

гл. ас. ДЕСИСЛАВА СТОИЛОВА

ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ "НЕОФИТ РИЛСКИ", гр. БЛАГОЕВГРАД

**РАЗВИТИЕ НА ОБЩИНСКИ ОБЛИГАЦИОНЕН ПАЗАР В БЪЛГАРИЯ: МИСИЯТА Е
ВЪЗМОЖНА**

*DEVELOPMENT OF A MUNICIPAL BOND MARKET IN BULGARIA: THE MISSION IS
POSSIBLE*

Chief Ass. Prof. DESISLSVA STOILOVA

SOUTH-WESTERN UNIVERSITY "NEOFIT RILSKI", BLAGOEVGRAD

Разработката е част от научно-изследователски проект "Финансиране на общините чрез емитиране на облигации", финансиран от Национален съвет "Научни изследвания" към МОН на РБ с договор №У-ОХН-09/2003

Abstract: The paper is intended to study the municipal bond issue's comparative advantages over the alternative debt instruments available to the municipality, as well as the alternative investment instruments available to the investors. On the base of a diagnostic analysis of the development stage of Bulgarian municipal bond market, some assessments, conclusions, and recommendations have been summarized and presented.

Key words: municipal bonds, bond market, creditworthiness.

Атрактивност на общинските облигации

Емисията на общински облигации несъмнено е призната като един от оптималните варианти за финансиране, поради което е прилагана широко в практиката на местните власти в развитите страни, но за съжаление намира ограничено приложение в България. В условията на развит общински облигационен пазар, сравнителните предимства на тези дългови инструменти, особено при обезпечаване реализацията на общинската инвестиционна програма, са предпоставка за тяхната гъвкавост и атрактивността им, от една страна за общините-емитенти, а от друга - за инвеститорите.

➤ На първо място, поради голямото разнообразие от видове, ***общинските облигации са улеснение за финансовите нужди на общините в различни ситуации и при различни***

обстоятелства, като предлагат богат избор от параметри - срок, номинал, цена, доходност, обезпечение, както за общините, решили да набират средства чрез облигационна емисия, така и за инвеститорите при конструиране на оперативни или инвестиционни портфейли.

Можем да твърдим, че облигационната емисия е единствения финансов инструмент, който дава възможност на общината-емитент да структурира финансирането по свое усмотрение, като дефинира параметрите на облигационния заем така, че най-пълно да отговарят на конкретните ѝ нужди.

➤ Освен това, ***общинските облигации са нискорискови и същевременно високодоходни ценни книжа, които отстъпват по степен на сигурност само на държавните ценни книжа.*** Фактът, че се предпочитат от инвеститорите заради по-високата им

доходност в сравнение с банковите депозити, а от общините-емитенти заради по-изгодните условия в сравнение с банковите заеми, ги прави сериозни конкуренти на основните аспекти на банковата дейност. Общинските облигации предлагат на инвеститорите предсказуеми, регулярни потоци от доходи, **привлекателни и заради данъчните преференции.**

✦ **Облигациите дават възможност на общините да ползват сравнително евтин кредитен ресурс**, поради факта, че чрез облигационната емисия общината излиза на първичния капиталов пазар и осъществява директен контакт с широк кръг инвеститори – институционални, индивидуални и чуждестранни, като избягва намесата на посредник, оскъпяваща финансирането. Ето защо цената на облигационния заем обикновено е по-ниска от тази на банковия кредит. Например купонът на столичната еврооблигационна емисия през 1999г възлиза на 9,75% от номинала - в момент, когато лихвите по банковите заеми в България се движат между 16 и 18%¹.

Графичното представяне на равнището и изменението на годишните ефективни размери на лихвените проценти по краткосрочните банкови кредити, депозитите и ДЦК потвърждава ефективността на облигационното финансиране (графика1). Общината-емитент има възможност да набира сравнително евтин кредитен ресурс, като предложи на пазара облигационна емисия с лихвен процент в границите на широкия диференциал между лихвите по кредити, от една страна и лихвите по депозити и ДЦК от друга.

✦ Също така, **облигационното финансиране повишава оперативността на управление на общинските финанси**, поради възможността за перманентно акумулиране на средства чрез трансформация на падежите, при която общинските облигации се емитират за кратки срокове, които се револвират непрекъснато, което позволява на общината да получава ритмични приходи през цялата година.²

Освен това, прилагането на сериен погасителен план, позволява на общината да получава необходимото ѝ финансиране, без да плаща по-високи лихви за дългосрочно кредитиране. Дори когато общината избере срочен погасителен план, **облигационното финансиране ѝ дава възможност да прилага гъвкави финансови схеми, като използва облигации, конвертируеми в акции на рентабилни общински предприятия от програмата за приватизация.** От една страна тази схема повишава доверието и интересът на инвеститорите, а от друга – не натоварва общинския бюджет на падежа.

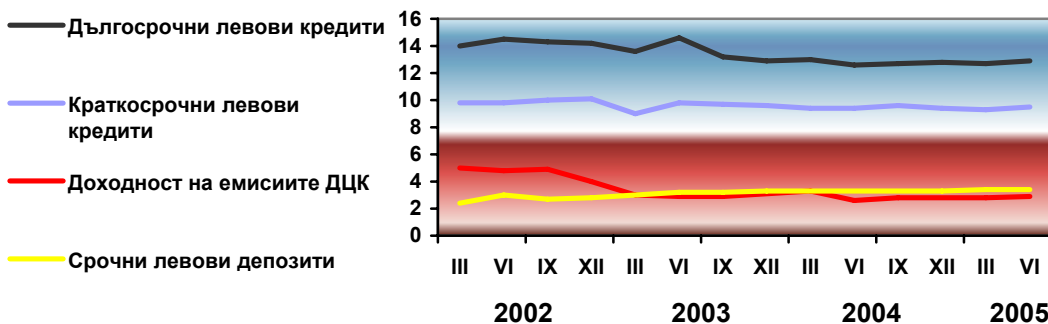
✦ Развитият общински кредитен пазар, превръща облигациите във **високоликвидни ценни книжа**. Осигурява се **ефективно междурегионално движение на капитали** по цялата територия на страната, а понякога и извън нейните предели.

Развитият облигационен пазар позволява на местните власти да използват **опцията за обратно изкупуване**, за да погасят преждевременно дълга си при благоприятни пазарни условия и наличие на свободни парични средства, като **същевременно дава възможност на инвеститорите да освободят вложените в общински облигации средства в случай на нужда**. Правото на общината да закупи собствените си облигации повишава гъвкавостта на общинския финансов мениджмънт, посредством възможността за намаляване на общинския дълг и разходите по обслужването му.

¹Ганчева, Кр., *Емитиране и управление на общински дълг (на примера на Столична община)*, Фискална децентрализация в България – фокусиране на дебата, ИФД, София, 2002

² Виж Blondal, J., *Modern Budgeting*, PUMA, OECD, Paris, 1997

Лихвени проценти по кредити, депозити и ДЦК в България



Източник: БНБ

➔ **Използването на т.нар. приходни облигации**, обезпечени с бъдещите приходи от конкретен общински инвестиционен проект, **прави финансирането на общините много по-динамично, по-многообразно и дава възможност за повишаване ефективността на общинския финансов мениджмънт.**

Посредством приходните облигации може да се използват **възможностите на финансовия лост (Leverage)** при финансиране на обекти от общинската инвестиционна програма. По принцип, финансовият лост е технология, използвана при корпоративния финансов мениджмънт. Същността му се състои в това, че при определянето структурата на финансиране на фирмата (и по-конкретно съотношението собствен/привлечен капитал) се вземат предвид три показателя: рентабилност на активите, възвръщаемост на собствения капитал и лихвен процент по заема. Финансовият анализ показва, че ако рентабилността на активите е по-висока от лихвения процент по привлечените средства, увеличаването на дела на заемите в пасива на предприятието води до нарастване възвръщаемостта на собствения

капитал.³ Казано с други думи, ако лихвеният процент е по-нисък от доходността на фирмата, то най-ефективно е колкото се може по-голяма част от дейността ѝ да бъде финансирана чрез заеми.

Точно тази зависимост се прилага при използването на приходни облигации за финансиране на общинските инвестиционни обекти. **Ако лихвите по облигациите са по-ниски от възвръщаемостта на обекта, то би било неефективно този обект да бъде финансиран със собствени средства на общината. Много по-ефективно и икономически целесъобразно е такъв обект да се финансира с облигационен заем.** На практика обаче, тази особеност на приходните облигации рядко се наблюдава в чист вид, главно поради факта, че общините по принцип се ангажират с финансирането на нискорентабилни обекти, докато обектите с висока рентабилност са предоставени на частния сектор. Все пак в световната практика се забелязва тенденция на нарастване дела на приходните облигации като инструмент за дългово финансиране на публични инфраструктурни обекти.

➔ **Общинските облигации са модерен финансов инструмент и инвестиционен носител, който разкрива**

³ Виж Данаилов Д., *Фирмен финансов мениджмънт, ИК "Люрен", София, 1994*

пред местните власти нови и привлекателни перспективи за дългово финансиране на проекти с локално значение.

Практиката в страните с развит общински кредитен пазар показва, че “голяма част от общинските облигационни емисии имат за цел набиране на средства за изграждане на производствени или търговски обекти, в последствие продавани или отдавани под аренда на частни компании”⁴, което **подпомага изграждането и модернизацията на регионалната инфраструктура и стимулира икономическата активност на територията на общината.**

➔ В страните с развит общински кредитен пазар, облигации се емитират както от големи, така и от малки общини, което **създава предпоставки за развитие на конкуренцията между отделните юрисдикции за постигане на по-голяма атрактивност и по-високо качество на издаваните ценни книжа.**

Общините се конкурират и по степен на успешна реализация на инвестиционните проекти, финансирани с облигационна емисия, което е **стимул за възможно най-ефективно изразходване на заемните средства.**

➔ **От гледна точка на институционалните инвеститори, общинските облигации са надежден и сравнително нискорисков инвестиционен носител,** отстъпвайки по този критерий единствено на държавните ценни книжа.

Световната практика показва, че основните инвеститори, влагащи средствата си в облигации са холдинговите дружества, инвестиционните фондове, банковите институции, пенсионните фондове и т.нар. големи, често и мултинационални корпорации, разполагащи със свободни ресурси, които участват ак-

тивно на капиталовите пазари и използват облигациите не само като инструмент за осигуряване на атрактивна доходност, но и като средство за диверсифициране на инвестиционните си портфейли с оглед по-ефективна “имунизация” срещу риска.

Въпреки че българското законодателство⁵ посочва, че дългът на общините не е гарантиран от държавата и не представлява нейно задължение, освен в случаите на изрично издадена държавна гаранция, все пак зад облигационния заем стои платежоспособността на общината, която гарантира изплащането му с всички собствени приходи и общата изравнителна субсидия, получавана от държавния бюджет. Същевременно по-високият риск по общинските ценни книжа в сравнение с държавните се компенсира от по-високата им доходност.

Въпреки че в българската практика доходите от общински облигации са освободени от данък само за физическите лица⁶, докато за юридическите лица няма предвидени данъчни облекчения, считаме, че при развитие на общински кредитен пазар има предпоставки голяма част от средствата, които сега се влагат в ДЦК да се пренасочат към общинските облигации. Изхождайки от степента на развитие на облигационния пазар в нашата страна, можем да твърдим, че за да бъдат атрактивни за масовия инвеститор, общинските облигации трябва да бъдат по-краткосрочни и да предлагат обратно изкупуване, ако на борсата няма достатъчно активна вторична търговия.

Освен това, общинските облигации несъмнено ще предизвикат вниманието и на банките, застрахователните дружества и пенсионните фондове, защото българското законодателство ги третира като нискорискова

⁴ Виж Petersen, J. & J. Crihfield, *Linkages Between Local Governments and Financial Markets: A Tool Kit to Developing Subsovereign Credit Markets in Emerging Economies*, Washington, D. C., World Bank, 2000, p.94

⁵ Закон за държавния дълг, обн.ДВ, бр.93/01.10.2002г., чл.30, Закон за общинския дълг, обн.ДВ, бр.34/19.04.2005г., в сила от 01.06.2005г

⁶ Закон за облагане доходите на физическите лица, чл.12, ал.1, т.3

инвестиция. Търговските банки считат общинските облигации за атрактивни предимно от гледна точка на данъчното планиране и портфейлния мениджмънт. Интересът на застрахователните дружества е провокиран от разпоредбите на Закона за застраховането, които поставят облигациите, издадени или гарантирани от общините, на трето място в списъка с достъпните за застрахователя опции за инвестиране на застрахователните резерви.⁷

Друга предпоставка за високо търсене на общинските облигации е включването им в групата на финансовите инструменти, които могат да формират определена част от портфейлите на пенсионните фондове.⁸ Все пак Кодекса за социално осигуряване постановява че "... не повече от 10 на сто от активите на фонд за допълнително задължително пенсионно осигуряване могат да бъдат инвестирани в общински облигации, като инвестициите в общински облигации, издадени от една община, не могат да превишават 5 на сто от активите на фонда."⁹ Несъмнено набиращата скорост здравно-осигурителна реформа е предпоставка за развитие на общинския облигационен пазар. Същевременно публично анонсирано опасение на представители на пенсионните и бъдещите здравноосигурителни фондове е относно липсата на подходящи инструменти, в които да инвестират набраните средства. С цел задържане на тези капитали в границите на страната и даване тласък на капиталовите пазари е необходимо да се регламентират нормативни изисквания за инвестиране средствата на паричните фондове преимуществено в български ценни книжа.

В заключение считаме, че общинските облигационни емисии несъмнено притежават необходимия потенциал за "оживяване" на борсовата

търговия и дори за стимулиране развитието на самостоятелен сегмент за търговия с общински дългови книжа на Българска фондова борса.

➔Все пак, **основни купувачи на общински облигации в света са индивидуалните инвеститори и то предимно тези, които имат високи доходи и голям размер на дължимия подоходен данък.** Например в страни като САЩ, Канада и Япония около 70% от общия обем общински облигационни емисии са притежание на физически лица.¹⁰

Предпоставка за атрактивността им е преференциалното данъчно третиране на доходите от общински облигации, както и по-високата им доходност в сравнение с банковите депозити. В България тези предпоставки също са налице, което дава основание да твърдим, че общинските облигации могат да се превърнат във фактор за **трансформиране личните спестявания на населението в инвестиции, спомагащи за развитието на местната икономика и инфраструктура.** Трябва да отбележим фактът, че индивидуалните инвеститори участват на пазара на общински ценни книжа и индиректно, чрез инвестиционните фондове. Ето защо, с оглед подпомагане развитието на общинския облигационен пазар в нашата страна, е целесъобразно регламентирането на подходящи данъчни преференции и за корпоративния сектор.

Казаното дотук налага извода, че общинските облигации са достатъчно атрактивен, гъвкав и сравнително изгоден метод на финансиране, който може да се използва за осъществяване на различни инвестиционни проекти на общината, свързани с растящите потребности на населението от жилищна

⁷ Закон за застраховането, чл.52, ал.1, т.3

⁸ Кодекс за социалното осигуряване, чл.176, ал.1

⁹ Кодекс за социалното осигуряване, чл.178, ал.7

¹⁰ Hogue, M., Charles McFerrin, *Local Government Budgeting: The CEE Experience*, LGI/OSI, Budapest, 2002, p.90

инфраструктура, транспорт, енергия, предоставяне на социални услуги, подобряване на околната среда и развитие на културата. Ето защо, с цел ефективно използване на посочените предимства на общинските облигации като гъвкав финансов инструмент и атрактивен инвестиционен носител, както и с оглед на предстоящото присъединяване на България към ЕС, все повече се налага необходимостта от стимулиране развитието на общинския облигационен пазар в страната.

Развитие на общински облигационен пазар в България: параметри на облигационните емисии

Постоянно променящата се стопанска конюнктура в нашата страна през първото десетилетие след началото на прехода от планова към пазарно-ориентирана икономика, се характеризира с бързо намаляващ БВП, висока инфлация, оказваща натиск и върху лихвените равнища, огромна вътрешна и външна задлъжнялост, нестабилна нормативна база и колапс на банковата система. Съчетани с липсата на умения и компетентност на общинската администрация в областта на общинския финансов мениджмънт в условията на пазарно-ориентирана икономика, всички тези фактори дават основание да твърдим, че до началото на 1999г. общинският капиталов пазар е по-скоро абстрактно понятие, отколкото реалност, особено що се касае до емитиране на ценни книжа с матуритет над една година. Едва няколко години след въвеждане на механизмите на валутния борд и настъпилата като резултат макроикономическа стабилизация, се

създават предпоставки за анализ и прогнозиране в по-дългосрочна перспектива. Овладеяването на инфлационните процеси и съответното нормализиране на лихвените нива, както и направените промени в нормативната уредба, са добра основа за първите стъпки в областта на общинското облигационно финансиране.

Опитите за използване на облигации за финансиране на общински дейности в най-новата ни история са свързани с общини като Пловдив, Русе, Свищов, Троян, Сливен, Пазарджик, Силистра, Дупница, Варна, Добрич и Шумен но засега само столичната емисия на еврооблигации се третира като напълно успешна, главно поради факта, че е погасена безпроблемно, изцяло и навреме. Параметрите на реализираните до момента облигационни емисии на български общини са синтезирани и представени в таблицата (таблица 1).

Според наличните данни основна част от набраните посредством облигационен заем средства са предназначени за реконструкция, рехабилитация и строителство на пътна мрежа и комунални инфраструктурни обекти. Разбира се всяка облигационна емисия има своя специфика и е свидетелство за успеха или провала на намеренията на общинските администратори. В последващото изложение е направен ретроспективен обзор на основните постижения и неуспехи в сферата на общинското облигационно финансиране в нашата страна, от първата облигационна емисия през 1999г. до наши дни, като са синтезирани някои изводи и препоръки.

Таблица 1

**Общински облигационни емисии в България: основни параметри
(към 01 септември 2005г.)**

Община	Код	Емисия	Падеж	Номинал	Обем	Купон	Цена на вторичен пазар	Цел на заема
София	NA	1999-06-03	2002-06-03	1000 EURO	50 000 000 EURO	9.75%	NA	Строителство, реконструкция и рехабилитация на пътната мрежа
Дупница	BMDPN	2003-04-15	2007-04-15	75 BGN	1 320 000 BGN	9 %	75.00	Реконструкция и модернизация на пътната мрежа
Сливен	BMSLV	2002-12-04	2006-12-04	1000 BGN	3 000 000 BGN	9 %	1005.80	Реконструкция на градските хали или изграждане на общински пазари
Свищов	BMSVI	1999-11-22	2006-11-23	10 BGN	371 510 BGN	ОЛП + 3%	10.00	Подмяна на водопроводната мрежа, разкриване на нови водоизточници
Варна	NA	2002-10-24	2005-10-24	1000 EURO	3 000 000 EURO	9%	NA	Реконструкция и модернизация на улично осветление и пътна инфраструктура, основен ремонт на обекти в сферите образование и култура
Добрич	NA	2004-06-03	2009-06-03	1000 EURO	2 600 000 EURO	6.75%	NA	Реконструкция и рехабилитация на пътната мрежа
Шумен	NA	2005-02-14	2010-02-14	2000 BGN	4 000 000 BGN	8.7%	NA	Строителство на нови улици, реконструкция и рехабилитация на пътната мрежа
Стара Загора	NA	2005-05-31	2015-05-31	1000 BGN	5 000 000 BGN	6%	NA	Инфраструктурни подобрения

Източник: Българска фондова борса – София, Комисия за финансов надзор

Първи стъпки по пътя на общинското облигационно финансиране (1999г. - 2001г.)

В условията на напълно отсъстващ общински облигационен пазар в нашата страна, неблагоприятна икономическа и нормативна среда, през 1999г. столицата на България емитира еврооблигации на международните финансови пазари. Въпреки че не може да служи като представителен пример за общините в страната, тази първа общинска облигационна емисия поставя началото на опитите за използване на дългови инструменти от българските общини в новите икономически условия.

Всъщност община София взема решение за емитиране на еврооблигационен заем още през 1998г.¹¹ Този вид заем е предпочетен заради предимствата му пред другите финансови инструменти достъпни за общината, като решаващи се оказват възможността за привличане на средства при по-нисък лихвен процент от преобладаващия в пазарното пространство и необходимостта от представяне на София на световните капиталови пазари с финансова операция, каквато почти всички столици на бившите соцстрани вече са направили. Основните предимства на еврооблигациите са, че се емитират в конвертируема валута, търгуват се свободно на международните капиталови пазари, като за емитирането им не са необходими гаранции, освен кредитния рейтинг на емитента, изготвен от световно призната рейтингова агенция. Това дава възможност средствата, набрани чрез еврооблигационния заем да бъдат използвани за реализиране на проекти, които нямат конкретно измерима възвръщаемост, като например реконструкция и рехабилитация на пътната инфраструктура, от каквато спешно се нуждае София.

Решението на Общинския съвет за емитиране на еврооблигационен заем е последвано от процедура по анонсирането му пред световната финансова общност. Общината започва подбор на агент по заема, който да изпълнява функциите консултант и посредник на емисията, като оповестява намеренията си с подкрепата на БНБ и Министерството на финансите. Общо четиринадесет финансови институции реагират съвременно и изпращат офертите си, което дава възможност на Столична община да проведе конкурс с два тура, избирайки четири оферти на първия и една на втория етап. Всеки етап е подложен на одобрение от Общинския съвет на база представени документи и експертни оценки. Окончателното решение за избор на агент по заема, е последвано от подписване на упълномощително (мандатно) писмо, въз основа на което френската банка "Париба" поема подготовката и организацията на емисията.

Първоначалните планове са облигациите да бъдат емитирани още през март 1999г., но се налага неколккратно отлагане, главно поради войната в Югославия, която повишава степента на несигурност за инвестициите в региона. В крайна сметка подписката за закупуване на облигациите стартира на 12 май 1999г. Размерът на заема е оптимален - € 50 милиона, с тригодишен срок и погасителен план тип "куршум". Въпреки първоначалните планове, които не предвиждат лихвата по заема да надхвърли 10%, развитието на конфликта в Косово предизвиква повишаване на рисковата надбавка от 6.75 пункта над базисния лихвен процент¹² на 7.00 процентни пункта, което фиксира купона по облигациите на 9.75%. Освен това по настояване на експертите от "Париба" облигациите се продават с дисконт в размер на 0.5% на € 100 номинал.

¹¹ Публикации на сайта на община София: www.sofia.bg

¹² В случая това е лихвения процент по т.нар. Бундс - тригодишни германски ДЦК с годишна доходност 2.75%

Според тях “това ще преодолее колебанията на инвеститорите да купуват ценни книжа от региона при сегашните обстоятелства”.¹³

Кредитният рейтинг на общината е изготвен от агенция *Standard and Poor's*, която присъжда оценка /B+/ - рейтинг, съответен на правителствения. Кредитният рейтинг означава, че общината е стабилна понастоящем и е в състояние да изплаща редовно всички свои дългове, но съществуват странови риск и политически риск, които евентуално биха довели до неплатежоспособност на емитента. Изготвянето на кредитния рейтинг струва на общината \$45 000, като по договор София е задължена да плаща по \$25 000 годишна такса за поддържането му до падежа на еврооблигационната емисия.

В крайна сметка, подписката за закупуване на облигациите приключва на 3 юни 1999г., когато средствата от продажбата на емисията постъпват по сметка в Общинска банка. Емисията е листвана на фондовата борса в Люксембург, като първоначално инвестиционният посредник изкупува облигации с номинал €45 милиона. Емисията е посрещната много добре на международния финансов пазар, цялата сума е подплатена със заявки предимно от Австрия, Италия, Франция, Германия. Останалите €5 милиона са поети от пет финансови институции – Общинска банка, “Райфайзенцентралбанк”–Виена, “Банк Аустрия Кредитанщалт”, “Кабато груп Интеса” и “Юнион банк”. В последствие, с посредничеството на Общинска банка в България, на вторичния пазар са изкупени общински облигации за около €20 милиона.

Средствата от заема са усвоени изцяло и са използвани за строителство и реконструкция на столичните булеварди. В крайна сметка реалната цена на финансирането за общината е определена на 10.36%. Освен дължи-

мата лихва, в цената са калкулирани и отстъпката от номинала, с която книжата са продавани на първичния пазар,¹⁴ комисионната за инвестиционния посредник,¹⁵ различни допълнителни плащания за правни услуги по изготвянето на проспекта и регистрирането на емисията на фондовата борса в Люксембург.¹⁶

Срокът на еврооблигационната емисия изтече на 3 юни 2002г., когато община София погаси напълно облигационния заем, като изплати на притежателите на облигации €50 милиона главница и последната вноска по лихвата в размер на €4,875 милиона. Общината не срещна проблеми при събирането на необходимите финансови ресурси, които са акумулирани в продължение на две години. Основната част от паричните средства са обезпечени от големия дивидент (51,2 милиона лева), получен от община София през 2001г. от акциите си в Банковата консолидационна компания, а останалата част от сумата е осигурена от бюджетни средства на общината.

Еврооблигационната емисия на община София се оценява като първата напълно успешна емисия на общински облигации в българската стопанска история. Нещо повече, тя послужи за ориентир на чуждестранните инвеститори, които до този момент определяха привлекателността на вложенията си в нашата страна най-вече на основата на многобройни слухове и малобройни факти.

Облигационният заем на община София е дебют на българските общински облигации на международните капиталови пазари, който скоро е последван от първият общински облигационен заем, емитиран в условията на публичност и пласиран изцяло на българския пазар – този на община Свищов. Още в началото на 1998г. общината започва подготовка

¹³ Публикации на сайта на община София: <http://www.sofia.bg>

¹⁴ €250 000 = 0.5% дисконт на €50 милиона номинал

¹⁵ €500 000 = 1% от стойността на емисията

¹⁶ Още €161 000

на облигационна емисия в размер на 1 милиард стари лева (1 млн. нови лв.), за срок от седем години, с доходност от три пункта над основния лихвен процент. Облигациите са с номинал от 10 000 стари лева (10 нови лв.) и емисионна стойност с премия от 500 стари лева (0.50 нови лева) над номиналната. Въпреки че, според изявление на общинската администрация "община Свищов напълно се самоиздържа и има достатъчно бюджетни приходи, за да гарантира редовното обслужване на заема",¹⁷ като конкретно обезпечение на облигационната емисия са предложени машини и съоръжения на общинската фирма "Вик". Целта на набраните заемни средства е реконструкция на изключително остарялата и екологично неиздържана водопроводната мрежа в града, както и разкриване на нови водоизточници в околните села.

Опитът на община Свищов да пласира облигационна емисия на българския капиталов пазар показва, че процедурата е доста продължителна. Решението на общинския съвет за ползване на облигационен заем е взето през март 1998г., следват няколко месеца, необходими за изготвяне на проспект за публично предлагане на емисия облигации, който е внесен за одобрение в Държавната комисия по ценните книжа (ДКЦК)¹⁸ през ноември 1998г. В началото на следващата година Комисията връща проспекта за преработване. Една от забележките е наистина съществена - липсата на баланс и отчет за приходите и разходите на общинската фирма "Вик" за току-що изтеклата година. Нещо повече, от Комисията са на мнение, че в проспекта на община Свищов са предложени като обезпечение активи със съмнителна ликвидност, поради което препоръчват на общината да замени залога на движимо имущество в местната "Вик" с

ипотека върху общински недвижими имоти. Друга основна забележка е недостатъчната обосновка на избора на инвестиционен проект, както и липсата на задължителния ситуационен анализ, очертаващ възможните решения в случай на непълно пласиране на заема. Необходимостта от заверка на общинския бюджет от Сметната палата, забавя внасянето на преработения проспект в ДКЦК с още няколко месеца. В крайна сметка на 26 юли 1999г. подписката е стартирана, но набраните средства възлизат на едва 371 510 нови лева, т.е. малко повече от 1/3 от планирания размер на облигационния заем.

През годините са изказани различни критични оценки и мнения за облигациите на община Свищов. Според някои лихвеният процент не е определен обективно, защото трите пункта премия над ОЛП не отразяват реално риска по общинските ценни книжа.¹⁹ Становището заслужава подкрепа, защото ниската степен на фискална децентрализация, както и слабата финансова дисциплина на общините в България през разглеждания период, имат негативно отражение върху доверието на инвеститорите в общински ценни книжа и увеличават изискуемото възнаграждение за риска, който поемат. **По-високият кредитен риск по общинските облигации произтича и от липсата на подходяща законова рамка в областта на общинското кредитиране, както и липсата на действащи механизми за регулиране и контрол на общинския дълг през разглеждания период.**

Същевременно липсата на развит общински облигационен пазар стоварва основната тежест по пласирането на облигациите върху инвестиционния посредник, в случая ИП"Юнити инвест 99". Погрешният подход на община Свищов при подбора

¹⁷ Публикации на сайта на община Свищов: <http://www.svishtov.bg>

¹⁸ Понастоящем Комисия за финансов надзор

¹⁹ ОЛП към датата на емисията е 4.79%, което означава, че номиналната лихва, която се изплаща по книгата възлиза на 7.79%.

на инвестиционен посредник, без развита мрежа от офиси и клонове в страната, както и предоверяването в неговите възможности се сочат като една от причините за непълната реализация на емисията. Несъмнено съществено неудобство за инвеститорите, е възможността общинските облигации да бъдат закупени единствено от офисите на инвестиционния посредник в София и Свищов. Освен това, преди да заплатят облигациите, инвеститорите трябва да попълнят шест документа²⁰, което допълнително утежнява и проточва процедурата.

Друга предпоставка за ниската атрактивност на емисията за инвеститорите е дългия срок на заема, в съчетание с двугодишен преференциален срок и ниската степен на ликвидност на ценните книжа в условията на неразвит общински облигационен пазар. Погасителният план за първите две години предвижда изплащане само на дължимите лихви, а за следващите пет години – погасяване и на части от главницата на лотарийен принцип. При лотарийния принцип главницата се погасява на лотове, съдържащи по 10 облигации, като за всеки лот се тегли жребий. Този принцип е изгоден за община Свищов, защото дава възможност номиналната стойност на облигациите да се погаси на пет части²¹, при което обслужването на заема се разпределя равномерно и не натоварва общинския бюджет в годината на падежа. Емисията е качена на Българска фондова борса през февруари 2001г., а падежът на облигациите е на 23 ноември 2006 г.

В крайна сметка, въпреки непълното реализиране на емисията, е

постигната сравнително ниска цена на финансирането - около 11%²², която е значително по-изгодна за общината от 16-18% лихва по банковите заеми в годината на емисията. Освен това, като се има предвид свитото предлагане на банкови кредити през разглеждания период, можем да твърдим, че търговските банки трудно биха се съгласили да отпуснат на общината заем със седемгодишен срок. Емисията на община Свищов показва също така и степента на приложимост в практиката на разпоредбите на ЗППЦК за общинските облигации.

В средата на януари 1999г. община Троян също обявява решение за емитиране на облигационен заем. Заемът е планиран в размер на 1,2 млрд. стари лева (1,2 млн. нови лева), със срок на погасяване 5 години и лихвен процент превишаващ основния с три процентни пункта. Планираната емисионна стойност на облигациите е 0,70 нови лева премия над номинала. Погасителният план предвижда двугодишен преференциален срок, с последващо равномерно погасяване на главницата. Целта на заема е реконструкция на магистралните водопроводи и намаляване загубите на вода, понеже по експертни оценки около 58% от водата се губи, преди да достигне крайните потребители. В същото време, в цената на водата се калкулира не само реално потребената, но и загубената вода. Мнението на експертите от общинската фирма "ВиК" е, че реконструкцията ще намали загубите при преноса на вода с около 40-42%. Намалението на загубите ще увеличи печалбата на фирмата и съответно - приходите в общинския бюджет, което ще осигури безпроблемното обслужване на заема.²³

²⁰ Заявление за покупка, вносна бележка, квитанция от посредника за преведени суми, информационно сведение, което показва, че инвеститорът е бил запознат от посредника за рисковете от инвестицията, декларация по Закона за мерките срещу изтичане на мръсни пари и декларация за изплатени данъци към община Свищов.

²¹ За четири години се предвижда погасяване на 7 430 броя облигации годишно, а за последната година остават 7 431 облигации.

²² Таксата на ДКЦК към датата на емисията за потвърждаване на проспекта за емисия с обем над 1 млрд. стари лева е в размер на 7 млн. стари лева, плюс 0.25% за превишението над 1 милиард

²³ Публикации на сайта на община Троян: <http://www.troyan.bg>

Инвестиционният проект на община Троян е свързан с два съществени риска. Първо, общината емитира и обслужва заема, а парите се изразходват от общинската фирма "Вик", защото водоснабдителната система е в баланса на фирмата, а не на общината. Същевременно редовното обслужване на заема зависи от състоянието на общинския бюджет и не зависи от качеството на управление на инвестиционния проект от общинската фирма, което поражда големи изкушения пред ръководството на фирмата за лично облагодетелстване, а подобни проекти предлагат много такива възможности. С цел намаляване на този риск, общината предвижда въвеждане на система за мониторинг на ефективното изразходване на средствата.

Вторият риск е свързан с отношенията между "Вик" - Троян и "Вик" - Ловеч. Троянската "Вик" купува водата от ловешката фирма, която е държавна и притежава монопол върху водата в региона.²⁴ През разглеждания период, община Ловеч е получила кредит по линия на "водния заем" от Световната банка, като обслужването на заема е задължение на водоснабдителната компания. Като последица през септември 1998г. "Вик" - Ловеч е увеличила цената на водата повече от два пъти. Това означава, че по силата на монополното си положение, държавната "Вик" - Ловеч прехвърля част от задълженията си по заема върху потребителите на вода от съседните общини, в това число и община Троян.

Примерът на община Троян поставя проблема за структурата на собствеността на общините в България, както и за взаимоотношенията между общините и общинските фирми. След като общината обслужва дълга, е целесъобразно дейностите, които задоволяват общинските потребности да се извършват от

общински дружества, създадени с тази цел. Същевременно на преден план излиза необходимостта от законово регламентиране на възможността общинските облигационни емисии да бъдат обезпечени с приходите от конкретния инвестиционен проект, чието реализиране в същност финансират. **В крайна сметка облигационната емисия не се реализира поради отказ на емитента.**

Следващата неуспешна облигационна емисия е тази на **община Димитровград**. През 2000г. общината подготвя облигационен заем в размер на 2 милиона лева, предназначени за финансиране изграждането на инфраструктурни обекти на и около пазара в Димитровград. Облигациите са тригодишни, с едногодишен гратисен период и доходност от 6.5% над ОЛП. Като обезпечение по заема се предвижда да бъдат заложени два общински имота - търговския комплекс в центъра на града и магазин "Детски дом". Осигурена е банкова гаранция по заема от Росексимбанк, а като консултант на общината по проекта е привлечен инвестиционният посредник "Юнити инвест 99", подготвил емисията на община Свищов.

Облигационната емисия се отлага на два пъти поради липсата на инвеститорски интерес. Според мнението на ръководството на Общинския съвет в Димитровград, основният проблем пред такива емисии е, че все още не са добре познати на инвеститорите. Слабата информираност на потенциалните инвеститори за условията на емисията се дължи отчасти и на липсата на просpekt. Намеренията на общината са емисията да се пласира в условията на частно предлагане, съгласно предвидената възможност в ЗППЦК, да не се представя prospect за емисия ценни книжа, които се предлагат само на институционални инвеститори.²⁵ **В**

²⁴ Публикации на сайта на община Троян: <http://www.troyan.bg>

²⁵ ЗППЦК, чл.79, ал.1, т.8

крайна сметка общината се отказва да реализира емисията.

През 2001г. **община Пазарджик** също обяви намерение да емитира облигации на стойност между 3 и 6 млн. лева, с които да финансира четири инфраструктурни обекта – модернизация на стоково тържище, доизграждане на сграда за библиотека, построяване на увеселителен парк и създаване на зона за икономическо развитие в града. Трябва да отбележим, че намерението за изграждане на икономическа зона е първата подобна общинска инициатива в страната. Целта е да се осигури земя, с изградена инфраструктура и безмитни складове за всички желаещи да развият производство и да предлагат услуги на територията на общината, която да се продава на минимални цени, неколккратно по-ниски от пазарните. Проектът за бизнес-зоната е по американски модел, но подобни зони се радват на успех в целия свят, особено когато са част от цялостна програма за развитие на местния бизнес.

Тежестта за финансирането на инвестиционния проект пада изцяло върху общината. Планът е инфраструктурата да се изгради в източната част на града, на общински терен с площ около 170 дка., който да се раздели на парцели с големина от 0,8 до 12 дка, с достъп до път и наличие на ток, вода, телефон. Предвижда се изграждане и на специално митническо бюро за улеснение на фирмите.

Подходът към управлението на проекта е напълно новаторски, от гледна точка на етапа на развитие на общинския финансов мениджмънт в нашата страна през разглеждания период. Намеренията са средствата от емитираните облигации да се предоставят на новорегистрирано общинско акционерно дружество, като след изграждане на инфраструктурата и сградите, с получените приходи от продажбата на земята да се възстанови ползвания облигационен заем. “След като земята стане частна собственост, дружеството ще стопанисва само

митническия склад и някои общи сгради. Тогава част от акциите в него също могат да бъдат продадени и проектът да приключи изцяло”²⁶, смятат от общинската администрация.

Целева аудитория на общинските облигации са предимно институционалните инвеститори, главно поради сравнително високата номинална стойност, въпреки че номинал в размер на 100 лв. не е съществена пречка и за индивидуалните инвеститори. Изборът на инвестиционен посредник е по правилата на “ограничена процедура” съгласно ЗОП, която предвижда първоначален предварителен подбор на кандидатите в зависимост от тяхната техническа и финансова възможност да поемат емисията. Критериите за оценка на офертите на одобрените кандидати са размер на възнаграждението на инвестиционния посредник, познаване на икономическото състояние и инвестиционните проекти на общината, опит в пласмента на облигации и познаване на българския пазар, ангажимент на инвестиционния посредник за успешното пласиране на емисията. Погасяването и обезпечаването на заема не е проблем за стабилна и просперираща община като Пазарджик. Не случайно в отчета на ПРООН²⁷ за 2001 г. общината е обявена за най-прогресиращата в България по показателите индекс на човешкото развитие и качество на живот.

В крайна сметка емисията не се реализира и проектът си остава изложен само на хартия. Една от основните причини е невъзможността на общината да използва предвидения терен, който е със статут на земеделска земя.

В заключение трябва да подчертаем, че първите стъпки в областта на общинското облигационно

²⁶ Публикации на сайта на община Пазарджик: <http://www.pazardjik.bg>

²⁷ ПРООН или UNDP (United Nations Development Program) е абревиатурата на Програмата на Обединените нации за развитие. Една от целите ѝ е да укрепва международното сътрудничество за постигане на устойчиво човешко развитие.

финансиране са направени в условията на неразвит общински облигационен пазар и липсата както на стабилна, завършена нормативна рамка, така и на умения и опит на общинските администрации в сферата емитиране и управление на дългови инструменти. На този етап облигационното кредитиране намира изключително ограничено приложение при финансиране на общинските инвестиционни проекти. Успешните облигационни емисии са по-скоро изключение, отколкото правило. Тази тенденция постепенно ще бъде преодоляна в резултат на утвърждаването на дълговите инструменти и развитието на общинския облигационен пазар. Положителен момент в тази насока е наличието на богат международен опит, но механичното му трансформиране в нашата практика е не само невъзможно, но и нежелателно. В начална фаза е процес разработване на модели за дългово финансиране на общините, съобразени с българската икономическа действителност, чието тестване изисква продължителен период от време и запълване на празнотите в нормативната уредба.

Зараждане на общински облигационен пазар в България (2002-2005г.)

Поредицата неуспехи от 2000-2001г. е последвана от процес на постепенно зараждане на общинския облигационен пазар в нашата страна. В условията на криза и недостиг на ресурси в публичния сектор, общините са принудени да отлагат тези разходи, които позволяват поддържане качеството и количеството на публичните услуги в краткосрочен план, но създават огромни проблеми в дългосрочен план. Такива са разходите за текуща поддръжка на общинската инфраструктура и оборудване, както и капиталовите разходи на общината.

Въпреки че в моменти на финансови ограничения, отложената поддръжка се разглежда като сравнително безболезнен, краткосрочен начин за

ограничаване на разходите, продължителното отлагане създава сериозни проблеми, заради огромните суми, инвестирани в капиталови активи. Когато не са поддържани адекватно, ефективността на общинската инфраструктура и оборудване спада, създават се рискове, свързани с безопасността, разходите за поддръжка и подмяна се покачват, общината става все по-малко атрактивно място за живот и бизнес, в резултат на което се наблюдава спад в цените на жилищните и бизнес имоти.

Провежданата през този период правителствена политика, създава трайни неблагоприятни тенденции за декапитализация на общините чрез използването на системата от разходни приоритети. Действащите ограничения силно налагат отлагане на разходите за поддръжка на градската инфраструктура. Резултатите от подобна политика се влошават допълнително от съществуващите до 2001г. законови ограничения за размера на допълнителните капиталови разходи на общините над предвидената целева субсидия, както и нормативните разпоредби, допускащи поемане на общински дълг само за финансиране на бюджетния дефицит, но не и за капитално строителство.

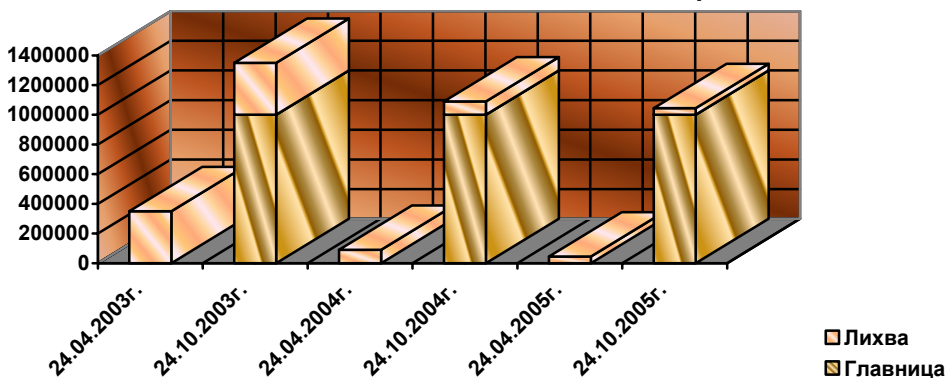
В резултат на създадените през последните години неблагоприятни финансови условия за общинските бюджети, в началото на 2002г. община Варна обяви намерението си да емитира облигационен заем, понеже е принудена да потърси нови методи на финансиране на инвестиционната си програма. След необходимия период на подготовка, на 24.10.2002г. емитираният от община Варна облигационен заем, в размер на € 3 милиона, с тригодишен срок и 9% годишна доходност, е обявен за сключен. Благоприятна предпоставка за успешното реализиране на облигационната емисия е присъдения кредитен рейтинг. Срещу такса от \$60 000, Варна получи оценка /B2/ по скалата на *Moody's* и стана вторият след столицата град в България със собствен кредитен рейтинг.

Варненската облигационна емисия (графика 2) е реализирана при значителен инвеститорски интерес, в изключително кратки срокове, като голям брой купувачи са останали неудовлетворени. Посредник на емисията отново е ИП "Юнити Инвест 99", но този път задачата му е значително облекчена от включените в програмата на облигационния заем атрактивни, рентабилни обекти, които се ползват с добър имидж и обещават значителна възвращаемост. Активното усвояване на средствата по заема започва още в началото на 2003г., като

половината от заемните средства са предназначени за цялостна реконструкция на уличното осветление в община Варна, за реконструкция и модернизация на пътната инфраструктура са предвидени 2 350 000 лв., а останалите средства са използвани за основен ремонт на обекти в сферата на образованието и културата. Към края на 2003г. облигационният заем е усвоен в пълен размер. Междувременно общината обслужва безпроблемно лихвените плащания по заема, като погасява и равномерни части от главницата, съгласно възприетия погасителен план.

Графика 2

Погасителен план на облигационен заем: община Варна



Източник: Комисия за финансов надзор

Трябва да се отбележи, че процесът на подготовката на общинската облигационна емисия е изключително трудоемък и продължава почти година. Изписани са два тома по 700 страници, представящи точна картина на икономическото и финансово състояние на община Варна, които се предоставят на потенциалните инвеститори. Инвестиционният меморандум съдържа подробни данни за общината, информация за размера и структурата на предоставените за ползване капитали, баланси на търговските дружества с общинско участие и общинските предприятия за последните четири години, както и перспективите за бъдещото им развитие, административно-териториални данни,

подробни данни за финансовото състояние на общината от 1999 до 2001г. включително общи и целеви субсидии, планирани и реализирани бюджетни дефицити.

Важно е да се подчертае, че емитирането на общински облигации не доведе до сътресения в общинския бюджет, а напротив - подпомогна регионалното развитие. Неоспоримо доказателство за това е актуализацията на кредитния рейтинг. Само година след присъждане на първоначалната степен /B2/, рейтингът на Варна е повишен на /B1/ по скалата на Moody's и вече е съпоставим с този на редица водещи градове от региона на ЦИЕ. Повишението е отражение на благоприятния икономически

профил на града, който предпазва Варна от остри икономически сътресения. Заключениета на агенцията са, че изплащането на общинския облигационен заем е обезпечено, а икономическият подем на града и привлекателността му като място за живеене го поставят на водещо място в сравнение с останалите градове в страната.²⁸ В края на юни 2005г. Варна достигна рейтинга на столицата, получавайки оценка /BB/ по скалата на *Standard & Poor's*.²⁹ Кредитоспособността на общината е подкрепена от ниското ниво на безработица, наличието на адекватна дългосрочна стратегия и инвестиционна политика на общината, както и възможностите ѝ за самофинансиране.

Изводът, който общинската администрация прави днес, след натрупания опит и несъмнения положителен ефект от финансовата операция е, че община Варна има всички възможности да привлече отново кредитен ресурс, както на националния капиталов пазар, така и да емитира облигации на международните капиталови пазари.

Успешният пример на Варна много скоро е последван от друга община. Също така мотивирана от необходимостта за разкриване на алтернативни източници на средства за подобряване на общинската инфраструктура, още през 2001г. община Сливен (графика 3) възлага на инвестиционен посредник "Статус Инвест" АД

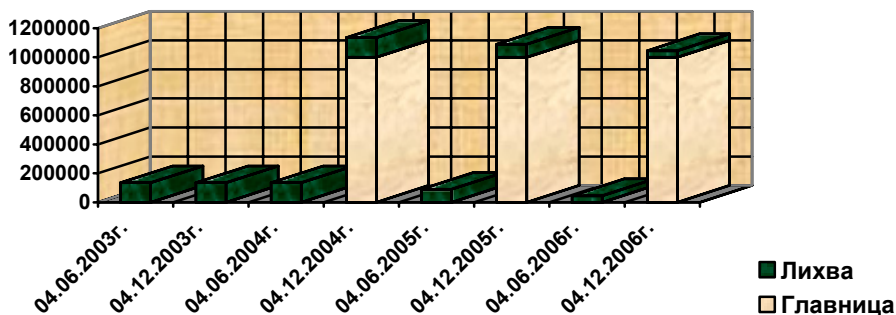
обществена поръчка за проучване и изготвяне на доклад за възможностите за емитиране на общински облигации. Предназначението на набраните средства е финансиране реконструкцията на градските хали и изграждане на общински пазари, като целта е да се привлекат предимно местни капитали.

Облигационният заем е с размер 3 000 000 лева, привлечени за срок от четири години, облигациите са с номинална стойност от 1 000 лева, която съвпада с цената им при въвеждане за борсова търговия. Инвеститорите могат да разчитат на 9% годишна доходност. Предвиден е едногодишен гратисен период за изплащане на главницата или за упражняване на други права, считано от датата на емисията – 04.12.2002г. Погасителният план предвижда схема за равномерно погасяване на главницата, с цел предотвратяване натоварването на общинския бюджет на падежа. Средствата по облигационния заем са усвоени в пълен размер, като вече трета година общината обслужва безпроблемно задълженията си. Облигационната емисия на община Сливен е качена на БФБ – София, като до момента пазарната стойност на облигациите е отбелязала повишение в размер на 0,58%.

²⁸ *Moody's Investors Service, Global Credit Research, 2003*

²⁹ *Рейтингът се равнява на оценка Ba2 по скалата на Moody's*

Графика 3

Погасителен план на облигационен заем: община Сливен

Източник: Комисия за финансов надзор

Състоянието на инфраструктурата на друга българска община – Добрич също е изключително тежко (графика 4). По оценка на общинските експерти, финансовата рамка на общинския бюджет не позволява да се финансират необходимите дейности за пълна реконструкция на амортизираната пътна мрежа на територията на общината. След задълбочен анализ на реалните условия, е разработен проект за реконструкция и рехабилитация на напълно амортизирана улична настилка с обща площ от 212 750 кв.м., който е в състояние да реши най-наболелите проблеми на градската инфраструктура и да отговори на конкретните потребности на гражданите и бизнеса.

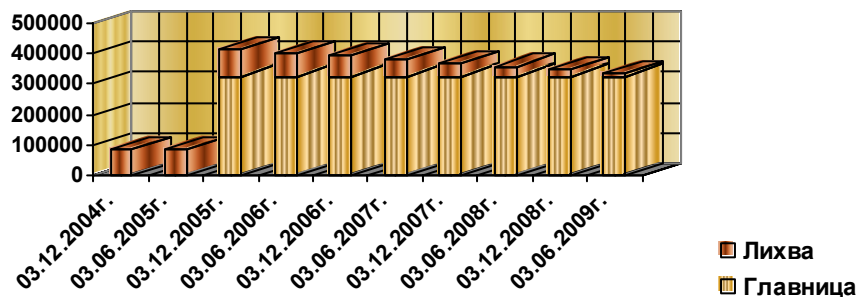
Понеже не включва междуселищни пътища, проектът не отговаря на необходимите критерии за финансиране по програма САПАРД, ето защо е представен пред инвестиционни посредници и консултанти за определяне кредитоспособността на общината. В края на март 2004г., кметският екип и общинските съветници на община Добрич се обединяват около становището, че трябва да се търсят нови алтернативни

източници на финансиране и облигационният заем безспорно е един от тях. Въпреки че не решава изцяло тежките инфраструктурни проблеми, все пак това е начин да се промени визията на общината.

Като резултат, на 3 юни 2004г. община Добрич емитира обезпечени общински облигации с номинална стойност от € 2 600 000 с цел финансиране на проекта за реконструкция и рехабилитация на уличната мрежа в град Добрич. Водещ мениджър по сделката е Ти Би Ай Инвест ЕАД. Параметрите на емисията са изключително изгодни за общината. Средствата са привлечени за срок от пет години при годишен фиксиран купон 6.75%, платим на всеки шест месеца, с 18 месеца гратисен период за главницата, дължима на осем равни вноски, заедно с последните осем лихвени плащания. Погасителният план предвижда схема за равномерно погасяване на главницата, като предпазва общинския бюджет от сериозни финансови сътресения на падежа.

Графика 4

Погасителен план на облигационен заем: община Добрич

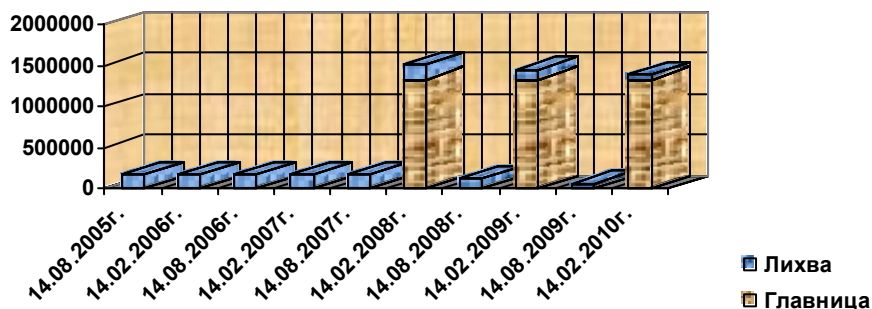


Източник: Комисия за финансов надзор

С цел избягване на основните проблеми при публичното пласиране на емисията, свързани предимно с усложнените процедури по нейното разрешаване и регистриране, емисията е пласирана при условията на първично частно предлагане. Частното предлагане дава възможност на общината да избегне разходите по издаване на проспект и утвърждаването му от Комисията за финансов надзор, както и разходите за регистрация на емисията на фондовата борса, като директно пласира ценните си книжа на ограничен брой инвеститори. Облигационната емисия на община Добрич е записана в рамките на няколко дни от девет големи институционални инвеститори: шест пенсионни фонда, от които два доброволни, два професионални и два универсални фонда, застрахователна компания, пенсионно-осигурителна компания и инвестиционно дружество.

На същия силен инвеститорски интерес се радва и облигационната емисия на шуменската община, която е продадена за два дни – от 14 до 16 февруари 2005г. (графика 5). Облигационерите са “Райфайзенбанк - България” ЕАД и “Елана трейдинг” АД, като всяка една от двете компании е закупила по 2000 броя ценни книжа на обща стойност 4 000 000 лв. Светкавичното изкупуване на облигациите несъмнено доказва тяхната атрактивност за инвеститорите. Същевременно облигационният заем е изключително изгоден за общината. Дължимият годишен лихвен процент по привлечените средства е 8,7%, а срокът на заема е пет години, с двугодишен гратисен период за погасяване на главницата. Облигациите са обезпечени само със собствените приходи на общината.

Погасителен план на облигационен заем: община Шумен



Източник: Комисия за финансов надзор

Едва след успешното първично пласиране на емисията, с цел регистриране на ценните книжа за вторична търговия на БФБ, община Шумен започна процедура по подготовка на проспект и друга документация, които ще бъдат представени за одобрение на Комисията за финансов надзор.

Причината за възникналата спешна нужда от заемни средства е традиционната за българските общини на този етап – плачевното състояние на общинската инфраструктура и необходимостта от подобряването ѝ. Експертен доклад, поръчан от общинската администрация посочва, че едва 25% от цялата пътна мрежа е в добро състояние, като задоволително е определено състоянието на 29%, а като лошо – състоянието на 46% от пътната инфраструктура. Същевременно сериозните инвеститори трудно могат да бъдат привлечени без наличието на добре поддържана пътна мрежа. Инвестиционният проект включва строителство на нови улици, реконструкция и рехабилитация на съществуващата пътна настилка и основен ремонт на пешеходните тротоари. Предвидено е програмата за рехабилитация да стартира още през пролетта. Според експертни оценки, текущите разходи за поддръжка на остарялата инфраструктура за периода 2001-2004г. възлизат на 4,6 млн.лв. –

една значителна сума, която ще бъде редуцирана съществено след реализирането на инвестиционния проект.

Радужният прием на петгодишните облигационни емисии, даде основание на община Стара Загора да дебютира на капиталовия пазар в края на май 2005г. с 10-годишна емисия облигации на стойност 5 000 000 лв., при изключително изгоден лихвен процент – едва 6% годишно Това е първата общинска облигационна емисия, която е наистина дългосрочна. До този момент на българския капиталов пазар са пласирани само ДЦК с подобен падеж. Благоприятна предпоставка за успешното реализиране на емисията е полученият рейтинг /BB/ със стабилна перспектива по скалата на *Standard & Poor's*. Оценката на Стара Загора е еквивалентна с тези на София, Варна и Пловдив. Този път за водещ мениджър на емисията е избрана търговска банка, а именно HVB Bank Biochim. Също както и при предишните емисии, набраните посредством облигационния заем средства са предназначени за подобряване на градската инфраструктура и съответно повишаване привлекателността на общината като място за живеене и развитие на бизнес.

В крайна сметка, българските общини постепенно се превръщат в основни структурни единици, носители

на устойчив стопански растеж в национален мащаб, което е предпоставка за приближаване на българската икономика до Европейския съюз. В реалните икономически условия обаче съществуват малко алтернативи за финансиране на общинската инвестиционна програма, които освен привличане на необходимия кредитен ресурс, осигуряват дългосрочен растеж на местната икономика и благоприятен климат за привличане на частни инвестиции. Несъмнено такъв механизъм за финансиране е общинският облигационен заем.

Изводи и препоръки

Макар и сравнително беден, опитът на българските общини в сферата на облигационното финансиране, от първата облигационна емисия през 1999г. до наши дни, може да бъде обобщен посредством следните изводи и препоръки:

✦ На първо място, трябва да се отбележи, че **първите облигационни емисии**, реализирани в периода 1999 – 2002г., **са свързани с дълъг процес на подготовка, огромен труд и понякога дори с неколкостранно отлагане на емисиите, което отнема на общинските администрации средно около 2 години.**

Свидетелство за продължителността на подготовката е опитът на общините Свищов, София, Варна и Сливен, а общините Троян, Димитровград и Пазарджик са изправени пред сериозни проблеми и трудности, включително и липса на инвеститорски интерес, принудили ги в крайна сметка да се откажат от използване на облигациите като инструмент за финансиране.

За разлика от тях, общинските облигации на Добрич и Шумен, емитирани след 2004г. са подготвени в рамките на сравнително кратки срокове (не повече от 3 месеца) и са пласирани при условията на първично частно пред-

лагане, с намерение за регистрирането им в Комисията за финансов надзор с цел вторична търговия на БФБ – София.

Ретроспективният обзор дава възможност да се направи извода, че е налице процес на постепенно усъвършенстване на уменията на общинските администрации и натрупване на начални традиции и опит в областта на общинското облигационно финансиране, което е предпоставка за отработване и рутинизиране на процедурите, повишаване компетентността на служителите и съответно – скъсяване на срока за подготовка на облигационната емисия.

В крайна сметка, общинските администратори и експерти, участвали в успешно реализираните облигационни емисии, се консолидират около становището, че **чрез използване на облигационно финансиране за инвестиции, местните власти могат за сравнително кратък период да осигурят финансови средства в големи размери, като разсрочат изплащането им за няколко години.**³⁰ По този начин общините привличат финансов ресурс за успешно решаване на значими местни проблеми, за които държавата не може да поеме отговорност. Въпреки че поемането на общински облигационен дълг все още е сравнително нов механизъм и слабо използван финансов инструмент в практиката на българските общини, с развитието на общинския капиталов пазар ще се създадат възможности и предпоставки за неговото популяризиране.

✦ **Реализираните до този момент общински облигационни емисии са доказателство за способността на местните власти**

³⁰ Виж *Емитиране на общински облигации – възможност за допълнителни приходи в общинската хазна*, Информационен бюлетин на ФРМС, бр.53/2004г., www.flgr.bg

да емитират и обслужват безпроблемно облигационен дълг.

Нещо повече, непрестанно нарастващият брой на нови общински емисии показва, че облигационното финансиране има потенциал. С цел подпомагане развитието на общинския облигационен пазар е необходимо да се продължи реформата, насочена към утвърждаване принципите на фискалната децентрализация и повишаване данъчната автономност на общините, стабилността, предсказуемостта и прозрачността на общинските бюджетни приходи.

➤ По-голямата част от общинските облигационни емисии са реализирани при значителен инвеститорски интерес. Облигациите на общините София, Варна, Добрич и Шумен са пласирани в изключително кратки срокове – в рамките на не повече от 2-3 дни, като дори част от инвеститорите са останали неудовлетворени.

Освен като неоспоримо свидетелство за атрактивността на общинските облигации за инвеститорите, този факт показва предимствата на първичното частно предлагане и приложимостта му при общинските облигационни емисии на настоящия етап на развитие на общинския облигационен пазар в България. Възможността за частно предлагане на облигациите е важен фактор за стимулиране развитието на общинския облигационен пазар, доколкото този начин за първично пласиране е свързан с опростена процедура и значително по-ниски транзакционни разходи.

➤ **Атрактивността на общинските облигации за институционалните инвеститори е пряка последица от подходящата нормативна рамка.**

Българското законодателство третира общинските облигации като нискорискова инвестиция, което е предпоставка за интереса на банките, застрахователните дружества, пенсионните и инвестиционни фондове към този

вид ценни книжа. С цел стимулиране развитието на общинския облигационен пазар и привличане интереса на предприятията към финансиране на местното икономическо развитие, е необходимо да се регламентират подходящи данъчни преференции в Закона за корпоративното подоходно облагане.

➤ **Наличните данни свидетелстват за липсата на достатъчен интерес от страна на индивидуалните инвеститори.**

Една от основните причини е, че емитираните до момента общински облигации са дългосрочни, като предвиждат и определен гратисен период. В съчетание с ниската степен на ликвидност на облигационния пазар, това обстоятелство е причина за ниската активност на физическите лица при инвестиране в облигациите на общините Дупница, Сливен и Свищов – единствените, които в момента се търгуват на БФБ. Наличните данни показват, че дори предвидените в законодателството данъчни преференции не са в състояние да привлекат интереса на индивидуалния инвеститор. **Налага се изводът, че при настоящото ниво на развитие на общинския облигационен пазар, за да бъдат атрактивни за масовия инвеститор, общинските облигации трябва да бъдат с по-кратък срок и да предлагат опция за обратно изкупуване, ако на борсата няма достатъчно активна вторична търговия.**

➤ Внимателният анализ на наличните данни показва, че въпреки постигнатата макроикономическа стабилизация, усъвършенстваната нормативна рамка и очевидните възможности на облигационното финансиране да подпомогне разрешаването на някои бюджетни проблеми, **българските общини все още подхождат твърде предпазливо при използването на този финансов инструмент.** Едва 7 от общо 264 общини в България са реализирали облигационна емисия, т.е. по-малко от 3%.

Част от причините се коренят в липсата на традиции и опит, както и непознаването на специфичните процедури, свързани с оперирането на капиталовите пазари, като не бива да се пренебрегва и факта, че общинският облигационен пазар в България все още е в “зародишен” етап. **Неразвитият капиталов пазар е фактор, който затруднява пласмента на общински облигации, а ниската степен на ликвидност, както и липсата на подходящи данъчни преференции за бизнеса, намалява атрактивността им за голяма част от инвеститорите.**

➔ **Липсата на благоприятна законодателна рамка, регулираща общинските облигационни емисии често се отчита като фактор, който възпрепятства развитието на общинския облигационния пазар.**

Може да се твърди, че влезият в сила от 01 юни 2005г. Закон за общинския дълг е важна предпоставка за подпомагане развитието на общинския облигационен пазар, доколкото регламентира начина за поемане на общински дълг, ограниченията на размера на дълга, процедурата за избор на финансов посредник, начините за първоначално пласиране на ценните книжа, както и създаването на централен публичен регистър на общинския дълг в Министерството на финансите.

Нормативното регулиране и правителствения мониторинг на местния дълг играят изключително позитивна роля в подкрепа на развитието на общинския облигационен пазар, защото се възприемат като фактор за висока степен на кредитоспособност на местните власти в страната.

➔ **Поради силно ограничените данъчни правомощия на българските общини, всички емисии на общи облигации до момента са обезпечени с общинско имущество, посредством учредяване на залог на**

движимо имущество или ипотека на недвижим имот.

Единственото законово ограничение в тази връзка е абсолютната забрана да се залага или ипотекира имущество – публична общинска собственост.³¹ С цел стимулиране развитието на общинския облигационен пазар и създаване на предпоставки за по-пълноценно използване предимствата на облигационното финансиране е необходимо да се предприемат мерки за създаване на:

☑ **Механизъм за отделяне на текущите от капиталовите приходи и разходи на общината и формиране на отделен оперативен и капиталов бюджет;**

☑ **Нормативно регламентирана възможност за формиране на специален фонд за обслужване на дълга и допълнителен резервен (гаранционен) фонд.**

В момента общините не могат да прехвърлят средства от една бюджетна година в друга, а създаването на извънбюджетни сметки и фондове е предмет на изрична законова разпоредба или на определено волеизявление – дарение, завещание и други средства, предоставени от физически и юридически лица и организации.³² Необходима е промяна във взаимоотношенията на общините и държавния бюджет, позволяваща целево акумулиране на средства за изплащане на дългове с матуритет над една година;

☑ **Нормативно регламентирана възможност за обезпечаване на облигациите с приходен поток от конкретен данък, общинска такса или друг подходящ приходоизточник (например приходите от конкретен инвестиционен проект);**

В момента българските общини емитират общи облигации и са лишени от възможността да ползват предим-

³¹ Закон за общинския дълг, чл.8, ал.3

³² Закон за общинските бюджети, чл.42, ал.1

ствата на приходните облигации, които, тъй като са предимно проектно ориентирани, биха били по-достъпни за малките общини, доколкото големите общини винаги са в по-добра позиция, когато набират инвестиционни ресурси;

☑ **Законови предпоставки за развитие на т.нар. облигационна застраховка;**

☑ **Предоставяне на реална данъчна автономност на местната власт** с цел повишаване на стойността и силата на общооблигационното обезпечение, както и доверието на пазара по отношение на облигационната емисия.

➔ **Като съществена пречка за развитието на общинското облигационно финансиране често се изтъква липсата на методика за анализ и оценка на кредитоспособността в публичния сектор.**

За разлика например от банковия кредит, при който процесът на анализ на платежоспособността на кредитополучателя е доста подробен, доколкото банката изисква пълна финансово-счетоводна информация, прави собствено допълнително проучване, осигурява сериозни обезпечения и гаранции и едва тогава взема решение за отпускане на кредит, то при облигационните заеми подобна щателна проверка на емитента от страна на инвеститорите е невъзможна. Ето защо, в икономиките с развит капиталов пазар обикновено има независима институция, която оценява и степенува риска от неплатежоспособност, като изготвя т.нар. кредитен рейтинг на емитента и емисията, базиран на експертната оценка на множество фактори. След внимателна преценка, всяка община-емитент, както и конкретната емисия се поставят в съответен рисков клас, който влияе съществено върху премията за риск, а оттам - върху цената и доходността на облигациите.

Системата за кредитен рейтинг е съвременен метод за изследване на

кредитоспособността, като позволява лесна и бърза преценка на конкретните показатели, характеризиращи социално-икономическото и финансовото състояние на общината, като очертава и тенденциите за бъдещото ѝ развитие. В ролята си на експертно мнение, представено от независима агенция-оценител, рейтингът отразява кредитния риск, като параметризира вероятността общината да изпадне в неплатежоспособност, т.е. невъзможност да изпълни задълженията си по обслужване на емитирания дълг преди матуритета. Ето защо, националната система за присвояване кредитен рейтинг на общините, е важен стимул за развитието на общинския облигационен пазар в страната. Посредством унифициране на основните показатели за оценка на общинската кредитоспособност и създаване на национална база данни, рейтинговата система улесни както местните власти - чрез синхронизиране и стандартизиране на информацията, която трябва да представят, за да получат рейтинг, така и потенциалните инвеститори, които чрез кредитния рейтинг ще получат представа за кредитоспособността на общината и съответно за риска, свързан с инвестирането.

В заключение трябва да посочим, че превръщането на общините в структурни единици, носители на устойчив стопански растеж в национален мащаб, е едно от условията за приближаване на българската икономика до Европейския съюз. В реалните икономически условия обаче, съществуват твърде малко алтернативи за общинско финансиране, които могат да доведат до привличане на средства за важни инвестиционни проекти, осигуряване на дългосрочен устойчив растеж на местната икономика и формиране на благоприятен климат за привличане на инвестиции. Безспорно една от тези алтернативи е общинската облигационна емисия.

С цел ефективно използване на несъмнените предимства на общинския

облигационен пазар, е необходимо разработване на държавна политика, насочена към факторите, стимулиращи неговото развитие: наличие на достатъчен обем облигационни емисии, предимство на общинските облигации пред алтернативните финансови инструменти, насочващи вътрешните спестявания към доходносни инвестиционни

възможности, прозрачност и стабилност на общинските финанси, значителен дял на собствените приходи в общинските бюджети и реална данъчна автономност на общините. Всички тези предпоставки водят в една посока – развитие на активен, ликвиден и надежден общински облигационен пазар.

ЛИТЕРАТУРА

- Ганчева, Кр.**, *Емитиране и управление на общински дълг (на примера на Столична община)*, Фискална децентрализация в България – фокусиране на дебата, ИФД, София, 2002
- Данаилов Д.**, *Фирмен финансов мениджмънт*, ИК“Люрен”, София, 1994
- Закон за държавния дълг**, обн.ДВ, бр.93/2002г
- Закон за общинския дълг**, обн. ДВ, бр.34/2005г., в сила от 01.06.2005г
- Закон за общинските бюджети**, обн.ДВ, бр.33/1998г.
- Закон за облагане доходите на физическите лица**, обн. ДВ,бр.112/2003г.
- Закон за застраховането**, обн.ДВ, бр.75/1998г
- Кодекс за задължителното обществено осигуряване**, обн.ДВ, бр.110/1999г
- Blondal, J.**, *Modern Budgeting*, PUMA, OECD, Paris, 1997
- Hogye,M., Charles McFerren**, *Local Government Budgeting: The CEE Experience*, LGI/OSI, Budapest, 2002
- Moody’s Investors Service**, *Global Credit Research*, 2003
- Petersen, J. & J. Cihfield**, *Linkages Between Local Governments and Financial Markets: A Tool Kit to Developing Subsovereign Credit Markets in Emerging Economies*, Washington, D. C., World Bank, 2000