

## **НОРМАТИВНО-ПРАВОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ВИКОРИСТАННЯ ЦІЛЮВИХ ОБЛІГАЦІЙ НА ПЕРВИННОМУ РИНКУ НЕРУХОМОСТІ УКРАЇНИ**

**І. М. Кречотень, кандидат економічних наук.  
Полтавський національний технічний університет ім. Ю. Кондратюка.**

© Кречотень І. М., 2013.

*Стаття отримана редакцією 04.11.2013 р.*

**Вступ.** Сучасний етап розвитку економіки України характеризується певним падінням активності підприємств, що займаються будівельною діяльністю. Так, обсяг будівельних робіт, виконаних за перші два квартали 2013 року, порівняно з аналогічним періодом 2012 року скоротився на 12,7% – до 10,95 млрд. грн. При цьому, обсяг робіт зі зведення житлових будівель збільшився на 0,2% – до 4,153 млрд. грн., а зі спорудження нежитлових будівель скоротився на 18,9% – до 6,797 млрд. грн., обсяг робіт з будівництва інженерних споруд знизився на 24,5% – до 12,013 млрд. грн. [1]. Звісно така ситуація пояснюється високим рівнем будівництва об'єктів нежитлової нерухомості у 2012 році до Євро-2012. Однак ми не можемо не відмітити, що діяльність підприємств будівельної галузі знаходиться під впливом сукупності факторів, які сформувалися ще у докризовий період та ускладнюють її розвиток. Зокрема, мова йде про недостатність бюджетного фінансування будівництва; обмеженість забудовників, інвесторів і покупців у доступі до кредитних ресурсів; збереження високого рівня ризикованості операцій на первинному ринку нерухомості. Унаслідок цього особливої актуальності набуває завдання вдосконалення існуючих методів і форм інвестування у будівництво нерухомості як основи збалансування ринку нерухомості та ринку цінних паперів.

**Огляд останніх джерел досліджень і публікацій.** Вивченням процесів формування інвестиційних ресурсів на ринку нерухомості займається цілий ряд науковців, зокрема, З. Левченко [2], С. Румянцев [3] та інші аналізують діяльність інститутів спільного інвестування. О. Рибальченко [4], М. Філаткін [5] та інші досліджують проблеми функціонування в Україні фондів фінансування будівництва та недержавних пенсійних фондів. Незважаючи на значну увагу дослідників до інвестування на ринку нерухомості, значно менш вивченим є проблеми та перспективи використання безпроцентних цільових облігацій, що є важливим в умовах збереження кризового стану будівельної галузі України.

З урахуванням високого рівня ризикованості використання фінансово-кредитних механізмів на ринку первинної нерухомості **метою** статті є аналіз нормативно-правового забезпечення використання безпроцентних цільових облігацій на первинному ринку нерухомості України.

**Основний матеріал і результати.** Поширення безпроцентних цільових облігацій як інструмента інвестування на ринку нерухомості відбулося завдяки внесенню змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність», що заборонили використання інвестиційних договорів для залучення засобів у будівництво житла. Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України» № 3201-IV від 15.12.2005 визначено, що «інвестування і фінансування будівництва за рахунок залучених від фізичних і юридичних осіб коштів, у тому числі в управління, може здійснюватися винятково через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, а також через випуск безпроцентних цільових облігацій».

Згідно із Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV від 23.02.2007, облігація – цінний папір, який засвідчує внесення її власником коштів, визначає відносини позики між власником облігації й емітентом, підтверджує зобов'язання емітента

повернути власникові облигації її номінальну вартість у передбаченій умовами розміщення облигацій строк і виплатити дохід за облигацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

Цільова облигація – це цінний папір, який підтверджує внесення його власником грошових коштів та визначає відносини займу між власником облигації й емітентом. Відповідно до ст.7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дохід по таких облигаціях не виплачується. Виконання обов'язків за цільовою облигацією передбачено отриманням товарів або послуг згідно з вимогами, встановленими правилами розміщення таких облигацій. Облигація є цінним папером і може бути продана, подарована, передана в заставу, передана у вигляді внеску учасника в статутний фонд господарського товариства тощо. Випуск таких облигацій регламентується НКЦПФР (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку).

Випуск цільових облигацій користується популярністю серед забудовників, оскільки надає можливість оптимізувати оподаткування за рахунок відстрочення до моменту погашення облигацій. Згідно з п. 4.2.10 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» не включається до складу валового доходу номінальна вартість цінних паперів, поставлених на облік, але не погашених, які свідчать про відносини позики, тобто у момент продажу облигацій на первинному ринку в емітента не виникають валові доходи. Відповідно до ст. 4 Закону України «Про фінансові послуги і державне регулювання ринку фінансових послуг» емісія цінних паперів не включена в перелік послуг, які вважаються фінансовими. Також вона не належить і до операцій з продажу цінних паперів, що вимагає отримання ліцензії на фінансові послуги згідно з ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» й рішенням ДКЦПФР № 321 від 29 жовтня 2002 р. «Про визначення операцій, що не відносяться до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності».

Крім можливостей оптимізації оподаткування, випуск цільових облигацій має низку переваг порівняно із трудомістким і дорогим процесом створення фонду фінансування будівництва (ФФБ), що передбачає обов'язкове страхування комерційних ризиків (до 10% кошторисної вартості), а також великі повноваження керуючої установи при розподілі фінансових ресурсів, які передбачені Законом України «Про фінансово-кредитні механізми й управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю».

Указані переваги цільових облигацій як інструмента фінансування будівництва зумовили його активне використання забудовниками. Так, у 2005 р. було випущено цільових облигацій на суму 2,4 млрд. грн., у 2006 р. – на 9,6 млрд. грн. [6]. Незважаючи на те, що цільові облигації мають ряд потенційних загроз для інвесторів, за даними рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг», близько 30% житла, що було збудовано в Україні після вказаних законодавчих змін, фінансувалися за рахунок емісії цільових облигацій. Однак у 2007 – 2009 рр. відбулися масові дефолти емітентів облигацій, незважаючи на низку законодавчих змін, направлених перш за все на запобігання розриву встановлених угод між інвесторами та забудовниками, за вересень–грудень 2009 р. було зафіксовано 17 дефолтів по випуску облигацій на суму 1 млрд. грн., більшість їх мали технічний характер. Подібна ситуація мала місце й у наступні роки, тому що саме у цей період наступав час погашення за облигаціями, що були емітовані у період масового використання цього фінансово-кредитного інструмента (2005 – 2006 рр.).

Причиною збільшення дефолтів також стало відтікання з ринку спекулятивного капіталу. Необхідно зазначити, що за оцінками експертів близько 85% загального обсягу випущених цільових облигацій були визначені як цінні папери спекулятивного рівня [6]. При цьому спекулятивний характер цільових облигацій не знижував, а, навпаки, підвищував інтерес потенційних інвесторів до них у період постійного зростання цін на нерухомість. В умовах економічної кризи цільові облигації зазнали значної дискредитації як в очах інвестора, так і в очах забудовника. Достатньо відмітити, що наказом Держфінмоніторинга від 19.12.2008 цільові облигації були визнані способом легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом, та способом створення будівельних афер.

Унаслідок цього державним регулятором (Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку) було ініційовано прийняття низки нормативно-правових актів, направлених на вдосконалення механізму використання інструмента, зниження його ризикованості для потенційних інвесторів. Мова насамперед іде про Закон України від 02.06.2011 № 3461 «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо облигацій», Закон України від 12.05.2011 № 3332-VI «Про внесення змін до Закону України «Про бухгалтерський облік та

фінансову звітність в Україні» і т.д. Аналіз законодавчого забезпечення дозволяє відмітити найбільш принципові зміни.

Перш за все слід відмітити, що емітентів цільових облігацій зобов'язали до 30 квітня кожного року оприлюднювати річну фінансову звітність разом з аудиторським висновком шляхом розміщення на власній веб-сторінці, а також у періодичних і неперіодичних виданнях (стаття 14 Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні»). Зазначена норма надає можливість інвесторам ознайомитися з фінансовим станом емітента-замовника будівництва. Однак Закон не містить роз'яснень з приводу форми сайта, порядку й місця його розміщення.

Ще одним важливим кроком на шляху до зниження ризикованості використання цільових облігацій є можливість впливу інвестора на діяльність емітента-забудовника у разі: порушення проспекту емісії, ненадання інформації за запитом інвестора та в інших випадках, передбачених ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів». У таких випадках емітент буде змушений сплатити штраф у розмірі 17000 грн. за одне порушення, у складних випадках його діяльність може бути заблокована.

Відповідно до Закону України № 3461 на органи місцевого самоврядування були покладені зобов'язання з відшкодування понесених інвесторами збитків. 25 січня 2012 р. Кабінет Міністрів України на виконання норм цього Закону затвердив 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 (Постанова № 37). Таким чином, деякі з власників цільових облігацій отримають право на відшкодування збитків за рахунок коштів місцевих бюджетів, якщо органи місцевого самоврядування будуть готові прийняти на себе ці зобов'язання. Та варто відмітити, що єдиним випадком, коли орган місцевого самоврядування може прийняти рішення про відшкодування понесених інвесторами збитків, є випадок прийняття органом місцевого самоврядування рішення про заміну замовника будівництва з їх ініціативи або при заміні землекористувача. На перший погляд така норма є позитивним кроком для інвестора, але ми повинні погодитися із думками експертів [7], що тепер місцеві органи влади змушені будуть зі значною пересторогою вдаватися до таких кроків, адже тепер вони повинні компенсувати збитки, завдані інвесторам.

Ще однією неоднозначною нормою є дозвіл погашати цільові облігації грошовими коштами. Варто згадати, що відповідно до змін, котрі були внесені Законом України «Про запобігання впливу світової фінансової кризи на розвиток будівельної галузі та житлового будівництва» № 800-VI від 28.12.2008, фізичним та юридичним особам було заборонено розривати договори, результатом яких є передача забудовником завершеного об'єкта чи його частини, за умови, що за ними здійснена повна оплата, за винятком випадків, якщо строк здачі об'єкта в експлуатацію переноситься більш ніж на 18 місяців, та при розриванні договору за взаємною згодою сторін. Тобто власники облігацій, які оплатили повну вартість житла, не могли розірвати договір і повернути гроші, така практика була розповсюдженою у докризовий період, оскільки будівельним компаніям, що затримали строки здачі об'єкта, було вигідно повертати номінальну вартість житла і перепродавати його за більш високими ринковими цінами. В умовах кризи та скорочення попиту на житло такі законодавчі зміни перш за все захищали інтереси забудовників.

Із 1 січня 2012 року з набранням чинності Закону України № 3461 належним погашенням цільових облігацій визначено також виплату грошових коштів (номінальної вартості облігації) власнику таких облігацій у випадках та порядку, передбачених проспектом емісії (статті 7, 81 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). У цілому під погашенням цільових облігацій мають на увазі передачу товару (площі нерухомості) на суму номінальної вартості облігації. У житлових цільових облігацій номінальна вартість прирівняна до собівартості будівництва нерухомості, визначеної на етапі реєстрації випуску (Рішення ДКЦПФР від 17 липня 2003 року № 322 із змінами та доповненнями). Тобто інвестори, які вклали кошти в цільові облігації, випуски яких були зареєстровані після 1 січня 2012 року, схильні істотних ризиків повернення номінальної вартості цільових облігацій грошовими коштами за номінальною вартістю.

Також кроком назад у нормативно-правовому забезпеченні обігу цільових облігацій стала норма, відповідно до якої емітентами цільових облігацій можуть стати посередники,

тобто особи, що не мають прав на земельні ділянки, але надали договори про делегування функцій замовника будівництва. Тривалий період часу (з 2006 року) емітентами цільових облігацій визнавалися виключно титульні замовники будівництва, які мають права на земельні ділянки для цілей спорудження майбутньої нерухомості.

Певним чином забезпечити інвесторів має норма, відповідно до якої емітентів цільових облігацій зобов'язали розміщувати виключно забезпечені цільові облігації виконання зобов'язань, за котрими передбачається об'єктами житлового будівництва, для фінансування будівництва яких залучаються кошти від фізичних та юридичних осіб через розміщення облігацій (Рішенням ДКЦПФР від 30.08.2011 №1179). При цьому слід розуміти, що під «забезпеченими» випусками цільових облігацій розуміють випуски, під які надано поруку, гарантію або здійснено страхування ризиків. Тобто мова не йдеться про забезпечення споруджуваною нерухомістю, крім цього, емітенти можуть виконати вимогу використовуючи договір про страхування ризиків на момент розміщення облігацій, після отримання державного свідоцтва про реєстрацію він розривається.

**Висновки.** Таким чином, можемо констатувати, що навіть за низки нововведень у нормативно-правовому забезпеченні серед існуючих інструментів інвестування у нерухомість використання цільових безпроцентних облігацій залишається одним із найбільш ризикованих для інвесторів. Зміни у нормативно-правовому забезпеченні використання цільових облігацій носять досить суперечливий характер, а подекуди є відвертим кроком назад у процесі розвитку фінансово-кредитних механізмів на первинному ринку нерухомості. Тому залишається актуальним питання пошуку нових механізмів збалансування ринку нерухомості шляхом удосконалення процедури використання діючих фінансових інструментів та розвитку нових. Зокрема, це стосується й використання цільових облігацій та процедури захисту інтересів забудовників, які використовували цільові облігації. У цілому, правомірно стверджувати, що успішний розвиток первинного ринку нерухомості є можливим за умов існування більш широкого спектра механізмів інвестування у нерухомість, лише за таких умов відбуватиметься їх постійне вдосконалення.

#### *ЛІТЕРАТУРА:*

1. Обзор экономического развития Украины за август–сентябрь 2010 г. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/12775/>
2. Левченко, З. Майбутнє – за спільним інвестуванням / З. Левченко // Цінні папери України. – 2006. – № 38.
3. Румянцев, С. Розвиток ринку спільного інвестування / С. Румянцев // Цінні папери України. – 2007. – № 1. – С. 10.
4. Морквя, О. Інститути спільного інвестування в контексті реалій вітчизняного ринку цінних паперів / О. Морквя // Фінансовий ринок України. – 2006. – № 11 (37). – С. 10–17.
5. Філаткін, М. Проблеми роботи із забудовниками при створенні і функціонуванні фондів фінансування будівництва / М. Філаткін // Фінансовий ринок України. – 2006. – № 8 (34). – С. 8–9.
6. Офіційний сайт агентства «Кредит-Рейтинг». – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/>
7. О самоуничтожении целевых облигаций – [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://blog.liga.net/user/dotsenko-belous/article/9037.aspx>

УДК 336.76:332.7

**Крютень Ірина Михайлівна**, кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів і банківської справи, Полтавський національний технічний університет ім. Ю. Кондратюка. **Нормативно-правове забезпечення використання цільових облігацій на первинному ринку нерухомості України.** Проаналізовано особливості використання безпроцентних облігацій на первинному ринку нерухомості України. Розглянуто перспективи подальшого використання цільових облігацій з урахуванням наслідків економічної кризи та змін у законодавчій базі.

**Ключові слова:** безпроцентні цільові облігації, первинний ринок нерухомості, інвестиційні ризики, фонди фінансування будівництва.

УДК 336.76:332.7

**Крекотень Ирина Михайловна**, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и банковского дела, Полтавский национальный технический университет им. Ю. Кондратюка. **Нормативно-правовое обеспечение использования целевых облигаций на первичном рынке недвижимости Украины.** Проанализировано особенности использования беспроцентных целевых облигаций на первичном рынке недвижимости Украины. Рассмотрены перспективы дальнейшего использования целевых облигаций с учётом последствий экономического кризиса и изменений в законодательной базе.

**Ключевые слова:** беспроцентные целевые облигации, первичный рынок недвижимости, инвестиционные риски, фонды финансирования строительства.

UDC 336.76:332.7

**Krekoten Irina Mikhailovna**, senior teacher of department of finance and banking. Poltava National Technical Yuri Kondratyuk University. **Regulatory support the use of target bonds in the primary real estate market of Ukraine.** In article it is analysed features of use of interest-free target bonds in the primary market of the real estate in Ukraine. Prospects of further use of target bonds with the account of consequences of an economic crisis and changes in legislative base are considered.

**Keywords:** interest-free target bonds, the primary market of the real estate, investment risks, funds of financing of building.