішення про випуск облігацій приймає представницький орган відповідної одиниці місцевого самоврядування.** До виключної компетенції ради гміни належить прийняття рішень про випуск облігацій та визначення правил їх відчуження, придбання і викупу війтом відповідно до підп. «b» п. 9 ч. 2 ст. 18 **Закону про самоврядування гміни від 8 березня 1990 року (Ustawa o samorządzie gminnym, далі – Закон про самоврядування гміни)**¹⁵. Аналогічні повноваження ради повіту встановлено підп. «b» п. 8 ст. 12 **Закону про самоврядування повіту від 5 червня 1998 року (Ustawa o samorządzie powiatowym, далі – Закон про самоврядування повіту)**¹⁶, а повноваження сеймику воєводства – підп. «b» п. 19 ст. 18 **Закону про самоврядування воєводства від 5 червня 1998 року (Ustawa o samorządzie województwa, далі – Закон про самоврядування воєводства)**¹⁷. **Ухвала представницького органу є правовою підставою для здійснення випуску.** Конкретні параметри випуску облігацій визначаються умовами емісії. Так, відповідно до ст. 5 і 6 Закону про облігації вони повинні містити, зокрема, вид облігацій, відомості про емітента, посилання на рішення про випуск, номінальну вартість і максимальну кількість облігацій, опис зобов'язань емітента, строки, місце та порядок їх виконання, а також інформацію про забезпечення¹⁴.

Відповідно до ст. 13 Закону про облігації **емітент відповідає за зобов'язаннями з облігацій усім своїм майном**¹⁴. Облігації **не можуть мати документарної форми та підлягають реєстрації в депозитарії цінних паперів** відповідно до ч. 1 та ч. 2 ст. 8 Закону про облігації¹⁴. Якщо емітент не планує звертатися із заявою про допуск облігацій до торгів на регульова-

14. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach : Dz. U. 2015 poz. 238.
URL: <https://sip.lex.pl/akty-prawne/dzu-dziennik-ustaw/obligacje-18168143>

15. Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym : tekst jedn. Dz. U. 2026, poz. 662.
URL: <https://eli.gov.pl/api/acts/DU/2026/662/text/O/D20260662.pdf>

16. Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym : tekst jedn. Dz. U. 2025, poz. 1684.
URL: <https://eli.gov.pl/api/acts/DU/2025/1684/text/I/D20251684.pdf>

17. Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa : tekst jedn. Dz. U. 2025, poz. 581.
URL: <https://eli.gov.pl/eli/DU/2025/581/ogl/pol/pdf>

ному ринку або про їх введення до альтернативної торговельної системи, він **повинен укласти договір з агентом емісії** відповідно до ч. 1 ст. 7а **Закону про торгівлю фінансовими інструментами від 29 липня 2005 року (Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, далі – Закон про торгівлю фінансовими інструментами)**¹⁸. Агент емісії перевіряє правові підстави випуску та відповідність документації вимогам законодавства.

Відповідно до ч. 1 ст. 217 **Закону про публічні фінанси від 27 серпня 2009 року (Ustawa o finansach publicznych, далі – Закон про публічні фінанси)** різниця між доходами та видатками бюджету утворює профіцит або дефіцит бюджету одиниці місцевого самоврядування. **Кошти від продажу цінних паперів належать до джерел фінансування бюджетного дефіциту** відповідно до п. 1 ч. 2 ст. 217 Закону про публічні фінанси¹⁹. Вони мають статус бюджетних надходжень (przychody), відмінних від бюджетних доходів (dochody), і не враховуються як поточні доходи бюджету.

Відповідно до пп. 1–4 ч. 1 ст. 89 Закону про публічні фінанси одиниці місцевого самоврядування можуть випускати цінні папери для **покриття тимчасового дефіциту бюджету; фінансування запланованого бюджетного дефіциту; погашення раніше прийнятих боргових зобов'язань; попереднього фінансування заходів, що фінансуються з бюджету Європейського Союзу**. Зобов'язання, прийняті для покриття тимчасового дефіциту, підлягають погашенню протягом того самого бюджетного року відповідно до ч. 2 ст. 89 Закону про публічні фінанси.

Отже, **наявність запланованого дефіциту є однією з передбачених законом підстав для випуску муніципальних облігацій**. Їх також можна використовувати для покриття тимчасового дефіциту, рефінансування раніше прийнятих боргових зобов'язань і попереднього фінансування заходів Європейського Союзу. Мета конкретного випуску повинна відповідати ст. 89 Закону про публічні фінанси та бути відображена в бюджетних документах. **Сукупний обсяг кредитів, позик, інших боргових зобов'язань і випущених цінних паперів не може перевищувати сум, установлених бюджетною резолюцією**, що передбачено ч. 1 ст. 91 Закону про публічні фінанси. Можливість нового запозичення залежить також від дотримання вимог щодо збалансування поточної частини бюджету та спроможності обслуговувати борг.

Відповідно до ч. 1 ст. 242 Закону про публічні фінанси представницький орган **не може ухвалити бюджет, у якому заплановані поточні видатки перевищують суму поточних доходів і визначених законом надходжень попередніх періодів. Індивідуальне обмеження щодо обслуговування боргу встановлено ст. 243 Закону про публічні фінанси**. Під час його

18. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi : tekst jedn. Dz. U. 2024, poz. 722, z późn. zm. URL: <https://eli.gov.pl/api/acts/DU/2024/722/text/U/D20240722Lj.pdf>

19. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych : tekst jedn. Dz. U. 2025, poz. 1483, z późn. zm. URL: <https://eli.gov.pl/api/acts/DU/2025/1483/text/U/D20251483Lj.pdf>

визначення враховуються платежі з погашення кредитів і позик, викупу цінних паперів, обслуговування боргу та виконання визначених законом гарантійних зобов'язань. **Допустимий рівень такого навантаження розраховується з урахуванням фінансових показників конкретної одиниці місцевого самоврядування за попередні сім років.** Застосування індивідуального обмеження пов'язане з **багаторічним фінансовим прогнозом (Wieloletnia Prognoza Finansowa, WPF).** Відповідно до ст. 226 Закону про публічні фінанси WPF має бути реалістичним і містити прогноз поточних та капітальних доходів і видатків, результату бюджету, джерел фінансування дефіциту, надходжень і витрат, обсягу боргу, способу його погашення та показників дотримання встановлених законом фінансових обмежень. **Прогноз боргу складається на весь період погашення прийнятих і запланованих зобов'язань** відповідно до ч. 2 ст. 227 Закону про публічні фінанси. Для довгострокових облігацій у WPF відображаються майбутні платежі та строки викупу окремих серій.

Зовнішній нагляд за фінансовою діяльністю одиниць місцевого самоврядування здійснюють регіональні рахункові палати (Regionalne Izby Obrachunkowe, RIO). Відповідно до пп. 3 і 7 ч. 1 ст. 11 **Закону про регіональні рахункові палати від 7 жовтня 1992 року (Ustawa o regionalnych izbach obrachunkowych, далі – Закон про RIO)** до сфери їх нагляду належать рішення щодо прийняття зобов'язань, які впливають на обсяг місцевого публічного боргу, а також багаторічні фінансові прогнози²⁰. **Палати надають висновки щодо можливості викупу цінних паперів** відповідно до п. 1 ст. 13 Закону про RIO. Обов'язок отримати висновок RIO залежить від мети запозичення. Відповідно до п. 3 ч. 2 ст. 91 Закону про публічні фінанси **такий висновок потрібний у разі випуску цінних паперів для фінансування запланованого дефіциту, погашення раніше прийнятих боргових зобов'язань, попереднього фінансування заходів Європейського Союзу та для цілей, передбачених ст. 90 Закону про публічні фінанси.** Випуск для покриття тимчасового дефіциту, передбачений п. 1 ч. 1 ст. 89 Закону про публічні фінанси, до цього переліку не включено. Окремо RIO перевіряє законність ухвали про випуск облігацій у межах повноважень, установлених Законом про RIO.

Взявши за основу досвід США, Польща розвинула інструмент дохідних облігацій (**obligacje przychodowe**). Їх можуть випускати одиниці місцевого самоврядування та інші суб'єкти, включені до переліку, визначеного ч. 1 ст. 25 Закону про облігації. Відповідно до ч. 1 ст. 24 Закону про облігації **власники дохідних облігацій мають право на переважне задоволення вимог за рахунок усіх або частини доходів чи майна проекту, профінансованого коштами від випуску, або доходів іншого проекту, визначеного емітентом.**

Емітент може обмежити відповідальність за дохідними облігаціями сумою доходів або вартістю майна відповідного проекту, що передбачено

20. Ustawa z dnia 7 października 1992 r. o regionalnych izbach obrachunkowych : tekst jedn. Dz. U. 2025, poz. 7. URL: <https://eli.gov.pl/eli/DU/2025/7/ogl/pol/pdf>

ч. 2 ст. 24 Закону про облігації. Ухвала про їх випуск повинна визначати проект, спосіб розрахунку його доходів та частину доходів або майна, щодо яких власники облігацій мають переважне право, відповідно до ч. 2 ст. 25 Закону про облігації. **Доходи проекту зараховуються на спеціальний банківський рахунок** і використовуються з урахуванням обмежень, установлених ст. 26 Закону про облігації. Відповідно до ст. 243а Закону про публічні фінанси **кошти на такому рахунку та належні власникам дохідних облігацій платежі не враховуються під час визначення обмеження боргового навантаження за ст. 243 Закону про публічні фінанси**. Такий режим пов'язує виконання зобов'язань із доходами або майном конкретного проекту та передбачає пріоритетне задоволення вимог власників облігацій.

3. 2. Організація емісії, розміщення та розкриття інформації

Після прийняття представницьким органом рішення про випуск розпочинається організаційний етап емісії, який охоплює визначення способу розміщення, формування серій облігацій, установлення строків їх погашення й умов виплати процентного доходу, підготовку пропозиції придбання та проведення розподілу облігацій між інвесторами. Відповідно до ст. 33 Закону про облігації **емісія може здійснюватися шляхом публічної пропозиції цінних паперів або шляхом пропонування облігацій до придбання в інший спосіб¹⁴**. У другому випадку емітент надає потенційним інвесторам пропозицію придбання. Вона також надається під час публічної пропозиції, якщо законодавство не вимагає оприлюднення проспекту або інформаційного меморандуму.

Для публічної пропозиції строк підписки на облігації не може перевищувати трьох місяців, а їх розподіл має бути здійснений протягом двох тижнів після завершення підписки або спливу встановленого для неї строку. У разі розміщення поза публічною пропозицією строк прийняття пропозиції придбання за загальним правилом становить три тижні, строк надання послідовних пропозицій у межах одного випуску не може перевищувати шести тижнів, а розподіл облігацій здійснюється не пізніше ніж через шість тижнів після надання останньої пропозиції, якщо емітент не встановив коротшого строку¹⁴.

Однією з практичних переваг облігацій є можливість адаптувати

графік залучення та погашення боргу до фінансового плану емітента. Облігаційна форма дає можливість адаптувати графік залучення і погашення боргу до фінансового плану емітента. Водночас вибір між кредитом та облігаціями має ґрунтуватися на аналізі конкретного випадку, оскільки економічна перевага одного з інструментів не може визначатися абстрактно.

Практичним прикладом такого структурування є облігації гміни Піла серії A17. Загальний обсяг випуску становить 20 млн злотих, а погашення номінальної вартості було розподілено між 2027 та 2028 роками. Умови випуску передбачають змінну процентну ставку, прив'язану до WIBOR 6М, а агентом емісії виступає PKO Bank Polski²¹. **Розподіл одного запозичення на частини з різними строками погашення дозволяє уникати концентрації значного обсягу виплат в одному бюджетному періоді та узгоджувати боргове навантаження з багаторічним фінансовим прогнозом громади.**

Важливою особливістю польської моделі є порядок залучення професійної фінансової установи до організації випуску. Відповідно до п. 7 ч. 1 ст. 11 Закону про публічні закупівлі від 11 вересня 2019 року (**Ustawa o prawo zamówień publicznych**, далі — Закон про публічні закупівлі) **дія цього Закону не поширюється на фінансові послуги, пов'язані з емісією, продажем, придбанням або відчуженням цінних паперів та інших фінансових інструментів**²². Отже, вибір установи, яка організовує розміщення муніципальних облігацій, не потребує проведення процедури, передбаченої Законом про публічні закупівлі. Водночас емітенти можуть застосувати власну конкурентну процедуру для порівняння вартості фінансування, розміру маржі, строків погашення та інших умов пропозицій банків.

На практиці банки виконують не лише організаційну, а й інвестиційну функцію. За даними Національного банку Польщі (Narodowy Bank Polski, далі — НБП), **банк, який організовує емісію, нерідко сам придбаває облігації під час первинного розміщення та утримує їх до погашення. Через це значна частина муніципальних облігацій за своїм економічним змістом функціонує як альтернатива банківському кредиту**, хоча юридично залучення коштів оформлюється шляхом емісії цінних паперів²³.

Інституційна структура попиту залишається однією з найбільш характерних рис польського ринку муніципальних облігацій. За даними Національного банку Польщі (НБП), банки й донині утримують домінуючу позицію серед власників муніципальних облігацій — близько 89% ринку, що

21. Warunki emisji obligacji Gminy Piła. Seria A17. Piła, 2017. URL: <https://gpwcatalyst.pl/emisjenci-obligacji-dokumenty-miasta>

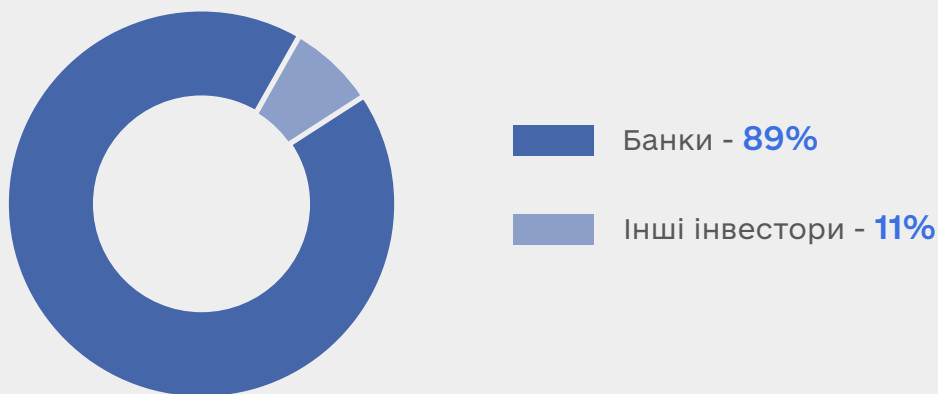
22. Ustawa z dnia 11 września 2019 r. – Prawo zamówień publicznych : tekst jedn. Dz. U. 2026, poz. 793. URL: <https://eli.gov.pl/api/acts/DU/2026/793/text/T/D20260793L.pdf>

23. Narodowy Bank Polski. Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r. Warszawa : Narodowy Bank Polski, 2025. URL: [https://nbp.pl/wp-content/uploads/2025/12/Rozwoj-systemu-finansowego-w-Polsce-w-2024-r-v1.9.pdf\(NBP\)](https://nbp.pl/wp-content/uploads/2025/12/Rozwoj-systemu-finansowego-w-Polsce-w-2024-r-v1.9.pdf(NBP))

демонструє стійкість цієї концентрації протягом останнього десятиліття²⁴. Водночас частка інших професійних інвесторів залишається маргінальною й продовжує скорочуватися: вкладення пенсійних фондів (ОФЕ) у муніципальні облігації на кінець 2024 р. становили лише 125 млн злотих, що на 5 млн злотих менше порівняно з попереднім роком²⁵. Це свідчить про те, що концентрація відповідних інструментів у портфелях банків не лише зберігається, а й посилюється, тоді як роль небанківських інституційних інвесторів у цьому сегменті ринку залишається обмеженою.



Рисунок 3. Частка банків серед власників муніципальних облігацій



Для України польський досвід становить інтерес насамперед як приклад переходу від загальних кількісних обмежень до індивідуалізованої оцінки боргової спроможності, що спирається на фактичні показники виконання бюджету та багаторічний фінансовий прогноз. Ключовими елементами такої моделі, крім розрахункового механізму граничного боргового навантаження, також інституційна архітектура, що його забезпечує: незалежний орган зовнішнього фінансового нагляду за зразком RIO, обов'язкова участь професійного посередника (агента емісії) для випусків поза регульованим ринком, а також стандартизовані вимоги до розкриття інформації в умовах емісії. Особливої уваги заслуговує конструкція дохідних облігацій як інструменту, що дає змогу пов'язати виконання зобов'язань із доходами конкретного проєкту, не збільшуючи при цьому загальне боргове навантаження одиниці місцевого самоврядування.

24. Michael/Ström Dom Maklerski, стаття "Obligacje komunalne – co warto wiedzieć o tych inwestycjach?". URL: <https://michaelstrom.pl/publikacje/Obligacje-komunalne>

25. Analizy.pl, Jagoda Fryc, "W co inwestują OFE? Część dłużna portfeli", 22.01.2025. URL: <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/36621/w-co-inwestuja-ofe-czesc-dluzna-portfeli-1>

Розділ 4:

Данія

Ключовою інституційною особливістю Данії є принципово інша модель організації запозичень порівняно з США та Польщею. Замість того щоб кожен муніципалітет самостійно виходив на ринок цінних паперів чи домовлявся з банком про кредит, данські громади залучають фінансування централізовано, а саме через **кредитну установу KommuneKredit**. Це не державний банк і не приватний кредитор, а кооперативна організація, співвласниками якої є самі муніципалітети та регіони Данії: вони об'єднують свої потреби у фінансуванні і від імені всього сектору можуть залучати кошти на фінансових ринках, а потім розподіляють отримане фінансування між учасниками (дет. див. п.4.2). Оскільки кредитний ризик і відповідальність за борг розподілені між усіма муніципалітетами та регіонами разом, KommuneKredit отримує вищий кредитний рейтинг і, відповідно, дешевше фінансування, ніж міг би отримати кожен муніципалітет окремо на власний ризик. Масштаб фактичного використання цієї моделі показано у таблиці 3 на підставі річної звітності KommuneKredit за 2025 р.



Таблиця 3. Масштаб ринку муніципальних цінних паперів у Данії, випущених через кредитну установу KommuneKredit у 2025 році

Показник	Значення
Учасники KommuneKredit	98 муніципалітетів + 5 регіонів
Випущені боргові цінні папери (облігації)	228 032 млн DKK (30 533 млн EUR)
Позики та лізинг	199 627 млн DKK (26 729 млн EUR)

Джерело: складено за даними KommuneKredit, Annual Report 2025

На відміну від США та Польщі, де муніципалітети самостійно випускають облігації на відкритому ринку, в Данії громади можуть крім самостійного випуску звернутися до спеціальної спільної установи: ринок отримує один консолідований потік облігацій KommuneKredit обсягом 228 млрд DKK в обігу на кінець 2025 р., з яких 36,4 млрд DKK було випущено лише за 2025 рік²⁶.

26. KommuneKredit. Annual Report 2025 / KommuneKredit. – Copenhagen : KommuneKredit, 2026. – URL: https://www.kommunekredit.dk/media/4epiydrj/kk_ar-2025_eng.pdf

4.1. Правові обмеження муніципальних запозичень та допустимі цілі фінансування

Данська система місцевого самоврядування охоплює 98 муніципалітетів і 5 регіонів. Для цілей боргового фінансування принципове значення має те, що право муніципалітету на запозичення визначається через нормативно встановлений обсяг витрат, які можуть фінансуватися за рахунок боргу. **Такий підхід закріплений у Постанові про запозичення муніципалітетів та надання гарантій (Bekendtgørelse om kommunernes låntagning og meddelelse af garantier m.v., далі – Постанова про муніципальні запозичення)**, ухваленій на підставі §§ 41, 58 та 59 Закону про управління комунами (Lov om kommunernes styrelse)²⁷.

Відповідно до § 2 Постанови про муніципальні запозичення **право муніципалітету на залучення позик у конкретному фінансовому році визначається виходячи з фактично понесених у цьому році чистих витрат за встановленими категоріями**²⁷. До них належать, зокрема, окремі інвестиції у сфері енергетики, поводження з відходами, житлового будівництва, водовідведення, портової та іншої інфраструктури. Отже, **саме характер і обсяг допустимих інвестиційних витрат формують базову позикову спроможність муніципалітету**. Чинна редакція Постанови про муніципальні запозичення також прямо передбачає, що при визначенні права на запозичення враховуються лише витрати, фактично здійснені у відповідному фінансовому році. Наприклад, **якщо протягом року муніципалітет здійснив допустимі інвестиційні витрати на теплопостачання, портову інфраструктуру та підвищення енергоефективності загальним обсягом 80 млн данських крон, саме відповідні витрати формують основу для визначення його права на запозичення**. Водночас законодавство передбачає можливість додаткового дозволу на залучення позик понад базову межу. Міністр внутрішніх справ і охорони здоров'я може на окремий фінансовий рік у межах встановленої рамки для визначених ним цілей надавати дозвіл на залучення позик понад передбачені обсяги. Тому данська конструкція поєднує нормативне обмеження цілей боргового фінансування з можливістю **індивідуального відступу у конкретних випадках**.

27. Bekendtgørelse om kommunernes låntagning og meddelelse af garantier m.v. : BEK nr 1484 af 09.12.2024. Retsinformation. URL: <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2024/1484>

Постанова допускає різні конструкції погашення боргу²⁷. Запозичення можуть структуруватися, зокрема, як ануїтетні, серійні або індексовані позики. За ануїтетною моделлю загальний платіж протягом строку позики формується з процентної та основної частини й розподіляється за встановленим графіком. Серійна модель передбачає поступове погашення основного боргу окремими частинами, внаслідок чого процентні платежі зменшуються разом із залишком основної суми. Індексовані позики передбачають прив'язку основної суми або платежів до визначеного індексу. Практичне значення такого вибору полягає у можливості узгодити профіль погашення з характером фінансованої інвестиції та майбутніми бюджетними можливостями муніципалітету.

Правила поширюються також на гарантії, які надаються муніципалітетами. Надання гарантії не може використовуватися для обходу встановлених обмежень щодо запозичень: якщо гарантована позика за своїм економічним змістом підпадає під правила Постанови, її структура має відповідати встановленим вимогам²⁶. Для окремих секторів, зокрема соціального житла, законодавство допускає спеціальні строки та умови гарантування.

У сукупності ці правила формують модель, у якій регулювання зосереджене на зв'язку між боргом і допустимими інвестиційними витратами. За своїм економічним змістом цей підхід близький до «золотого правила» місцевих запозичень, оскільки можливість залучення боргу обмежується визначеними капітальними або інвестиційними потребами, а поточний бюджетний дефіцит не є самостійною підставою для збільшення боргу¹. Для України такий досвід важливий як приклад регулювання, за якого боргові обмеження встановлюють не тільки максимальний обсяг запозичення, а й перелік витрат, для фінансування яких відповідний борг може виникнути.

4.2. KommuneKredit як механізм агрегованого фінансування та розподілу кредитного ризику

Центральне місце в данській моделі муніципального фінансування посідає **Кредитна асоціація муніципалітетів і регіонів Данії (Kreditforeningen af kommuner og regioner i Danmark)**, яка здійснює

діяльність під назвою KommuneKredit. Її правовий статус визначається **Законом про Кредитну асоціацію муніципалітетів і регіонів Данії (Lov om Kreditforeningen af kommuner og regioner i Danmark, далі – Закон про KommuneKredit)²⁸.** Закон визначає основною функцією асоціації надання позик та фінансового лізингу муніципалітетам, регіонам і пов'язаним із ними суб'єктам у межах правил, установлених для місцевих запозичень.

KommuneKredit фактично виконує функцію централізованого фінансового посередника для місцевого сектору. До зміни моделі фінансування у 2025 році установа залучала ресурси на внутрішніх та міжнародних ринках капіталу, після чого надавала фінансування муніципалітетам і регіонам. Така модель дозволяла агрегувати потреби великої кількості місцевих позичальників у стандартизовані великі обсяги фінансування, що знижувало залежність кожного окремого муніципалітету від самостійного виходу на ринок.

Ключовою складовою кредитної конструкції KommuneKredit є солідарна відповідальність її членів. Відповідно до законодавства члени асоціації несуть пряму солідарну відповідальність за її зобов'язання. У сучасній структурі цією відповідальністю охоплені всі 98 муніципалітетів і 5 регіонів Данії. Саме така широка відповідальність місцевого сектору історично формувала високий рівень кредитної якості KommuneKredit і давала установі можливість залучати ресурси на сприятливих умовах.

Цей механізм має принципове значення для аналізу агрегованого муніципального фінансування. Кредитний ризик окремої громади фактично не переноситься на інвестора в ізольованому вигляді: фінансування здійснюється через установу, зобов'язання якої підтримуються спільною відповідальністю всього кола учасників. Це дозволяє вирішувати проблему масштабу для невеликих муніципалітетів, яким самостійний вихід на ринок капіталу був би дорожчим через фіксовані витрати на підготовку випуску, юридичне структурування, аудит, рейтинг та обслуговування боргу.

Водночас така система створює специфічний умовний ризик для її учасників. Солідарна відповідальність означає, що зобов'язання KommuneKredit юридично пов'язані з фінансовою спроможністю всього муніципального та регіонального сектору, а не тільки з фінансовим становищем конкретного позичальника. Тому данська модель не може оцінюватися лише через нижчу вартість фінансування: її результат забезпечується дуже сильною формою взаємного кредитного забезпечення.

Правове регулювання діяльності KommuneKredit доповнюється державним наглядом. Закон передбачає повноваження компетентних

28. Lov om Kreditforeningen af kommuner og regioner i Danmark : lovbekendtgørelse nr. 1538 af 18.12.2025. Retsinformation. URL: <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2025/1538>

державних органів вимагати від установи інформацію, здійснювати перевірки та застосовувати наглядові заходи²⁸. Отже, агрегування місцевого кредитного ризику відбувається в окремій інституції зі спеціальним законодавчим статусом і спеціальним режимом нагляду, а не через неформальне об'єднання муніципалітетів.

Істотна зміна цієї моделі відбулася 26 березня 2025 року. До цього KommuneKredit фінансувала свою кредитну діяльність через випуск облігацій на міжнародних ринках капіталу. Починаючи з березня 2025 року нове фінансування надається безпосередньо державою: Danmarks Nationalbank від імені уряду забезпечує необхідні ресурси за ставками, що відповідають вартості державного фінансування²⁵. KommuneKredit припинила здійснювати нові ринкові випуски для зовнішніх інвесторів, тоді як раніше випущені облігації та система солідарної відповідальності муніципалітетів і регіонів залишилися без змін.

Податкова політика при цьому не відіграє тієї ролі, яку вона має у США. У Данії відповідно до Закону про засади оподаткування доходу (Statsskatteloven, далі – Закон про оподаткування доходу) процентний дохід за облігаціями загалом включається до оподатковуваного доходу²⁹. Отже, функціонування данської системи муніципального фінансування не ґрунтується на податкових пільгах для інвесторів.

Для України найбільш релевантним елементом данського досвіду є механізм агрегування потреб місцевих позичальників через спеціалізовану фінансову установу. Такий підхід може зменшувати трансакційні витрати, стандартизувати оцінювання кредитоспроможності, концентрувати професійну експертизу та створювати доступ до фінансування для громад, для яких самостійний випуск облігацій є економічно складним або недоцільним. Одним із можливих напрямів адаптації цього механізму в Україні є створення спеціалізованої установи, яка за вибором територіальних громад здійснюватиме випуски облігацій від їх імені, агрегуватиме потреби малих громад та надаватиме методологічну й організаційну підтримку під час підготовки і супроводу емісій.

29. Statsskatteloven : lov nr. 149 af 10.04.1922. Retsinformation. URL: <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/1922/149>

Розділ 5:

Франція

Французька модель є ще одним представником, що демонструє ефективність інституційного посередництва: Agence France Locale (далі - AFL) агрегує попит місцевих органів влади і самостійно залучає кошти на ринку капіталу від їхнього імені.

Масштаб діяльності AFL як на ринках капіталу за результатами 2025 р. наведено у таблиці 4.



Таблиця 4. Масштаб ринку муніципальних цінних паперів у Франції, випущених через Agence France Locale у 2025 р.

Показник	Значення
Місцеві органи - власники AFL	1 271
Обсяг непогашених кредитів	10,7 млрд євро
Залучення на ринках капіталу протягом 2025 р.	2,2 млрд євро

Джерело: складено за даними Agence France Locale, FY 2025 Results

За підсумками діяльності, наведеними у річному звіті AFL за 2025 р., агенція об'єднала 1 271 суб'єкта місцевого самоврядування, мала 10,7 млрд євро непогашених кредитів та залучила 2,2 млрд євро на ринках капіталу протягом року³⁰. У контексті порівняння з Данією ці дані показують практичний масштаб інституційної моделі: витрати на капіталізацію, банківський комплаєнс і професійну команду є реальними, однак вони створюють спільну інфраструктуру, через яку сотні громад отримують доступ до фінансування без окремого повного виходу кожної громади на ринок.

Динаміку масштабу цієї діяльності за 2024–2026 рр. ілюструє таблиця 5: щороку Наглядова рада AFL затверджує ліміт річної програми запозичень, у межах якого установа фактично виходить на ринок облігацій.

30. Annual Report for the period from 1 January to 31 December 2025 / Agence France Locale. – 2026. – URL: <https://www.agence-france-locale.fr/app/uploads/2026/03/vdef-afl-rapport-gestion-2025-en.pdf>



Таблиця 5. Ліміт програми запозичень AFL та фактичний обсяг випусків на ринку облігацій, 2024–2026 рр.

Рік	Ліміт програми запозичень, млрд EUR	Фактичний обсяг випусків, млрд EUR
2024	3,0	2,4
2025	3,0	2,2
2026	2,5	н/д — випусків станом на дату звіту ще не було

Джерело: складено за даними Agence France Locale, FY 2025 Results

* Станом на початок 2026 р. фінансового року AFL ще не здійснювала випусків на ринку облігацій через сприятливу поточну ліквідність.

Як показано у таблиці 6, ліміт річної програми запозичень AFL залишався стабільним на рівні 3,0 млрд євро у 2024–2025 рр. і був знижений до 2,5 млрд євро на 2026 р., що установа пояснює сприятливою поточною ліквідністю. Фактичний обсяг випусків при цьому дещо скоротився — з 2,4 млрд євро у 2024 р. до 2,2 млрд євро у 2025 р., — залишаючись у межах затвердженого ліміту з певним запасом³⁰.

Незалежні ринкові дані Cbonds підтверджують масштаб ринку муніципальних облігацій Франції в цілому (тобто включно з випусками поза AFL). Станом на 31.07.2026 р. сукупний непогашений обсяг муніципальних облігацій Франції в обігу становив 31,877 млрд дол. США, а обсяг нових випусків за відповідний місяць — 0,034 млрд дол. США^{31, 32}.

31. France volume of municipal local bonds/ Cbonds. — URL: <https://cbonds.com/indexes/70195/>

32. France volume of new municipal local bond issues/ Cbonds. — URL: <https://cbonds.com/indexes/70205/>



Таблиця 6. Обсяг ринку муніципальних облігацій Франції за даними Cbonds

Показник (Cbonds)	Значення, 31.07.2026	Періодичність
Непогашений обсяг муніципальних облігацій Франції в обігу	31,877 млрд USD	щомісячно
Обсяг нових випусків муніципальних облігацій Франції за місяць	0,034 млрд USD	щомісячно

Джерело: Cbonds, індекси «France volume of municipal local bonds» та «France volume of new municipal local bond issues»

У сукупності інституційні дані AFL та ринкові дані Cbonds показують практичний масштаб французької моделі: AFL виступає єдиним консолідованим каналом виходу сотень місцевих органів влади на ринок капіталу в межах щорічно затверджуваного ліміту запозичень, а загальний ринок муніципальних облігацій Франції істотно перевищує обсяги, що проходять безпосередньо через AFL.

5. 1. Правила місцевих запозичень та оцінювання інвестиційних проектів

У французькій системі, відповідно до Загального кодексу територіальних громад (**Code général des collectivités territoriales**, далі – CGCT), право територіальних громад на залучення боргового фінансування безпосередньо пов'язане з інвестиційною частиною місцевого бюджету³³.

33. France. Code général des collectivités territoriales/ Légifrance.
URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070633

Так, На рівні комун це закріплено, зокрема, у ст. L. 2337-3 CGCT, відповідно до якої комуни можуть вдаватися до запозичень з урахуванням установлених Кодексом обмежень. Водночас п. 3 ст. L. 2331-8 CGCT прямо відносить надходження від позик до неподаткових доходів інвестиційної секції бюджету, а п. 3 ст. L. 2122-22 визначає **позики, які голова суб'єкта місцевого самоврядування може залучати на підставі делегованих муніципальною радою повноважень, як позики, призначені для фінансування передбачених бюджетом інвестицій.**

Обмеження щодо використання запозичень впливає зі ст. L. 1612-4 CGCT, яка встановлює умови **реальної збалансованості місцевого бюджету.** Відповідно до цієї норми, поточна та інвестиційна секції мають бути збалансовані окремо, а власні доходи інвестиційної секції без урахування надходжень від нових позик – повинні бути достатніми для погашення основної суми боргу, що припадає на відповідний бюджетний рік. Відсотки за позиками, на відміну від погашення основної суми, відображаються як видатки поточної секції. **Така конструкція закріплює «золоте правило» французьких місцевих фінансів: поточна діяльність фінансується поточними доходами, тоді як боргове фінансування пов'язується з інвестиціями.**

Однією з форм такого фінансування є випуск облігацій. Відповідно до ст. L. 213-0-1 Грошово-фінансового кодексу Франції (**Code monétaire et financier**, далі – СМФ), боргові цінні папери посвідчують право вимоги до юридичної особи, яка їх випустила³⁴. Офіційний портал французьких територіальних громад визначає облігаційне запозичення (emprunt obligataire) як спосіб прямого залучення місцевими громадами коштів на ринку капіталу³⁵. Облігації можуть розміщуватися на публічному ринку або шляхом приватного розміщення серед обмеженого кола інвесторів. Водночас самостійний вихід на ринок потребує достатнього обсягу фінансування, належної кредитної репутації емітента, підготовки документації, організації розміщення та подальшого фінансового обслуговування випуску^{35, 36}. Тому пряме облігаційне фінансування має практичне значення передусім для великих територіальних громад та їх об'єднань, спроможних нести відповідні трансакційні й організаційні витрати. При цьому йдеться саме про практичні ринкові передумови, а не про законодавчу заборону випуску облігацій меншими громадами.

34. France. Code monétaire et financier. Légifrance. URL: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000034681441

35. Direction générale des collectivités locales. Émissions obligataires. Le portail de l'État au service des collectivités. URL: <https://www.collectivites-locales.gouv.fr/gerer-les-finances-publiques-locales/execution-des-recettes-et-des-depenses-locales/recettes-locales/emprunts-et-tresorerie/emissions-obligataires>

36. Direction générale des Finances publiques. Dépenses de fonctionnement et dépenses d'investissement. Collectivités Locales. URL: <https://www.collectivites-locales.gouv.fr/gerer-les-finances-publiques-locales/execution-des-recettes-et-des-depenses-locales/depenses-locales/depenses-de-fonctionnement-et-depenses-dinvestissement>

Інституційна модель публічних інвестицій у Франції передбачає також участь заінтересованих сторін у формуванні регіональної політики. Відповідно до ст. L. 4134-1 CGCT, у кожному регіоні діє Регіональна економічна, соціальна та екологічна рада (Conseil économique, social et environnemental régional, CESER) – консультативний орган при регіональній раді та її голові, який бере участь в оцінюванні й моніторингу регіональної публічної політики. Стаття R. 4134-1 CGCT передбачає формування CESER із представників підприємств і професійної діяльності, профспілок, громадських та екологічних організацій, а також осіб, діяльність яких сприяє розвитку регіону. Крім того, згідно зі ст. L. 4241-1 CGCT, висновок CESER обов'язково отримується щодо документів регіонального планування, бюджетних документів та загальних напрямів політики регіону³³. CESER не надає дозволу на здійснення запозичення, проте може впливати на якість відбору, обґрунтування та оцінювання регіональних інвестицій, які надалі можуть фінансуватися, зокрема, за рахунок боргових інструментів.

5. 2. Agence France Locale як спеціалізована установа спільного фінансування територіальних громад

Особливістю французької моделі є існування спеціалізованої установи, через яку територіальні громади можуть спільно отримувати доступ до фінансового ринку. Правову основу створення такого механізму заклала ст. 35 Закону Франції № 2013-672 від 26 липня 2013 року «Про відокремлення та регулювання банківської діяльності» (Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, далі – Закон про відокремлення банківської діяльності), якою до CGCT було включено нову статтю L. 1611-3-2, що уповноважує територіальні громади та об'єднання комун із власною податковою компетенцією створювати публічне акціонерне товариство (Société Territoriale) з метою забезпечення їхнього доступу до фінансування на ринку капіталу через операційну дочірню структуру³⁷.

37. Loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires. Article 35 // Légifrance. URL: <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000027754539>

На цій правовій основі 22 жовтня 2013 року створено Групу AFL³⁰. Її базова організаційна конструкція має дворівневий характер і зосереджена навколо двох основних юридичних осіб: **Agence France Locale – Société Territoriale (AFL-ST) – материнської компанії зі статусом фінансової холдингової компанії та Agence France Locale (AFL) – дочірньої спеціалізованої кредитної установи**. Операційне управління кредитною діяльністю, залучення ресурсів на ринках капіталу та надання кредитів учасникам здійснює AFL, тоді як представництво акціонерів, управління гарантійним механізмом, формування основних стратегічних орієнтирів і рамки ризик-апетиту належать до компетенції AFL-ST. Такий розподіл повноважень спрямований на запобігання втручання територіальних громад-учасниць у поточне управління кредитною установою, розмежування відповідальності сторін та забезпечення належного контролю і нагляду³⁰.

Умови вступу територіальних громад до AFL уперше було деталізовано Декретом Франції № 2020-556 від 11 травня 2020 року «Про застосування ст. L. 1611-3-2 Загального кодексу територіальних громад» (Décret n° 2020-556 du 11 mai 2020 relatif à l'application de l'article L. 1611-3-2 du code général des collectivités territoriales, далі – Декрет № 2020-556). Відповідно до ст. 1 Декрету № 2020-556 **показник спроможності до скорочення боргу, розрахований як середнє значення за три останні роки, має бути меншим за 12 років для комун, міста Парижа, об'єднань територіальних громад і місцевих публічних установ, 10 років – для департаментів і Ліонської метрополії та 9 років – для регіонів, Корсики, Гвіани й Мартиніки³⁸**. Якщо зазначений показник перевищує встановлене граничне значення, вступ допускається за умови, що середній показник поточної маржі самофінансування за три останні роки становить менше 100 %.

Законодавчі вимоги доповнюються внутрішньою системою оцінювання AFL. **Кожній територіальній громаді присвоюється фінансовий рейтинг за шкалою від 1 до 7, який формується на основі показників платоспроможності, боргового навантаження та бюджетного потенціалу. Вступ до AFL допускається за рейтингу від 1 до 5,99 включно; за рейтингу 6 і вище громада не може набути статусу учасника протягом відповідного фінансового року³⁹**. Набуття статусу акціонера саме по собі не створює права на одержання кредиту. Обсяг кредитної заборгованості громади перед AFL, як правило, не може перевищувати 80 % її загального боргу, за винятком громад, сукупний борг яких становить менше 10 млн євро; конкретний кредитний ліміт також зменшується залежно від фінансового рейтингу позичальника³⁰. Отже, агрегований доступ до ринку капіталу

38. France. Décret n° 2020-556 du 11 mai 2020 relatif à l'application de l'article L. 1611-3-2 du code général des collectivités territoriales // Légifrance. URL: <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000041870435>

39. Agence France Locale. Devenir membre. URL: <https://www.agence-france-locale.fr/home-page-collectivites/rejoindre-lafil/>

поєднується з попереднім відбором учасників, диференціацією кредитних лімітів і контролем концентрації ризику.

Відсутність державної гарантії не означає відсутності власного гарантійного механізму. Фінансова стійкість Групи AFL спирається на гарантії територіальних громад-учасниць, обмежені для кожної з них обсягом середньо- та довгострокових кредитів, отриманих від AFL, а також на окрему гарантію AFL-ST на користь фінансових кредиторів дочірньої компанії³⁰.

Для України французька модель становить особливий інтерес у контексті створення спеціалізованої установи, яка могла б за вибором територіальних громад залучати кошти шляхом випуску облігацій для їх подальшого фінансування, агрегувати потреби малих громад, стандартизувати оцінювання їх фінансової спроможності та забезпечувати професійну підготовку і супровід запозичень. При цьому громади з достатньою фінансовою та інституційною спроможністю могли б зберігати можливість самостійного випуску облігацій. Французький досвід свідчить, що така установа потребує чітко визначених критеріїв доступу до фінансування, системи управління ризиками та механізмів відповідальності учасників, які дають змогу забезпечувати її кредитоспроможність без необмеженої державної гарантії. У поєднанні з попереднім оцінюванням інвестиційних проєктів це дозволяє розглядати спеціалізовану установу як елемент ширшої системи відбору, підготовки та фінансування місцевих інвестицій, а не виключно як технічного емітента облігацій.

Розділ 6:

Мексика

Мексика є федеративною державою, субнаціональний рівень якої охоплює 32 суб'єкти федерації, включно з Мехіко, та понад 2,4 тис. муніципалітетів⁴⁰. Формування сучасної системи місцевих запозичень відбулося переважно після реформ початку 2000-х років, коли було розширено доступ штатів і муніципалітетів до внутрішнього кредитного ринку, запроваджено використання трастових структур для обслуговування боргу та посилено вимоги до реєстрації, розкриття інформації й оцінювання боргової спроможності⁴⁰.

Основною особливістю мексиканської моделі є поєднання невеликої кількості субнаціональних облігаційних випусків із розвиненими правовими та фінансовими механізмами їх забезпечення. **За даними Єдиного публічного реєстру, станом на 30 вересня 2024 року серед 1 809 зареєстрованих операцій загальною початковою сумою 904,628 млрд мексиканських песо було лише вісім облігаційних випусків на 27,307 млрд песо. Їхній непогашений залишок на 30 червня 2024 року становив 25,170 млрд песо, а середній строк – 10 176 днів, або близько 27,9 року⁴¹.** Наведені дані охоплюють штати, муніципалітети та пов'язані з ними публічні установи, тому вони характеризують субнаціональний облігаційний сегмент загалом і не можуть вважатися показниками виключно муніципальних облігацій.



Таблиця 7. Кількісні характеристики субнаціонального облігаційного фінансування Мексики

Показник	Значення
Загальна кількість зареєстрованих операцій	1 809
Кількість облігаційних випусків	8
Загальна початкова сума фінансування	904,628 млрд MXN (45,342 млрд EUR)
Початкова сума облігаційних випусків	27,307 млрд MXN (1,369 млрд EUR)

40. Mexico: Ensuring Subnational Fiscal Sustainability / World Bank. – 2019. – 17 p. – URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/675421554210600315/pdf/Mexico-Ensuring-Subnational-Fiscal-Sustainability.pdf>

41. Cámara de Diputados del Congreso de la Unión (México). Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. URL: <https://bankandfinance.net/wp-content/uploads/2024/10/Subnational-government-debt-in-Mexico.pdf>

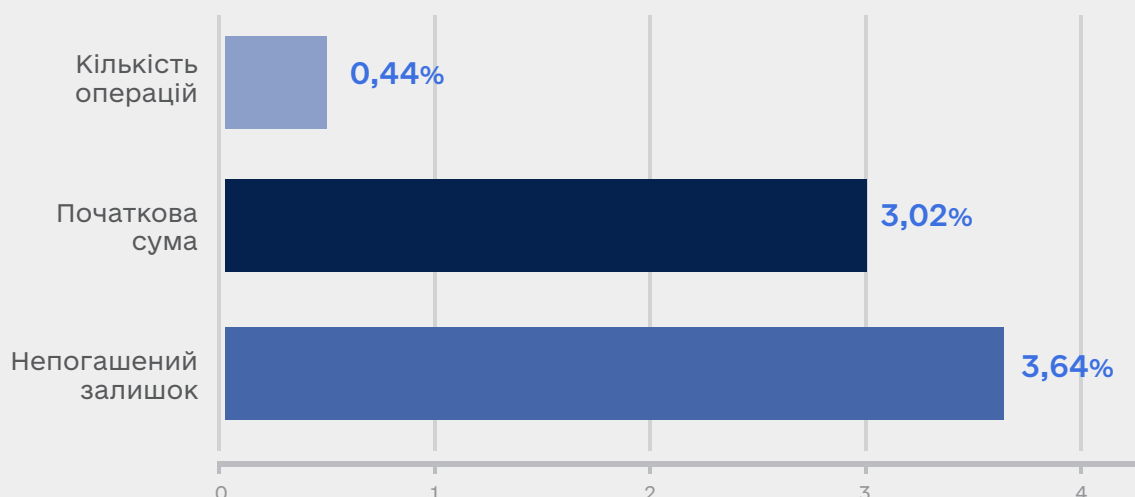
Загальний непогашений залишок	691,669 млрд MXN (34,668 млрд EUR)
Непогашений залишок за облігаційними випусками	25,170 млрд MXN (1,262 млрд EUR)
Середній строк облігаційного фінансування	10 176 днів, або близько 27,9 року

Джерело: складено за даними Єдиного публічного реєстру суб'єктів федерації та муніципалітетів станом на 30.09.2024, опрацьованими у звіті *Bank & Finance*. За офіційним довідковим курсом Європейського центрального банку станом на 31 липня 2026 р.: 1 MXN = 0,0501 EUR

Кількісне співвідношення облігацій з усім масивом зареєстрованого субнаціонального фінансування наведено у таблиці 7. На облігації припадало 0,44 % кількості операцій, 3,02 % їхньої початкової суми та 3,64 % непогашеного залишку. Вища частка за вартісними показниками порівняно з кількістю операцій свідчить, що окремий облігаційний випуск у середньому має більший масштаб, ніж типова операція в реєстрі, хоча облігації загалом залишаються вузьким сегментом субнаціонального фінансування⁴¹.



Рисунок 4. Частка облігацій у зареєстрованому субнаціональному фінансуванні Мексики, %



Джерело: розраховано за даними *Bank & Finance* та Міністерства фінансів і публічного кредиту Мексики

Аналітичне значення мексиканської моделі визначається конструкцією самих випусків. **Практика країни охоплює прямі муніципальні облігації, спільний випуск під майбутні надходження майже двохсот муніципалітетів та зелені облігації великого субнаціонального емітента. Майбутні публічні доходи можуть спрямовуватися на обслуговування цінних паперів через довірчий фонд, а потреби багатьох муніципалітетів – об'єднуватися в межах одного випуску. Ці механізми потребують контролю повної вартості фінансування, прозорості резервних рахунків і заздалегідь визначених умов дострокового погашення.**

6. 1. Нормативно-правове регулювання випуску муніципальних облігацій

Правові засади випуску субнаціональних і муніципальних облігацій у Мексиці визначаються насамперед **Політичною конституцією Мексиканських Сполучених Штатів** (Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos; далі – Конституція Мексики) та **Законом про фінансову дисципліну штатів і муніципалітетів** (Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios; далі – Закон про фінансову дисципліну)^{42, 43}.

Відповідно до ч. VIII ст. 117 Конституції Мексики штати та муніципалітети не можуть прямо або опосередковано залучати позики від іноземних урядів, компаній чи фізичних осіб, а також приймати зобов'язання, що підлягають сплаті в іноземній валюті або за межами території країни. Довгострокове боргове фінансування дозволяється виключно для продуктивних публічних інвестицій, а також для рефінансування чи реструктуризації раніше залученого боргу. Спрямування залучених коштів на поточні видатки прямо заборонене⁴². **Максимальний обсяг боргового фінансування, включно з випуском облігацій, затверджує законодавчий**

42. Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos : texto vigente, últimas reformas publicadas DOF 02.06.2026 / Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. URL: <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CPEUM.pdf>

43. Ley de Disciplina Financiera de las Entidades Federativas y los Municipios : nueva ley publicada DOF 27.04.2016, última reforma publicada DOF 10.05.2022 / Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. URL: <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LDFEFM.pdf>

орган відповідного штату більшістю у дві третини голосів присутніх депутатів. Перед наданням дозволу він має проаналізувати призначення коштів, платоспроможність емітента та, за потреби, джерело погашення або гарантію виконання зобов'язань. Відповідно до ст. 24 Закону про фінансову дисципліну в рішенні про надання дозволу зазначаються щонайменше гранична сума фінансування, максимальний строк обігу зобов'язань, ціль використання коштів, джерело погашення або гарантія та строк дії дозволу⁴³.

Для залучення коштів шляхом випуску цінних паперів встановлено окремі вимоги. Відповідно до ст. 28 Закону про фінансову дисципліну емітент повинен у документації щодо розміщення обґрунтувати, чому вихід на ринок цінних паперів є доцільним способом фінансування. Окремо розкриваються всі витрати, пов'язані з підготовкою, структуруванням, розміщенням та обслуговуванням випуску. **Сукупна вартість залучення коштів має порівнюватися з вартістю подібних біржових випусків, здійснених протягом попередніх 36 місяців, а відповідна інформація передається законодавчому органу штату**⁴³. Такий підхід дає змогу оцінити не лише номінальну процентну ставку, а повну вартість облігаційного фінансування для місцевого бюджету.

Після розміщення облігацій відповідне зобов'язання підлягає внесенню до **Єдиного публічного реєстру фінансувань і зобов'язань штатів та муніципалітетів** (Registro Público Único de Financiamientos y Obligaciones de Entidades Federativas y Municipios; далі — Єдиний публічний реєстр). Відповідно до статей 49–56 Закону про фінансову дисципліну в реєстрі відображаються, зокрема, найменування боржника, сума та строк зобов'язання, процентна ставка, джерело погашення або гарантія, ціль фінансування та фактична вартість залучення коштів. **Відомості реєстру оприлюднюються Міністерством фінансів і державного кредиту Мексики та регулярно оновлюються, що забезпечує централізоване розкриття інформації про субнаціональний борг**⁴⁴.

Попри наявність правової основи, біржові випуски становлять обмежену частину субнаціонального боргового ринку Мексики. За даними аналізу Єдиного публічного реєстру, станом на 30 вересня 2024 року в ньому було зафіксовано лише **вісім операцій, класифікованих як біржові випуски** (emisiones bursátiles) (див. вступ до п.6). Їх первісний обсяг становив приблизно **27,31 млрд мексиканських песо**, а непогашений залишок станом на 30 червня 2024 року — близько **25,17 млрд мексиканських песо**⁴⁰. Ці показники свідчать, що облігаційне фінансування застосовується вибірково, а прямі випуски муніципалітетів залишаються винятковими порівняно із загальним обсягом субнаціональних зобов'язань.

44. Registro Público Único de Financiamientos y Obligaciones de Entidades Federativas y Municipios / Secretaría de Hacienda y Crédito Público. URL: <https://www.disciplinafinanciera.hacienda.gob.mx/>

6. 2. Практика випуску муніципальних облігацій

Початок сучасного етапу розвитку муніципального облігаційного ринку Мексики пов'язують із випуском міста Агуаскальєнтес. У грудні 2001 року рейтингове агентство S&P присвоїло попередній рейтинг «mxAAA» п'ятирічним сертифікатам муніципалітету загальним обсягом 90 млн мексиканських песо та охарактеризувало їх як перший випуск такого виду, здійснений містом у Мексиці. Підвищення кредитної якості забезпечувалося спрямуванням визначеної частини федеральних податкових надходжень на обслуговування боргу, а також створенням резервних рахунків для сплати процентів і основної суми зобов'язань⁴⁵. За інформацією Мексиканської фондової біржі, відповідну серію було допущено до біржового обігу 11 грудня 2001 року. Наразі у профілі емітента вона має статус Cancelada, що підтверджує припинення її біржового статусу, однак саме по собі не дає підстав установити конкретну причину або дату завершення обігу⁴⁶. **Спільною рисою ранніх операцій стало використання головного довірчого фонду (fideicomiso maestro), на рахунки якого спрямовувалася визначена частина федеральних трансфертів або розподілених податкових надходжень.** Фонд здійснював платежі кредиторам до того, як залишок коштів надходив у безпосереднє розпорядження відповідного органу місцевої чи субнаціональної влади⁴⁷. Ця конструкція забезпечувала відокремлення коштів для обслуговування боргу від поточного управління місцевим бюджетом та зменшувала ризик затримки платежів. Водночас вона переважно виконувала функцію платіжного й забезпечувального механізму: боргове зобов'язання залишалося прямим зобов'язанням відповідного штату або муніципалітету. За оцінкою Світового банку, станом на квітень 2003 року **п'ять випусків із використанням головних довірчих фондів у середньому отримали рейтинги майже на п'ять рейтингових ступенів вищі, ніж незабезпечені загальні зобов'язання відповідних позичальників**⁴⁷. Це свідчить, що **основне значення довірчого механізму полягало у підвищенні передбачуваності платежів і кредитної якості конкретного випуску, а не у звільненні емітента від відповідальності за борг.**

45. Preliminary 'mxAAA' Rating Assigned to the City of Aguascalientes Certificates / S&P Global Ratings. — 2001. — 4 December. — URL: <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/221977>

46. Municipio de Aguascalientes (MAGS): perfil de emisora / Bolsa Mexicana de Valores. — URL: <https://www.bmv.com.mx/es/emisoras/perfil/MAGS-6079>

47. Leigland J., Mandri-Perrott C. Enhancing the Creditworthiness of Municipal Bonds: Innovations from Mexico / Public-Private Infrastructure Advisory Facility, World Bank. — 2008. — Gridlines. — No. 39. — URL: <https://hdl.handle.net/10986/10598>

Найбільш масштабним прикладом агрегованого виходу муніципалітетів на ринок став випуск у штаті Веракрус у 2008 році. Через довірчий фонд емітента було розміщено дві серії біржових фідучіарних сертифікатів – VRZCB 08 і VRZCB 08U, участь у яких узяли **199 муніципалітетів**. Джерелом платежів була визначена частина належних їм надходжень із Загального фонду участі у федеральних доходах (Fondo General de Participaciones). Перша серія була номінована в мексиканських песо та мала змінну процентну ставку, прив'язану до ставки TIIE за 182 дні з надбавкою 2,85 процентного пункту. Друга серія була номінована в інвестиційних одиницях UDI, вартість яких змінюється залежно від інфляції, та передбачала фіксовану ставку 7,45 %. Кінцевий строк обігу обох серій припадав на липень 2036 року⁴⁸. Станом на 31 липня 2024 року залишок зобов'язань за серією VRZCB 08 становив 134,2 млн песо, а за індексованою серією VRZCB 08U – 1,2356 млрд песо. Отже, сукупний непогашений залишок дорівнював приблизно **1,3698 млрд песо**⁴⁸. **Об'єднання 199 муніципалітетів потенційно дозволило розподілити постійні витрати на структурування, рейтингування й розміщення між великою кількістю позичальників та забезпечити вихід на ринок муніципалітетам, для яких самостійний випуск був би економічно недоцільним.** Водночас значна кількість учасників, тривалий строк, індексація частини боргу та багаторівнева система резервних рахунків істотно ускладнили контроль за сукупною вартістю фінансування⁴⁸.

Практичний результат випуску Веракрису потребує критичної оцінки. 15 липня 2026 року уряд штату повідомив про завершення підготовки до дострокового припинення облігаційної схеми та звільнення часток муніципалітетів у федеральних доходах від подальшого резервування. За розрахунками, наведеними урядом штату, **початково залучена сума становила приблизно 1,208 млрд песо, тоді як до 2026 року муніципалітети вже сплатили близько 2,573 млрд песо і за умови продовження схеми до 2036 року мали б сплатити ще приблизно 2,266 млрд песо.** Уряд також повідомив про виявлення близько 1,085 млрд песо на трьох рахунках довірчого фонду та про внесення штатом додатково майже 500 млн песо для припинення зобов'язань. Зазначені показники є даними офіційного повідомлення уряду штату, а не результатами незалежного аудиту⁴⁹. Незалежне підтвердження факту припинення випусків міститься у повідомленні Fitch Ratings від 10 серпня 2026 року. **Агентство зазначило, що 31 липня 2026 року відбулася повна дострокова амортизація серій VRZCB 08 і VRZCB 08U, після чого їхні рейтинги було відкликано**⁵⁰. Отже,

48. Fitch Afirma en 'AA+(mex)vra' las Emisiones VRZCB 08 y VRZCB 08U de 199 Municipios de Veracruz / Fitch Ratings. — 2024. — 27 septiembre. — URL: https://www.bmv.com.mx/docs-pub/eventoca/eventoca_1408918_2.pdf

49. Logro histórico, Veracruz extingue la deuda bursátil de 199 municipios: Gobernadora / Gobierno del Estado de Veracruz. — 2026. — 15 julio. — URL: <https://www.veracruz.gob.mx/2026/07/15/logro-historico-veracruz-extingue-la-deuda-bursatil-de-199-municipios-gobernadora/>

50. Fitch Retira Calificaciones de las Emisiones VRZCB 08 y VRZCB 08U tras Amortización Total Anticipada / Fitch Ratings. — 2026. — 10 agosto. — URL: https://www.bmv.com.mx/docs-pub/eventoca/eventoca_1581259_2.pdf

досвід Веракрусу підтверджує технічну можливість об'єднання значної кількості муніципалітетів у межах спільного біржового випуску. Водночас він показує, що кредитне покращення та високий рейтинг не усувають ризиків значної сукупної вартості фінансування, інфляційної індексації, тривалого резервування бюджетних надходжень і недостатньої зрозумілості руху коштів на рахунках довірчого фонду.

Окремий напрям розвитку субнаціонального облігаційного фінансування представлений зеленими випусками Мехіко. 9 грудня 2016 року було розміщено п'ятирічний зелений випуск номінальним обсягом 1 млрд песо зі строком погашення 3 грудня 2021 року. Чисті надходження після врахування витрат на розміщення становили приблизно 994,1 млн песо. Кошти призначалися для фінансування та рефінансування проєктів у сферах сталого громадського транспорту, енергоефективності, водопостачання та очищення стічних вод⁵¹. **Юридично випуск було структуровано як фідучіарні біржові сертифікати, пов'язані з кредитами федерального уряду, кошти яких спрямовувалися на потреби Мехіко. Тому його слід розглядати як субнаціональний тематичний випуск зі спеціальною федеральною конструкцією, а не як звичайну муніципальну облігацію.**

Рамкові умови зеленого випуску були предметом незалежної оцінки Sustainalytics, яка аналізувала їх відповідність основним складовим Принципів зелених облігацій: визначенню допустимих напрямів використання коштів, процедурі відбору проєктів, управлінню надходженнями та звітуванню⁵². Після розміщення Carbon Trust México спільно із Секретаріатом довкілля Мехіко підготували звіти про розподіл коштів і реалізацію профінансованих заходів⁵³. Тому в цьому контексті коректніше говорити про **незалежну зовнішню оцінку рамки випуску та подальше звітування про використання коштів**, а не про сертифікацію кожного окремого проєкту.

Наступний великий зелений випуск Мехіко було розміщено 5 грудня 2025 року під біржовим кодом CDMEXCB 25V. Його номінальний обсяг становив 3 млрд песо, строк — десять років, а процентна ставка була фіксованою. За остаточними умовами випуск отримав рейтинг HR AAA(E)

51. Suplemento informativo de la emisión de certificados bursátiles fiduciarios: Bono Verde 2016 / Gobierno de la Ciudad de México. — 2016. — URL: https://data.finanzas.cdmx.gob.mx/documentos/Suplemento_2016_%28B_verdes%29.pdf

52. Ciudad de México (CDMX) Green Bond Framework: Second-Party Opinion / Sustainalytics. — 2016. — URL: https://www.data.sedema.cdmx.gob.mx/cambioclimaticocdmx/images/biblioteca_cc/Reporte-Segunda-Opinion-Bono-Verde-2016.pdf

53. Seguimiento y evaluación de la emisión del Bono Verde 2016 de la CDMX: primer reporte / Carbon Trust México; Secretaría del Medio Ambiente de la Ciudad de México. — 2017. — URL: https://www.data.sedema.cdmx.gob.mx/cambioclimaticocdmx/images/biblioteca_cc/Primer-reporte-Seguimiento-Bono-Verde-2016.pdf

зі стабільним прогнозом. Попит інвесторів перевищив 6 млрд песо, тобто більш ніж удвічі перевищив запропонований обсяг^{54, 55}.

Кошти випуску 2025 року спрямовуються на будівництво двох ліній системи канатного громадського транспорту Cablebús: лінії між районами Альваро-Обрегон і Магдалена-Контрерас та лінії між Мільпа-Альта і Тлауак. Уряд Мехіко охарактеризував цю операцію як найбільший зелений випуск в історії столиці. Структурування здійснювалося з урахуванням міжнародних Принципів зелених облігацій, мексиканської Таксономії сталого фінансування та вимог федеральних органів у сфері державного кредиту^{54, 55}. **Приклад свідчить про можливість повторного використання зеленого формату великим субнаціональним емітентом, однак особливий правовий статус Мехіко, масштаб його бюджету та участь федерального рівня у формуванні боргової конструкції обмежують можливість прямого перенесення цього досвіду на звичайні муніципалітети.**

Розглянуті приклади відображають три різні напрями розвитку мексиканського ринку: прямий муніципальний випуск із кредитним покращенням через довірчий фонд; агрегований випуск великої кількості муніципалітетів; тематичне зелене фінансування великого субнаціонального утворення. Їх порівняння показує, що спрямування визначених бюджетних надходжень і резервні рахунки можуть підвищувати рейтинг та розширювати доступ до ринку, однак оцінювання ефективності випуску має враховувати повну вартість фінансування протягом усього строку, умови індексації, обсяг заблокованих доходів, порядок використання резервів і механізми дострокового погашення. Зелений статус випуску забезпечує цільове спрямування коштів та додаткове звітування, проте сам по собі не усуває боргових і бюджетних ризиків.

54. Gobierno Capitalino emite Bono Verde por 3 mil millones de pesos para proyectos de movilidad sustentable; es el más grande en la historia de esta ciudad / Jefatura de Gobierno de la Ciudad de México. — 2025. — 9 diciembre. — URL: <https://www.jefaturadegobierno.cdmx.gob.mx/comunicacion/nota/gobierno-capitalino-emite-bono-verde-por-3-mil-millones-de-pesos-para-proyectos-de-movilidad-sustentable-es-el-mas-grande-en-la-historia-de-esta-ciudad>

55. HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para los Certificados Bursátiles Fiduciarios CDMEXCB 25V tras conocer sus características finales / HR Ratings; Bolsa Mexicana de Valores. — 2025. — 19 diciembre. — URL: <https://www.gob.mx/fovissste/articulos/hr-ratings-otorga-calificacion-de-mas-alta-calidad-a-certificados-bursatiles-del-fovissste>



Таблиця 8. Ключові приклади облігаційного фінансування місцевих і субнаціональних органів влади Мексики

Випуск	Основна конструкція	Значення для дослідження
Агуаскальєнтес, 2001 р.	Прямий муніципальний випуск із довірчим механізмом спрямування федеральних доходів	Початок сучасного муніципального облігаційного ринку та приклад підвищення кредитної якості структурованого випуску
Веракрус, 2008 р.	Спільний випуск під майбутні надходження майже двохсот муніципалітетів	Підтверджує можливість агрегованого доступу малих муніципалітетів до ринку; дострокове погашення у 2026 р. виявило значення контролю вартості, індексації та резервних рахунків
Мехіко, зелена облігація 2016 р.	Тематичний субнаціональний випуск на 1 млрд песо строком на п'ять років	Поєднання боргового фінансування з екологічними критеріями, сертифікацією та проєктним звітуванням
Мехіко, зелена облігація 2025 р.	Тематичний субнаціональний випуск на 3 млрд песо для транспортної інфраструктури	Показує можливість повторного використання зеленого формату великим субнаціональним емітентом

6. 3. Довірче забезпечення, інституційна підтримка, оподаткування та прозорість

Ключовим механізмом підвищення кредитної якості мексиканських муніципальних облігацій стало використання **часток у розподілених федеральних доходах** (*participaciones*) як джерела платежу або забезпечення виконання боргових зобов'язань. Відповідно до ст. 9 Закону Мексики про фіскальну координацію (*Ley de Coordinación Fiscal*; далі – Закон про фіскальну координацію) такі надходження загалом не підлягають арешту, цільовому закріпленню чи утриманню⁵⁶. Виняток установлено, зокрема, для надходжень із Загального фонду участі у федеральних доходах і Фонду муніципального розвитку: вони можуть використовуватися як джерело або гарантія платежу за умови дозволу законодавчого органу відповідного штату та реєстрації зобов'язання в Єдиному публічному реєстрі. Практична реалізація цього механізму здійснюється через **довірчий фонд** (*fideicomiso*). Штат або муніципалітет надає безвідкличне доручення спрямовувати погоджену частину федеральних доходів на окремий рахунок до зарахування залишку коштів до місцевого бюджету. Надходження розподіляються у визначеній послідовності: спочатку здійснюються платежі за облігаціями, потім поповнюються резервні рахунки, після чого невикористаний залишок перераховується відповідному органу влади. **Таке відокремлення грошового потоку зменшує ризик затримки платежів і дає змогу оцінювати кредитну якість конкретного випуску з урахуванням надійності його платіжної конструкції. Водночас воно не утворює федеральної гарантії: боргове зобов'язання залишається боргом відповідного штату або муніципалітету.** Фінансування, забезпечене частками у федеральних доходах, враховується в Системі попередження та підлягає реєстрації разом із пов'язаним джерелом або гарантією платежу.

Довірча структура може обслуговувати кілька боргових операцій або об'єднаний випуск кількох муніципалітетів. Для кожного учасника можуть відкриватися окремі рахунки, установлюватися власні джерела платежу та правила формування резервів. Саме так було побудовано випуск Веракрус для 199 муніципалітетів (дет. див. п.6.2.). Об'єднання дало змогу сформуванню значний обсяг випуску, розподілити витрати на структуруван-

56. Ley de Coordinación Fiscal : nueva ley publicada DOF 27.12.1978, última reforma publicada DOF 03.01.2024 / Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. — URL: <https://mexico.justia.com/federales/leyes/ley-de-coordinacion-fiscal/>

ня, рейтингування та розміщення, а також забезпечити доступ до ринку муніципалітетам, для яких самостійний випуск був би надто дорогим. Водночас об'єднання позичальників не створює автоматичної диверсифікації ризику. **Кредитна якість залежить від того, наскільки чітко відокремлено грошові потоки учасників, визначено їхню відповідальність, сформовано резерви та врегульовано наслідки недостатності надходжень. Тому для оцінювання спільного випуску важливе значення має не лише кількість громад, а й точний розподіл ризиків між ними, довірчим керуючим, органами штату та власниками облігацій.**

Інституційну підтримку штатам і муніципалітетам надає **Національний банк публічних робіт і послуг** (*Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos*, далі - *BANOBRAS*). Відповідно до статей 6–7 **Органічного закону про Національний банк публічних робіт і послуг** (*Ley Orgánica del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos*; далі – Органічний закон *BANOBRAS*) **банк уповноважений фінансувати розвиток інфраструктури й публічних послуг, надавати муніципалітетам технічну та фінансову допомогу, структурувати інвестиційні проекти, а також діяти як фінансовий агент або технічний радник⁵⁷. За попереднім дозволом Міністерства фінансів і державного кредиту він може брати на себе або гарантувати випуски цінних паперів штатів і муніципалітетів. Консультаційна підтримка банку охоплює оцінювання спроможності позичальника залучити фінансування, аналіз життєздатності операції, підготовку фінансової структури та супровід оформлення відповідного інструменту⁵⁸. Для невеликих муніципалітетів це зменшує організаційний бар'єр, пов'язаний із моделюванням грошових потоків, підготовкою документації, отриманням кредитного рейтингу та взаємодією з інвесторами. Водночас участь банку не є обов'язковою складовою кожного випуску, а гарантія потребує окремого рішення.**

Інформаційна прозорість забезпечується на двох взаємопов'язаних рівнях. Перший становлять вимоги ринку цінних паперів. Відповідно до статей 104–105 **Закону Мексики про ринок цінних паперів** (*Ley del Mercado de Valores*; далі – Закон про ринок цінних паперів) емітенти подають регулятору та фондовій біржі поточну, квартальну й річну інформацію, повідомлення про суттєві події та відомості про реструктуризацію зобов'язань⁵⁹. **Для випусків із довірчим забезпеченням розкривається також інформація про передані до фонду активи й права та про осіб, від яких залежить виконання зобов'язань.** Другий рівень становить Єдиний

57. Ley Orgánica del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos : nueva ley publicada DOF 20.01.1986, última reforma publicada DOF 01.04.2024 / Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. — URL: <https://es.scribd.com/document/883110634/Ley-Organica-Del-Banco-Nacional-de-Obras-y-Servicios>

58. Ley Orgánica del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos : nueva ley publicada DOF 20.01.1986, última reforma publicada DOF 01.04.2024 / Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. — URL: <https://es.scribd.com/document/883110634/Ley-Organica-Del-Banco-Nacional-de-Obras-y-Servicios>

59. Ley del Mercado de Valores : nueva ley publicada DOF 30.12.2005, última reforma publicada DOF 14.11.2025 / Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión. — URL: <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>

публічний реєстр Міністерства фінансів і державного кредиту. Він охоплює біржові випуски та інші фінансові зобов'язання місцевих публічних утворень і містить інформацію про їхню суму, строк, джерело або гарантію платежу та поточний залишок⁶⁰. Записи мають декларативно-інформаційний характер і не підтверджують юридичну чинність операції. Поеднання біржового розкриття з реєстром місцевого боргу дає змогу одночасно контролювати умови конкретного випуску та сукупне боргове навантаження емітента.

Для України мексиканський досвід становить інтерес передусім як основа для створення механізму об'єднаного фінансування громад. Потреби кількох громад у запозиченнях могли б акумулюватися спеціалізованою фінансовою установою, яка формувала б спільну програму фінансування та здійснювала один або кілька випусків облігацій достатнього для інституційних інвесторів обсягу. Така установа могла б централізовано оцінювати кредитоспроможність учасників, структурувати випуски, організовувати рейтингування, управляти резервними рахунками, розподіляти залучені кошти та контролювати виконання боргових зобов'язань. Водночас кожна громада повинна зберігати відповідальність у межах власної частини фінансування, якщо інше прямо не передбачено умовами випуску. Запровадження такого механізму потребувало б зміни підходу до державного погодження місцевих запозичень. Доцільно погоджувати програму об'єднаного фінансування загалом, установлюючи її граничний обсяг, допустимі напрями використання коштів, вимоги до громад-учасниць, боргові обмеження, правила формування резервів і критерії оцінювання ризиків. Після погодження програми окремі вибірки коштів громадами могли б затверджуватися спеціалізованою фінансовою установою за заздалегідь оприлюдненими критеріями та строками. Це дозволило б уникнути повторного проходження повної процедури державного погодження для кожної окремої позики, зберігаючи водночас контроль за загальним обсягом і параметрами місцевого боргу.

60. Disciplina Financiera de Entidades Federativas y Municipios: Registro Público Único / Secretaría de Hacienda y Crédito Público. — URL: <https://www.disciplinafinanciera.hacienda.gob.mx/>

Розділ 7:

Австралія

За даними Резервного банку Австралії, у 2023 році обсяг облігацій штатів і територій в обігу досяг приблизно 550 млрд австралійських доларів. Їх випускають казначейські корпорації штатів і територій для фінансування відповідних урядів та інших суб'єктів публічного сектору, зокрема інфраструктурних потреб. Понад 75% сукупного обсягу таких цінних паперів припадало на Новий Південний Уельс, Вікторію та Квінсленд⁶¹.

На місцевому рівні структура боргу є принципово іншою. У 2023–2024 фінансовому році в Австралії діяло 535 місцевих органів влади, а з урахуванням інших органів, які мають право на федеральну фінансову допомогу, – 546 місцевих керівних органів. Сукупні активи місцевого сектору становили 690,245 млрд австралійських доларів, зобов'язання – 27,637 млрд австралійських доларів. У складі зобов'язань обліковувалося 12,503 млрд австралійських доларів позик та інших залучених коштів. Водночас у категорії боргових цінних паперів місцевих органів влади офіційна статистика зафіксувала нульове значення в кожному штаті та Північній території⁶².



Таблиця 9. Кількісні характеристики фінансів та боргових інструментів місцевого самоврядування Австралії у 2023–2024 фінансовому році

Показник	Значення
Кількість місцевих органів влади	535
Сукупні доходи	64,384 млрд AUD (39,3 млрд EUR)
Частка власних доходів	82,6%
Сукупні активи	690,245 млрд AUD (421,8 млрд EUR)
Сукупні зобов'язання	27,637 млрд AUD (16,9 млрд EUR)

61. RBA Bulletin, January 2024, “Recent Developments in the Semi-government Bond Market” – <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2024/jan/recent-developments-in-the-semi-government-bond-market.html>

62. Local Government National Report 2023–2024/ Department of Infrastructure, Transport, Regional Development, Communications and the Arts. Canberra : Australian Government, 2024. URL: <https://www.infrastructure.gov.au/territories-regions-cities/local-government/publications/national-reports>

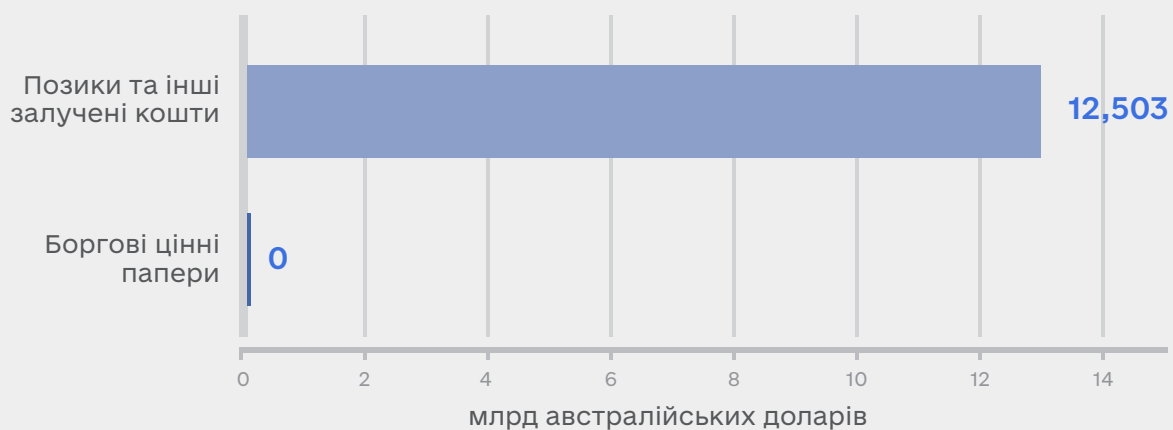
Позики та інші залучені кошти	12,503 млрд AUD (7,6 млрд EUR)
Боргові цінні папери місцевих органів влади	0

Джерело: складено за даними Національного звіту про місцеве самоврядування Австралії за 2023–2024 фінансовий рік [43]

Співвідношення двох основних категорій, які дають змогу відмежувати кредитне фінансування від випуску цінних паперів, наведено на рисунку 4. Позики та інші залучені кошти становили 45,2% усіх зобов'язань місцевих органів влади, тоді як боргові цінні папери були відсутні⁶².



Рисунок 5. Позики та боргові цінні папери місцевих органів влади Австралії у 2023–2024 фінансовому році, млрд AUD (за офіційним довідковим курсом Європейського центрального банку станом на 31 липня 2026 р.: 1 AUD = 0,6111 EUR)



Джерело: складено за даними Австралійського бюро статистики, наведеними у Національному звіті про місцеве самоврядування Австралії.

Наведені показники визначають місце Австралії у порівняльному аналізі. Австралійська модель не є прикладом розвинуеного ринку прямих облігацій місцевих позик. Її значення полягає у способі опосередкованого поєднання місцевих інфраструктурних потреб із ринком капіталу: ресурси залучаються централізованими установами штатів, після чого можуть передаватися місцевим радам у формі позик. Відтак юридичний емітент облігацій, позичальник за місцевою позикою та кінцевий інфраструктурний проєкт можуть належати до різних рівнів однієї фінансової конструкції.

7. 1. Правові умови місцевих запозичень і межі прямого випуску облігацій

Місцеве самоврядування в Австралії не належить до конституційно визначеної сфери відповідальності Співдружності. Правові засади створення та діяльності місцевих органів влади встановлюють штати і Північна територія, унаслідок чого системи нагляду за радами та правила їхніх запозичень відрізняються між юрисдикціями⁶². Право місцевої ради залучати борг, допустима форма запозичення, можливість надання забезпечення та повноваження органів штату щодо встановлення обмежень визначаються законодавством відповідного штату.

Наприклад, для Нового Південного Уельсу базовим нормативно-правовим актом є **Закон штату Новий Південний Уельс «Про місцеве самоврядування» 1993 року (Local Government Act 1993 №30)**⁶³. Відповідно до ст. 621 цього Закону місцева рада може позичати кошти в будь-який час для будь-якої мети, дозволеної Законом.. Відповідно до ст. 622 запозичення може здійснюватися у формі овердрафту, позики або в інший спосіб, схвалений міністром. **Закон не встановлює безумовного права місцевої ради самостійно здійснювати публічний випуск облігацій.**

Відповідно до ч. 1 ст. 623 Закону рада може надати забезпечення запозичення у спосіб, передбачений підзаконним регулюванням. Частина 2 ст. 623 встановлює однакову черговість усіх таких забезпечень незалежно від дати їх виникнення. Стаття 624 уповноважує міністра встановлю-

63. Local Government Act 1993 №30 (New South Wales), // NSW Legislation. URL: <https://legislation.nsw.gov.au/view/html/inforce/current/act-1993-030>

вати обмеження щодо запозичень окремої ради або місцевих рад загалом. Таким чином, автономія ради у виборі боргового інструменту поєднується з контролем виконавчої влади штату.

Порядок забезпечення і повідомлення конкретизує **Положення штату Новий Південний Уельс «Про місцеве самоврядування (загальне)» 2021 року (Local Government (General) Regulation 2021)⁶⁴**. Відповідно до п. 229 Положення повернення позичених коштів і сплата процентів є обтяженням доходів ради. Відповідно до п. 230 генеральний менеджер ради зобов'язаний повідомити секретаря про укладення договору позики протягом семи днів. Цей обов'язок поширюється на подальші транші за чинним договором, але не застосовується до овердрафту. **Отже, джерелом юридичного забезпечення боргу є доходи ради, а контроль штату діє як до залучення окремих форм боргу, так і після укладення договору.**

7. 2. Казначейські корпорації та спеціалізовані установи як канал доступу до облігаційного ринку

Основний зв'язок місцевого сектору Австралії з облігаційним ринком формується через казначейські корпорації штатів. Вони здійснюють великі стандартизовані випуски на внутрішньому та міжнародному ринках, управляють строками погашення й процентним ризиком та надають фінансування суб'єктам публічного сектору.

Правовий статус Казначейської корпорації Нового Південного Уельсу визначає Закон штату Новий Південний Уельс «Про Казначейську корпорацію» 1983 року (Treasury Corporation Act 1983 No 75)⁶⁵. Цей Закон заснував Казначейську корпорацію Нового Південного Уельсу (New South Wales Treasury Corporation, TCorp) як центральний орган фінансування публічного сектору штату. Основною метою корпорації є надання фінансових послуг уряду, органам публічної влади та іншим публічним установам Нового Південного Уельсу. Повноваження корпорації щодо ринкових запозичень і державної гарантії регулює Закон штату Новий

64. cal Government (General) Regulation 2021 (New South Wales), cls 229–230 // NSW Legislation. URL: <https://legislation.nsw.gov.au/view/html/inforce/current/sl-2021-0460>

65. Treasury Corporation Act 1983 №75 (New South Wales) // NSW Legislation. URL: <https://legislation.nsw.gov.au/view/html/inforce/current/act-1983-075>

Південний Уельс «Про фінанси державного сектору» 2018 року (Government Sector Finance Act 2018 No 55)⁶⁶. Стаття 6.26 цього Закону є правовою підставою для гарантування боргових зобов'язань корпорації Короною від імені Нового Південного Уельсу. Відповідно до ст. 6.28 виконання боргових зобов'язань корпорації забезпечується встановленим законом обтяженням її доходів і надходжень. Стаття 6.30 визначає однакову черговість відповідних фінансових зобов'язань, а ст. 6.33 передбачає виконання зобов'язань за державною гарантією з Консолідованого фонду.

Казначейська корпорація Нового Південного Уельсу має повноваження надавати фінансування публічним органам, управляти їхніми активами і зобов'язаннями, приймати кошти для інвестування та управляти власним балансом. Інформаційний меморандум корпорації прямо зазначає, що місцеві органи влади можуть позичати кошти через Казначейську корпорацію Нового Південного Уельсу⁶⁷. Інвестор набуває облігацію Казначейської корпорації Нового Південного Уельсу, а місцева рада отримує від неї окрему позику; це різні зобов'язання та різні боржники.

Практика Нового Південного Уельсу не є поодиноким. У Квінсленді централізоване боргове фінансування публічного сектору здійснює Казначейська корпорація Квінсленду (Queensland Treasury Corporation, QTC). QTC є центральним фінансовим органом уряду Квінсленду, відповідальним за залучення та управління борговими ресурсами Квінсленду, а до кола її клієнтів прямо віднесено місцеві органи влади⁶⁸. Боргові цінні папери QTC користуються гарантією уряду штату. При цьому ст. 32 Закону «Про Казначейську корпорацію Квінсленду» 1988 року (Queensland Treasury Corporation Act 1988) встановлює гарантію казначея щодо погашення основної суми та процентів за inscribed stock, тоді як ст. 33 передбачає можливість гарантування інших фінансових зобов'язань корпорації⁶⁹.

У Західній Австралії аналогічну функцію виконує Казначейська корпорація Західної Австралії (Western Australian Treasury Corporation, WATC), створена відповідно до Закону «Про Казначейську корпорацію Західної Австралії» 1986 року (Western Australian Treasury Corporation Act 1986) як центральний орган запозичень штату⁷⁰. WATC залучає ресурси для потреб публічного сектору та надає боргове фінансування місцевим органам влади. Станом на 30 червня 2025 року загальний обсяг позик

66. Government Sector Finance Act 2018 №55 (New South Wales), // NSW Legislation. URL: <https://legislation.nsw.gov.au/view/html/inforce/current/act-2018-055>

67. Important Information: Legislation Relevant to TCorp and Agency Information Guide / New South Wales Treasury Corporation. URL: <https://tcorp.nsw.gov.au/important-information/>

68. Clients / Queensland Treasury Corporation. — URL: <https://www.qtc.com.au/clients/>

69. Queensland Treasury Corporation Act 1988 / Queensland Legislation. — URL: <https://www.legislation.qld.gov.au/view/pdf/inforce/current/act-1988-054>

70. Western Australian Treasury Corporation Act 1986 / Western Australian Legislation. — URL: https://www.legislation.wa.gov.au/legislation/statutes.nsf/main_mrtitle_1080_homepage.html

місцевим органам влади Західної Австралії становив 615 млн австралійських доларів⁷¹. Відповідно до ст. 13 зазначеного Закону фінансові зобов'язання WATC, за винятком прямо передбаченого Законом випадку, гарантуються казначеєм від імені штату⁷⁰.

Окрема модель сформована у Південній Австралії, де діє Орган фінансування місцевого самоврядування Південної Австралії (Local Government Finance Authority of South Australia, LGFA). Відповідно до ст. 5 Закону «Про орган фінансування місцевого самоврядування» 1983 року (Local Government Finance Authority Act 1983) кожна рада штату є членом цієї установи. Стаття 21 Закону уповноважує LGFA розробляти та реалізовувати програми запозичень і інвестування в інтересах місцевого самоврядування, залучати кошти в Австралії та за її межами, здійснювати операції з цінними паперами та надавати фінансування⁷². Водночас користування радами кредитними та інвестиційними послугами LGFA є добровільним. Зобов'язання LGFA відповідно до ст. 24 Закону гарантуються казначеєм Південної Австралії, а ст. 26 прямо надає радам право позичати кошти в цієї установи.

Таким чином, в окремих штатах Австралії застосовуються різні організаційні форми централізованого фінансування місцевого сектору, однак їх об'єднує розмежування між місцевим органом влади як кінцевим позичальником та спеціалізованою фінансовою установою, яка залучає ресурси для публічного сектору.



Таблиця 10. Інституційні канали боргового фінансування місцевих органів влади в окремих штатах Австралії

Юрисдикція	Установа та джерело ресурсів	Значення для облігацій місцевих позик
Новий Південний Уельс	Казначейська корпорація штату залучає ресурси на ринку та надає місцевим радам позики на громадську інфраструктуру	Емітентом ринкових облігацій є корпорація штату; рада виступає позичальником за окремим кредитним договором

71. Local Government Support / Western Australian Treasury Corporation. – URL: <https://www.watc.wa.gov.au/for-clients/how-we-help/local-government-support/>

72. Local Government Finance Authority Act 1983 / South Australian Legislation. – URL: https://www.legislation.sa.gov.au/_/legislation-documents/lz/c/a/local-government-finance-authority-act-1983/current/1983.106.auth.pdf

Квінсленд	Казначейська корпорація Квінсленду фінансує потреби уряду штату, публічних підприємств і місцевих органів влади; основним довгостроковим інструментом є облігації	Усі боргові цінні папери корпорації гарантовані казначеєм від імені уряду Квінсленду
Західна Австралія	Казначейська корпорація Західної Австралії здійснює оптові випуски та кредитує місцеві органи влади	Станом на 30.06.2025 обсяг позик місцевим органам становив 615 млн AUD; боргові зобов'язання корпорації гарантовані штатом
Південна Австралія	Спеціалізована установа приймає депозити, залучає кошти та надає позики місцевим радам	Усі ради штату є її членами, користування послугами добровільне; зобов'язання установи гарантуються казначеєм штату

7. 3. Боргова спроможність, оподаткування, розкриття інформації та значення для України

Децентралізований характер правового регулювання означає, що в Австралії немає єдиного показника, який визначав би граничний борг усіх місцевих рад: **боргова спроможність оцінюється за правилами відповідного штату та кредитною політикою установи-кредитора**. Основне значення мають стабільність власних доходів, прогнозовані витрати на обслуговування боргу, довгостроковий фінансовий план і відповідність запозичення капітальній програмі ради.

Так, згідно з методичними вказівками Казначейської корпорації Нового Південного Уельсу щодо кредитування місцевих рад, оцінювання заявки спирається на звітність ради за останні п'ять років, що підтверджена аудиторським висновком, чинний десятирічний довгостроковий фінансовий план і програму капітальних видатків, документи інтегрованого планування та звітності, інвестиційну й боргову політику, а також поточний

інвестиційний звіт; після надання позики корпорація проводить щорічний перегляд фінансових показників ради на відповідність договірним фінансовим коефіцієнтам⁷³. У Західній Австралії заявка на позику також передбачає розрахунок фінансових коефіцієнтів на основі аудованої звітності, затвердженого бюджету та прогнозних фінансових показників, з поясненням будь-яких відхилень понад 10% рік до року⁷⁴. Отже, контроль боргової спроможності здійснюється на рівні кредитного рішення установи-кредитора навіть за відсутності загальнонаціонального боргового ліміту.

Податковий режим не передбачає окремої, спеціально визначеної пільги для процентного доходу за облігаціями казначейських корпорацій: загальне регулювання Австралійської податкової служби відносить процентний дохід від фінансових інструментів до інвестиційного доходу, який резидент зобов'язаний включати до податкової декларації⁷⁴.

Окремий напрям сформувався у Новому Південному Уельсі. У 2011 році **штат заснував фонд «Перезапуск Нового Південного Уельсу»** (Restart NSW Fund, діє на підставі Restart NSW Fund Act 2011) для фінансування пріоритетних інфраструктурних проєктів, які сприяють економічному зростанню та продуктивності штату; відбір проєктів здійснює Infrastructure NSW за критерієм співвідношення вигід і витрат (Benefit Cost Ratio) понад 1. **Фонд наповнюється програмою рециклінгу активів: надходження від їх передачі спочатку зараховуються до фонду, а потім спрямовуються на фінансування нових проєктів. Станом на червень 2024 року з фонду профінансовано понад 817 місцевих і громадських проєктів на суму 2,47 млрд AUD, з яких понад 660 завершено; 30% фінансування протягом строку діяльності фонду цільово спрямовується на регіони поза межами Сіднея, Ньюкасла та Вуллонгонгу⁷⁵.**

Наповнення фонду конкретним змістом дає кейс 2014 року. У межах ширшої федеральної стратегії уряд Австралії запровадив політику стимулювання рециклінгу активів штатами, пропонуючи бонус до 15% від суми надходжень від приватизації чи довгострокової оренди активів за умови їх реінвестування в нову інфраструктуру. Новий Південний Уельс зробив рециклінг активів одним із основних принципів своєї інфраструктурної політики: у довгострокову оренду приватним інвесторам було передано порти Порт-Ботані, Порт-Кембла та порт Ньюкасла, а виручені кошти спрямовано до Restart NSW Fund. Для зменшення політичних ризиків окремі угоди могли укладатися без затвердження парламентом штату — достатньо було погодження Австралійської комісії з питань конкуренції та споживачів (ACCC), а приватні оператори зобов'язувалися здійснювати капітальні поліпшення

73. Loan Facilities Guidelines for Local Councils, September 2019 / New South Wales Treasury Corporation. URL: https://tcorp.nsw.gov.au/wp-content/uploads/2023/08/Loan_Facilities_Guidelines_Sep_2019.pdf

74. Investment income / Australian Taxation Office. URL: <https://www.ato.gov.au/individuals-and-families/income-deductions-offsets-and-records/income-you-must-declare/investment-income>

75. Restart NSW / Infrastructure NSW. URL: <https://www.infrastructure.nsw.gov.au/restart-nsw/about>

чи розширювати потужність переданих об'єктів. Від оренди трьох портів штат отримав 6,7 млрд AUD (≈4,09 млрд EUR); станом на листопад 2020 року сукупні надходження NSW від рециклінгу активів (включно з енергетичною інфраструктурою та іншими об'єктами) досягли 32,7 млрд AUD (≈19,98 млрд EUR). Одним із мотивів запровадження цієї моделі прямо називалося небажання нарощувати публічний борг, який міг би тиснути на кредитний рейтинг AAA уряду штату⁷⁶.

За економічним змістом таке повторне інвестування капіталу формує неборгове джерело коштів: штат або громада монетизує визначений актив чи довгострокові права на його експлуатацію, а отриманий ресурс спрямовує на створення наступних активів. У структурі фінансування проекту цей ресурс може виконувати функцію власного внеску, тоді як облігації місцевих позик забезпечують залишковий обсяг довгострокового фінансування – зменшуючи потрібний обсяг випуску та ризиковий профіль проекту.



Таблиця 11. Місце повторного інвестування капіталу з інфраструктурних активів у структурі фінансування місцевого проекту

Елемент фінансування	Функція у проекті	Основні умови застосування
Надходження від довгострокової передачі дохідного інфраструктурного активу	Формування власної частки фінансування або зменшення загальної потреби в боргу	Незалежне оцінювання активу, конкурентна процедура, зарахування коштів до спеціального фонду та їх цільове використання
Облігації місцевих позик	Покриття залишкової потреби в довгостроковому капіталі	Оцінювання боргової спроможності, визначення джерел обслуговування боргу, цільове використання коштів і розкриття інформації
Грантове, державне або інше співфінансування	Розширення доступного обсягу капіталу та розподіл ризиків	Узгодження умов різних джерел фінансування, прозорий відбір проектів і контроль досягнення інвестиційних цілей

76. Financing greenfield infrastructure through the sale of brownfield infrastructure / PPIAF, Global Infrastructure Hub, 1 Nov 2021. URL: <https://www.gihub.org/emerging-funding-and-finance/case-studies/financing-greenfield-infrastructure-through-the-sale-of-brownfield-infrastructure/>

З цього досвіду для України впливає декілька практичних висновків. По-перше, механізм Restart NSW і кейс рециклінгу портів NSW показують, як надходження від довгострокової передачі дохідних інфраструктурних активів приватним операторам можуть формувати власну частку фінансування проєкту або зменшувати потребу в борговому капіталі за умови незалежного оцінювання активу, конкурентної процедури, публічного розкриття умов передачі та цільового спрямування коштів через спеціальний фонд. Для об'єктів критичної інфраструктури додаткового значення набувають вимоги безпеки, контроль за приватними операторами, збереження необхідних повноважень держави чи громади та відкрита процедура добору партнера з антикорупційними запобіжниками. По-друге, ширша австралійська модель централізованого боргового фінансування (казначейські корпорації штатів) демонструє можливість розмежувати ринкового емітента та кінцевого місцевого позичальника: спеціалізована установа формує великі стандартизовані випуски, а громади отримують фінансування після оцінювання боргової спроможності за чіткою, публічно доступною процедурою. Це може бути релевантним для малих і середніх громад, для яких самостійний випуск облігацій є надто витратним або не забезпечує потрібного масштабу. Застосування будь-якого з цих підходів потребує точного визначення правового статусу емітента (або розпорядника фонду рециклінгу), джерел його капіталізації та ліквідності, умов надання фінансування громадам, обсягу державної чи взаємної гарантії та порядку розподілу ризиків. Облігації спеціалізованої установи мають обліковуватися окремо від зобов'язань громад-позичальниць, а звітність - забезпечувати простежуваність руху коштів від конкретного випуску чи транзакції рециклінгу до профінансованих місцевих інвестицій.

ВИСНОВОК

Проведений аналіз зарубіжного досвіду засвідчує, що **результативність ринку облігацій місцевих позик залежить від цілісності та внутрішньої узгодженості механізму боргового фінансування**, який охоплює належне правове регулювання запозичень, об'єктивне оцінювання боргової спроможності емітентів, визначення надійних джерел погашення зобов'язань, збалансований розподіл ризиків, професійну підготовку й супровід випусків, а також систематичне розкриття інформації протягом усього строку обігу облігацій. Відмінності між США, Польщею, Данією, Францією, Мексикою та Австралією підтверджують відсутність універсальної інституційної моделі.

Найсуттєвіший для України висновок стосується підходу до визначення граничного обсягу місцевого запозичення. В Україні обсяг запозичення не може перевищувати обсяг дефіциту бюджету розвитку спеціального фонду на відповідний бюджетний рік, унаслідок чого потенційний обсяг боргового фінансування безпосередньо залежить від показника річного бюджету. Досліджені іноземні системи використовують інші критерії, пов'язані з фінансовими можливостями муніципалітету або допустимим обсягом інвестиційного фінансування. У Польщі граничне боргове навантаження визначається індивідуально розрахованою спроможністю органу місцевого самоврядування обслуговувати борг, у США боргові ліміти встановлюються у співвідношенні до вартості оподатковуваної нерухомості, а в Данії можливий обсяг запозичення пов'язується з видатками, для фінансування яких дозволено залучати позикові кошти, із можливістю перегляду відповідних обмежень міністром. Водночас можливість перегляду української моделі потребує комплексного підходу. Особливістю бюджетного законодавства України є те, що принцип прив'язки запозичень до дефіциту **застосовується не лише до місцевих, а й до державних облігацій.** У зв'язку з цим відмова від дефіцитної моделі лише щодо місцевих облігацій означала б відхід від загальної концепції, закріпленої в Бюджетному кодексі України.

Порівняння також показує, що правовий режим облігації має визначатися джерелом погашення та фактичним носієм ризику. Загальні облігації спираються на фінансову спроможність громади; дохідні — на відокремлений проєктний потік; мексиканські довірчі конструкції забезпечують пріоритетність платежів, однак зберігають борг за відповідним публічним утворенням; облігації спеціалізованих установ утворюють зобов'язання ринкового емітента, окреме від позики громади. Запровадження в Україні чіткого регулювання та особливого режиму для дохідних облігацій потребує визначення допустимих джерел погашення, режиму спеціального рахунку, черговості платежів, резервів і прав інвесторів.

Для малих і середніх громад найбільш перспективним є агрегований доступ до ринку. KommuneKredit, AFL, казначейські корпорації Австралії та спільний випуск муніципалітетів Веракрусу підтверджують можливість зниження трансакційних витрат і концентрації професійної експертизи.

Водночас кожна модель по-різному розподіляє кредитний ризик і відповідальність за зобов'язання між громадою, спільною установою, іншими учасниками та державою. Тому спеціалізована установа в Україні має створюватися на добровільній основі, із чіткими критеріями допуску, ризик-орієнтованими умовами фінансування, власними механізмами капіталізації та ліквідності, незалежним управлінням і наглядом. Її зобов'язання та борг громад-позичальниць мають обліковуватися окремо, а державна підтримка – мати заздалегідь визначені межі.

Сама правова можливість випуску не формує ринку. Домінування банків серед власників польських муніципальних облігацій і лише вісім біржових субнаціональних випусків у мексиканському реєстрі показують залежність практичного використання інструменту від інвесторського попиту, якості підготовки та довіри до інформації. Україні потрібен єдиний цифровий ресурс, який поєднуватиме документи конкретного випуску з даними про сукупний місцевий борг, джерела погашення, повну вартість фінансування, використання коштів і виконання зобов'язань. Податкові стимули та зелені облігації можуть розширювати попит лише за умови чітких критеріїв, контролю цільового використання коштів і подальшого звітування.

Облігації місцевих позик доцільно вбудувати у повний цикл публічного інвестування: від попереднього оцінювання альтернатив, довгострокових витрат і фіскальних ризиків до моніторингу результатів та остаточного погашення боргу. Австралійський досвід додатково показує можливість зменшення потреби в запозиченні через повторне інвестування капіталу, отриманого від довгострокової передачі дохідних активів, за умови незалежної оцінки, конкурентної процедури, захисту критичної інфраструктури та цільового фонду.

Отже, розвиток українського ринку потребує взаємопов'язаного реформування правил допуску до боргу, інструментів розподілу ризику, інституційної інфраструктури й системи прозорості. За такої конструкції облігації можуть стати керованим джерелом довгострокового капіталу для відновлення та розвитку громад.