

*І. П. Петренко,
асистент кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ "Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана"*

ПРАВОВІ ТА ФІНАНСОВІ АСПЕКТИ ВИКОРИСТАННЯ ЦІЛЮВИХ ОБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ФІНАНСУВАННЯ ЖИТЛОВОГО БУДІВНИЦТВА В УКРАЇНІ

У статті досліджено сутність поняття цільових облигацій, визначено правове поле функціонування ринку цільових облигацій в Україні, охарактеризовано порядок їх емісії, обігу та погашення, а також сформульовано переваги та недоліки використання цільових облигацій як інструменту фінансування житлового будівництва.

The article is devoted to the research of essence of target bonds, the determination of law condition of target bonds market functioning in Ukraine, the specification of their issue, circulation and redemption and the naming advantages and disadvantages of the target bonds usage for housing construction financing.

Ключові слова: цільові облигації, емітент, забудовник, інвестор, фінансовий інструмент, житлове будівництво.

Key words: target bonds, issuer, builder, investor, financial instrument, housing construction.

ВСТУП

В економіці кожної країни ринок нерухомості є важливою складовою, оскільки він прямо пов'язаний із галуззю будівництва та створенням нових матеріальних активів. Особлива роль належить сектору будівництва об'єктів житлової нерухомості, оскільки він є частиною соціально-економічної стратегії розвитку держави. Проте нарощування обсягів житлового будівництва прямо залежить від рівня його фінансування, а також від участі у цьому процесі приватних інвесторів.

В ході еволюції вітчизняного фінансового ринку було розроблено широкий арсенал інструментів формування позичкових фінансових ресурсів через емісію боргових цінних паперів. Для фінансування інвестиційних проектів у галузі житлового будівництва застосовуються специфічний різновид цінних паперів — цільові облигації.

В Україні питання сутності цільових облигацій, нормативно-правового регулювання порядку їх емісії та обігу досліджували такі вчені-фахівці, як А. Ковтун [1], А. Дачник [2], Н. Доценко-Білоус [3; 4], А. Гавриш [5], І. Курафєва [6] та інші. Однак ці дослідження були здійснені в межах публікацій, які містили лише огляд змін до вітчизняного законодавства, що стосувалися цільових облигацій, або ж коротку характеристику сутності даного цінного паперу та особливостей його використання.

Таким чином, обрана тема є актуальною з тієї позиції, що існує необхідність поглибленого дослідження змісту цільових облигацій саме як інструменту фінансування інвестиційних проектів у галузі житлового будівництва. Також, зважаючи на соціально-економічну значущість будівельної галузі, що виражається у постійному інтересі юридичних та фізичних осіб до операцій купівлі-продажу нерухомості, виникає потреба у формулюванні переваг та недоліків цільових облигацій для емітентів та інвесторів. Розуміння того, що слід очікувати від використання даного фінансового інструменту, озброїть необхідною інформацією цих учасників і допоможе їм у подальшому прийняти раціональне фінансове рішення.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Метою написання статті є розкриття змісту цільових облигацій як інструменту формування інвестиційних ресурсів для фінансування будівництва об'єктів житлової нерухомості. Для цього слід дослідити нормативно-правові та економічні аспекти, що характеризують порядок емісії, обігу та погашення цільових облигацій, а також розкрити позитивні та негативні сторони використання цього інструменту.

РЕЗУЛЬТАТИ

У чинному законодавстві України цільові облигації визначені як "облигації, виконання зобов'язань за якими дозволяється товарами та/або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облигацій" [7]. В той же час в Росії даний термін має дещо інший зміст і характеризує цінні папери, що випускаються для фінансування переважно приватних підприємств; підприємці в результаті отримують дохід за рахунок нижчої відсоткової ставки у порівнянні з банківським відсотком, а власник облигації отримує вигоду за рахунок зниженого оподаткування свого доходу [8]. Останнє визначення жодним чином не пояснює, чим відрізняється цільова облигація від процентної чи дисконтної, в той час як за вітчизняним законодавством це цілком очевидно.

Сьогодні єдиною галуззю, де цільові облигації набули широкого застосування, є будівництво. Так, за Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок" емітентами цільових облигацій, виконання зобов'язань за якими забезпечується одиницею житлової нерухомості, можуть бути:

1) юридичні особи, що мають право власності, оренди чи постійного користування земельною ділянкою, на якій буде розташовано об'єкт житлового будівництва, яким забезпечуватиметься виконання зобов'язань за цільовими облигаціями;

2) юридичні особи, що уклали договір участі у будівництві житла з органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, що мають право власності, оренди чи

постійного користування земельною ділянкою, на якій буде розташовано об'єкт житлового будівництва, яким забезпечуватиметься виконання зобов'язань за цільовими облигаціями.

При цьому, якщо мова йде про оренду земельної ділянки під забудову, строк такої оренди має бути не менше, ніж строк виконання будівельних робіт згідно з проектною документацією та задачі об'єкта житлового будівництва в експлуатацію [9].

Механізм фінансування проектів у галузі будівництва на основі емісії цільових облигацій полягає в тому, що забудовник випускає цільові облигації, а особи, що їх купили, після настання терміну погашення облигацій одержують право обміняти їх на об'єкт інвестування (квартиру, нежитлове приміщення).

Учасниками такого механізму фінансування є:

1) емітент — це юридична особа, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками. Функцію емітента зазвичай виконує забудовник.

2) торговець — це юридична особа, яка здійснює операції з цінними паперами від імені і за рахунок клієнтів на підставі письмових доручень або угод про комісію (брокерська діяльність), а також здійснюють операції з цінними паперами від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу їх третім особам (дилерська діяльність). Торговець також може виконувати функції зберігача.

3) зберігач — комерційний банк або торговець цінними паперами, який має ліцензію на зберігання та обслуговування обігу цінних паперів і операцій емітента з цінними паперами на рахунках у цінних паперах як щодо тих цінних паперів, що належать йому, так і тих, які він зберігає згідно з договором про відкриття рахунку в цінних паперах.

4) покупець цільових облигацій — особа, яка за договором купівлі-продажу набуває у власність цільові облигації з метою їх погашення, тобто обміну на гроші або майно.

Взаємовідносини цих учасників побудовані за такою схемою. Між забудовником та інвестором укладається договір, яким забудовник резервує за інвестором об'єкт нерухомості. Оскільки, відповідно до закону, забудовник не може "прямо" продати пакет облигацій, цю функцію виконує торговець. Отже, інвестор купує у торговця пакет облигацій. Слід пам'ятати, що на цьому етапі інвестор вже уклав договір резервування об'єкта нерухомості з забудовником, таким чином, інвестор може бути впевненим, що отримає саме те житло, на яке розраховує. У встановлений строк інвестор пред'являє до погашення пакет облигацій шляхом обміну їх на об'єкт нерухомості, зазначений в договорі резервування.

Із появою в Україні такого інструменту фондового ринку, як цільові облигації, практика фінансування будівництва за рахунок коштів, залучених від емісії даного виду цінного паперу, щороку розширювалась з ряду причин.

По-перше, 15 грудня 2005 р. ВР України прийняла поправку до Закону України "Про інвестиційну діяльність", яка забороняє фінансування будівництва житла інакше, ніж через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди і випуск цільових облигацій.

По-друге, залучення коштів для фінансування проектів у будівництві має ряд переваг для забудовників:

1) емісія цінних паперів є одним із законних і водночас простих механізмів фінансування будівництва (на противагу договорам пайової участі чи сумісної діяльності);

2) мобілізація позичкових коштів має нижчу вартість за рахунок прямого запозичення в інвесторів;

3) доступними є значно більші обсяги фінансування, ніж може дозволити окремо взятий банк або група банків (цільові облигації розміщуються на ринку серед широкого кола інвесторів);

4) існує можливість запозичення траншами через випуск облигацій серіями;

5) можливими є запозичення в необхідному обсязі на весь строк будівництва без надання застави та без сплати відсотків;

6) забудовник має змогу зменшити податкове навантаження в рамках чинного законодавства (згідно із нормами нового Податкового кодексу України, для визначення об'єкта оподаткування не враховується номінальна вартість взятих на облік, але неоплачених (непогашених) цінних паперів, які засвідчують відносини позики, а також платіжних документів, емітованих (виданих) боржником на користь (на

ім'я) платника податку як забезпечення або підтвердження заборгованості такого боржника перед зазначеним платником податку (облигації, ощадних сертифікатів, казначейських зобов'язань, векселів, боргових розписок, акредитивів, чеків, гарантій, банківських наказів та інших подібних платіжних документів) [10];

7) випуск облигацій не є торгівлею цінними паперами, не має ознак фінансової послуги і не вимагає ліцензування;

8) в разі своєчасного погашення зобов'язань за цільовими облигаціями забудовник може розраховувати на достроєння позитивної публічної кредитної історії, що дає можливість зменшити вартість запозичення у майбутньому.

По-третє, придбання нерухомості через інвестування у цільові облигації має свої переваги і для інвесторів, оскільки на сьогоднішній день це є найбільш прийнятний спосіб купівлі недобудованого житла на первинному ринку. Так, інвестори захищені наступним чином.

1. Для реєстрації випуску цільових облигацій ДКЦПФР вимагає від забудовника правостановлюючий документ на земельну ділянку (державний акт на право власності або право постійного користування, або договір оренди), дозвіл на будівництво, дозвіл на виконання будівельних робіт, договір підряду, проектно-кошторисна документація і рішення про її затвердження, ліцензія на будівельні роботи.

2. Реєстрація емісії цільових облигацій припускає здійснення ДКЦПФР моніторингу можливості виконання емітентом своїх зобов'язань, що нині виражено у вимогах до емітентів надавати стандартний пакет дозвільної документації і проектної по цільовому об'єкту, а з моменту набуття чинності нового положення про випуск облигацій — щоквартального моніторингу стану будівельних проектів і фінансового положення емітентів.

3. Проспект емісії, зареєстрований ДКЦПФР, за змістом є публічною офертою, умови якої залишаються незмінними, що дає повну стабільність і прозорість умов співпраці з продавцем житла.

4. Проспект емісії дозволяє покупцеві отримати достатню інформацію про можливість будівельної компанії виконати свої зобов'язання зі зведення об'єкта нерухомості.

5. Законодавство передбачає можливість розміщення таких облигацій, як облигації з додатковим забезпеченням у вигляді поруки, гарантії або страхування ризиків непогашення основної суми боргу. Вид і розмір забезпечення вказуються емітентом у рішенні про розміщення облигацій.

6. Покупець, що використовує кредити банків під заставу облигацій, перекладає практично весь ризик на банк. У схемі з'являється новий "гарант" — банк, що зацікавлений у якісній перевірці емітента. Тож якщо із забудовником працює серйозний банк, то йому певною мірою можна довіряти.

7. Загальна сума випуску облигацій не може перевищувати вартість об'єкта будівництва згідно із затвердженою проектною документацією. При цьому за Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок" емітент може розміщувати облигації на суму, яка не перевищує триразового розміру власного капіталу або розміру забезпечення, яке надається йому з цією метою третіми особами.

8. У емітента немає можливості продажу одного і того ж об'єкта більше одного разу.

Також для інвесторів привабливим є той факт, що цільова облигація є цінним папером, а тому може бути продана, подарована, передана в заставу, передана у вигляді внеску учасника в статутний фонд господарського товариства тощо.

Однак, для цільових облигацій характерним є набір ризиків, що є загрозой для покупців нерухомості.

1. Пакетність облигацій — означає, що цільові облигації продаються єдиним пакетом, який викупується із розстрочкою платежу. До моменту повного викупу покупець не може ним розпоряджатися, зокрема, продати іншій особі.

2. Облигація відповідно до цивільного законодавства України є майном, що має особливий режим звернення. Відповідно, умови його купівлі-продажу і порядок погашення повинні бути детально обумовлені в договорі купівлі-продажу.

3. Облигація має точний період погашення, по закінченні якого емітент зобов'язаний повернути покупцеві або квартиру, або гроші протягом не більше як один рік. Не передбачена можливість продовження періоду погашення.

4. Відсутній прописаний законодавчо механізм погашення облигацій квартирою і реєстрації права власності на

таку квартиру. Ті договори, які пропонувались і нині пропонуються емітентами, мають вади, які можуть стати підставою для визнання їх недійсними або за змістом не потрапляють в законодавчо визначений перелік документів, що встановлюють право, на підставі яких проводиться реєстрація права власності на нерухоме майно. Чимало юристів і наразі не мають чіткого уявлення, як реєструвати право власності на квартиру власників облігацій.

5. Емітент не зобов'язаний викуповувати облігації, якщо умовами розміщення облігацій не передбачені випадки викупу. Цей обов'язок емітента повинен бути вказаний у договорі купівлі-продажу облігацій.

6. Облігації погашаються емітентом протягом терміну погашення, встановленого рішенням емітента про розміщення облігацій. Забудовники в своїх проспектах емісії можуть вказувати, що облігації погашаються квартирою протягом певного терміну. Якщо в цей термін покупець не пред'явить облігації для погашення, забудовник звільняється від яких-небудь зобов'язань.

7. Відсутня гарантія здачі будинку до закінчення періоду погашення облігації і умови відповідальності емітента за прострочення невиконання своїх зобов'язань.

Як бачимо, цільові облігації не є абсолютно надійним інструментом фінансування та набуття права власності на об'єкти нерухомості для інвесторів.

ВИСНОВКИ

Отже, дослідження сутності та специфіки використання цільових облігацій показало, що цей інструмент залучення коштів у галузь будівництва потенційно сильний, однак механізм його використання в Україні недосконалий. Причини недовіри до даного цінного паперу абсолютно виправдані і зумовлені рядом хиб нормативно-правово забезпечення їх емісії та використання.

Так, оформити право власності на квартиру, що була придбана у забудовника через купівлю цільових облігацій, практично не можливо, оскільки договору купівлі-продажу цільових облігацій просто немає в переліку документів на отримання права власності на нерухомість. Також інвесторів турбує той факт, що в цінних паперах не вказується конкретна адреса житла, що придбавається. Аби вирішити це питання, забудовник укладає із покупцем житла договір резервування окремої квартири, однак така угода не передбачена за жодним нормативно-правовим актом. В таких умовах гостро постає проблема довіри та добросовісності сторін угоди.

Говорячи про перспективи подальшого розвитку ринку цільових облігацій, маємо констатувати невтішний прогноз. Насамперед, це пов'язано з тим, що з 1 січня 2012 року в дію вступив новий закон № 3461 від 2 липня 2011 року, що спричинить обтяження прав інвесторів та розширення можливостей емітентів для зловживань. Новий закон передбачає наступне:

— емісія цільових облігацій не буде забезпечена нерухомістю, що будується (хоча й до цього такі облігації не були забезпечені нерухомістю, однак декларативно така норма була присутня у Законі України "Про інвестиційну діяльність");

— цільові облігації можна буде погашати грошовими коштами (таким чином, за відсутності у забудовника зведеного об'єкта, він може повернути інвестору номінальну вартість облігацій, при цьому сам інвестор вже може не розраховувати на отримання омріяних квадратних метрів);

— емітентом цільових облігацій може бути особа, що не має права власності на земельну ділянку, а лише договір на довгострокову оренду (відповідно, в разі скасування договору оренди емітент втрапить права на об'єкт будівництва і не зможе погасити облігації шляхом передачі відповідного товару) [12].

Решта норм даного закону, що стосуються відповідальності емітента в розмірі 1700 грн. та формування в місцевих бюджетах фондів для відшкодування збитків власникам облігацій, є законодавчою бутофореєю, покликаною приховати злочинний потенціал даного інструменту.

Також на вітчизняний ринок цільових облігацій вплине постановою Кабінету Міністрів України № 37 від 25 січня 2012 року "Про затвердження Порядку визначення розміру збитків, завданих власникам цільових облігацій підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва, та їх відшкодування".

У пункті 4 цієї постанови вказано, що розмір відшкодування дорівнює:

— номінальній вартості облігацій;

— сумі доходів, які власники облігацій могли отримати, здійснивши альтернативну придбання облігацій інвестицію, що визначається, виходячи з рівня облікової ставки Національного банку за період з дати придбання облігацій до моменту здійснення відшкодування [13].

У дійсності відбуватиметься наступне. Облікова ставка НБУ, що нині складає 7,5%, менша від річного темпу інфляції, тож доходи за облігаціями просто "з'їсть" інфляція. Щодо номінальної вартості, то як правило, за проспектом емісії облігацій номінальна і ринкова вартість облігацій різні, звичайно, що друга вища за першу. Емітент облігації здійснює їх продаж за ринковою, а не номінальною вартістю. Відтак, для інвесторів є ризик втрати коштів у розмірі різниці між ринковою та номінальною вартістю облігацій.

Таким чином, дослідження особливостей регулювання емісії, обігу та погашення цільових облігацій як інструменту фінансування об'єктів будівництва, дозволяє стверджувати, що інвестиції у цільові облігації українських компаній є зоною високого ризику. Головна причина цьому — відсутність дієвого механізму реалізації нерухомості через емісію цільових облігацій, що є наслідком нормативно-правових колізій та відсутності надійного законодавчого захисту інтересів інвесторів.

Однак, сьогодні в Україні чи не єдиною альтернативою цільовим облігаціям є ФФБ, тож якщо інвестори все ж зважились на купівлю нерухомості через механізм цільових облігацій, їм треба пам'ятати, що перш ніж ухвалювати таке рішення, необхідно звернутись до забудовника за проханням надати свідоцтво про реєстрацію випуску облігацій і рішення уповноваженого ДКЦПФР рейтингового агентства про присвоєння рейтингу даній компанії-збудовнику. Також слід звернути увагу на правомірність використання ділянки під забудову, наявність у будівельної компанії ліцензій, дозволів, а також позитивного досвіду із завершення будівництва.

Література:

1. Ковтун А. Використання цільових облігацій для фінансування будівництва житла // Правовий тиждень. — 2007. — № 37(58) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=85>
2. Дачник А. І. Цільові облігації у фінансовому механізмі формування житлового фонду [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://investicii.org/investuvanya/konferentsiji/problemu-formuvannya-ta-rozvytku-inovatsijnij-infrastruktury/tsilovi-oblihatijsij-u-finansovomu-mehanizmi-formuvannya-zhytlovoho-fondu.html>
3. Доценко-Білоус Н. Цільові облігації як злочин / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/columns/2011/07/13/291512/>
4. Доценко-Білоус Н. Цільові облігації: особливості перевірки // Бухгалтерія (додаток до газети "Бизнес"). — 2011. — № 32. — С. 55—57.
5. Гавриш А. Законодатель определил механизмы инвестирования в строительство жилья // Финансовые услуги. — 2007. — № 2. — С. 8—7.
6. Курафеева І. Емісія цільових облігацій та фонди фінансування будівництва як форми залучення коштів на будівництво житла // Юридична Україна. — 2008. — № 9. — С. 43—47.
7. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV
8. Энциклопедический словарь экономики и права / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://rosinvest.com/dic/dic_economic_law/17495/
9. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу: затверджено Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку 17.07.2003 р. № 322
10. Податковий кодекс України: Закон України від 02.12.2010 р. № 2755-VI
11. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облігацій: Закон України від 02.06.2011 р. № 3461-VI
12. Порядок визначення розміру збитків, завданих власникам цільових облігацій підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва, та їх відшкодування: затверджено Постановою Кабінету Міністрів України від 25.01.2012 р. № 37

Стаття надійшла до редакції 04.04.2012 р.