

ЦІЛЬОВІ ОБЛІГАЦІЇ ПРИ ФІНАНСУВАННІ БУДІВНИЦТВА ЖИТЛА В УКРАЇНІ

Стаття присвячена розгляду цільових облігацій, як одного з перспективних механізмів залучення інвестиційних ресурсів у будівництво житла. Розглядаються основні переваги та недоліки використання цільових облігацій. Надано рекомендації щодо розвитку будівництва житла через випуск цільових облігацій як одного з напрямів активізації інвестиційної активності у будівельній галузі.

Article is devoted to target bonds, as one of the perspective mechanisms for attraction of investments into housing construction. The basic advantages and disadvantages of use of target bonds are considered. Recommendations are given regarding development of housing construction by means of target bonds as the one of ways for activation of investment activity in construction sector.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Житлове будівництво є однією із найважливіших та найперспективніших галузей економіки України, оскільки саме воно формує життєдіяльність країни та суттєво впливає на стан економічних відносин. У 2007 році ринок житлового будівництва залишався у своєму розвитку одним із найбільш динамічних ринків України.

За останні два роки схема з використанням випуску цільових облігацій стала однією із самих поширених схем залучення інвестиційних ресурсів у будівництво житла в Україні. Така схема дозволяє вивести фінансові потоки із реального виробництва у сферу цінних паперів, та отримати гнучку систему управління фінансуванням та оподаткуванням.

Привабливість фінансування будівництва житла шляхом випуску цільових облігацій полягає, з одного боку, у можливості для забудовника впорядкувати фінансові потоки та оптимізувати оподаткування, а з іншого – інвестору (покупцю нерухомості) зафіксувати свої права на нерухомість, яка будується, та набути гарантії отримання індивідуально визначеного об'єкта. Крім того, такий механізм може бути привабливим для посередників, які інвестують у будівництво житла з метою перепродажу, банків, які кредитують будівництво, різних фінансових інвесторів.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Проблемами дослідження розвитку будівництва займалися та займаються у своїх наукових працях багато вчених та практиків, зокрема А.М. Асаул, А.Ф. Гойко, Н.Ю. Горлач, В.В. Дурицький, Т.М. Завора, В.І. Залунін, Ю.М. Манцевич, К.В. Паливода, М.П. Педан, Р.Б. Тянь та інші. Однак, багато питань розвитку житлового будівництва на сучасному етапі залишаються невирішеними.

Незважаючи на підвищений інтерес до проблеми залучення інвестиційних ресурсів у будівництво житла за допомогою використання такого механізму як цільові облігації, багато аспектів цієї складної проблеми є досі не розробленими.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. На сучасному етапі небагато уваги приділяється саме аналізу механізмів залучення інвестиційних ресурсів у будівництво житла. При розгляді проблем залучення інвестицій у будівництво житла відсутнє чітке теоретичне обґрунтування переваг та недоліків фінансування будівництва житла за допомогою емісії цільових облігацій.

Недостатнє вивчення питання залучення інвестиційних ресурсів у будівництво житла за допомогою використання цільових облігацій та його важливість для забезпечення ефективного розвитку економіки України зумовили вибір теми статті.

Постановка завдання. Метою статті є обґрунтування теоретичних підходів та

практичного застосування використання механізму цільових облігацій при залученні інвестиційних ресурсів у будівництво житла в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження. Зростання житлового будівництва у 2007 році було зумовлене подальшим розвитком економіки країни в цілому, а також окремих індустріальних регіонів на сході та у центрі країни, та туристичних територій на півдні країни, де обсяги будівництва житла були найбільшими. При цьому будівельники активізувалися у регіонах, пояснюючи це дефіцитом землі у столиці, спрощеною системою отримання дозвільної документації, а також зростаючим попитом на якісне житло.

На сьогоднішній день Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» [1] ввів у дію нові механізми фінансування будівництва житла. До цього ж, при вступі у дію змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність» [2], фінансування житлового будівництва здійснюється тільки через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, а також через механізм випуску безпроцентних (цільових) облігацій, по яким базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості.

Згідно з цими законодавчими актами забудовники на сьогоднішній день почали активно використовувати нові механізми фінансування будівництва житла. Найбільшого розповсюдження дістали Фонди фінансування будівництва, Фонди операцій з нерухомістю, а також фінансування будівництва шляхом випуску безпроцентних (цільових) облігацій. Якщо ж перший варіант інвестування для інвесторів не викликає значних труднощів, то з розумінням другого і третього варіанта часто виникають ускладнення. Нерозуміння механізму фінансування інвестором стають перешкодою бажанню інвесторів взаємодіяти із забудовником [3, с.13].

У статті [4, с.33] підкреслюється, що однією з важливих задач, які необхідно вирішити при оцінюванні ефективності інвестиційних проектів, є вибір схеми фінансування інвестиційних проектів, під якою розуміють структуру та послідовність використання джерел фінансування інвестицій у конкретному проекті. Обрана схема фінансування повинна забезпечити:

- необхідний для планової реалізації інвестиційного проекту об'єм фінансових ресурсів;
- можливість оптимізації структури податкових платежів;
- баланс між сумою залучених фінансових ресурсів і розміром отриманого доходу;
- зниження ризиків.

Кожне з джерел фінансування має свої переваги та недоліки. Виходячи з цього, можна підкреслити, що для будь-якого інвестиційного проекту необхідна ретельна оцінка наслідків використання різноманітних джерел та форм фінансування.

Розглянемо один із варіантів залучення коштів у будівництво житла, який полягає у залученні грошових коштів шляхом випуску цільових облігацій підприємством-збудовником, тобто підприємством, яке здійснює фінансування та будівництво житла, як власними зусиллями, так із залученням підрядників.

Перш за все, необхідно підкреслити, що облігація – цінна папера, яка засвідчує внесення її власником грошей, визначає відношення позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власнику облігації її номінальну вартість у передбаченій умовами розміщення облігації термін та виплатити дохід по облігації, якщо інше не передбачено умовами розміщення [5, с.65].

На кінець 2007 року агенція «Кредит-Рейтинг» присвоїла 102 рейтинги цільовим облігаціям для фінансування будівництва загальною номінальною вартістю 6,9 млрд. грн., емітентами яких є 95 українських забудовники [6]. Як зазначає агенція: «... пік випуску облігацій приходився на 2006 рік. У грошовому еквіваленті ця сума складає 9,4 млрд. грн.»

Зменшення обсягів випуску облігацій у 2007 році, перш за все, пов'язане з поширенням використання таких механізмів, як Фонди фінансування будівництва, Фонди операцій з нерухомістю, випуском дисконтних облігацій, а також за рахунок здійснення

масштабних (у тому числі повторних) випусків облігацій у 2006 році.

Слід зазначити основні причини, за якими останніми роками збільшувався об'єм випуску облігацій: необхідність з 2006 року залучення фінансування будівництва за рахунок нових механізмів фінансування (зникла можливість залучати кошти у будівництво з використанням інвестиційних договорів); держава здійснила ряд заходів з удосконалення нормативно-правової бази по залученню коштів через випуск облігацій; набутий досвід компаніями-емітентами, які перші здійснили випуск облігацій; поширення інформації про залучення фінансування будівництва з використанням даної схеми.

Агенція «Кредит-Рейтинг» наголошує на тому, що у 2007 році збільшилась чисельність позичальників, які мають не тільки досвід реалізації інвестиційно-будівельних проектів, а також досить гарні показники фінансово-господарської діяльності, помірне (для цієї галузі) податкове навантаження, підтримку з боку акціонерів, а також інформаційну відкритість.

Аналіз використання цільових облігацій по регіонам України (Центральному, Східному, Західному та Південному) свідчить про те, що для кожного регіону характерні свої особливості, пов'язані з розвитком будівництва житла в регіоні (об'єми введення будівельних робіт), рівнем попиту на житло з боку потенційних покупців та активністю використання такого інструменту для залучення коштів.

Станом на кінець 2006 року найбільш активно використовувалися цільові облігації у Центральному (у тому числі у місті Київ) та Південному регіонах країни, на яких приходилось 69% та 25% від загального об'єму випуску цільових облігацій відповідно. За результатами 8 місяців 2007 року на Центральний регіон уже приходилось 54% (з них Київ – 74%), Південний регіон – 36% (з них 42% – Південне узбережжя АР Крим та Севастополь).

На долю Східного регіону приходилось 7% загального випуску прорейтингованих облігацій (з них 50% – Харків), Західного – 6% (з них 72% – Чернівці). По результатам 2005-2006 року на ці регіони приходилось 3% об'єму прорейтингованих облігацій відповідно.

Тенденція 2007 року свідчить про зниження активності використання цільових облігацій у Львівській та Івано-Франківській областях, забудовники яких у 2007 році не випускали облігації (у 2006 році об'єми випуску склали 150, 1 млн. грн. та 26,6 млн. грн. відповідно). У Закарпатській та Тернопільській областях цільові облігації для фінансування будівництва не випускались взагалі.

В Одесі в 2007 році 6 забудовників випустили цільові облігації номінальним об'ємом 459,9 млн. грн., за якими планується передати інвесторам 117,2 тис. кв. м приміщень. Найбільший випуск облігацій здійснило ТОВ «Реал-Інвест», яке для фінансування житлового комплексу випустило облігації загальним об'ємом 63,1 млн. грн.[6].

Слід відмітити, що зменшення випуску цільових облігацій супроводжується збільшенням об'ємів випуску дисконтних та відсоткових облігацій, використання яких передбачає декілька податкових переваг для емітента, а також дає можливість не прив'язуватися до конкретного об'єкта нерухомості.

Виділимо декілька переваг залучення інвестицій у будівництво житла за рахунок використання цільових облігацій. Схема залучення інвестицій у будівництво житла за рахунок використання цільових облігацій є законною схемою, разом із механізмами залучення інвестицій через Фонди фінансування будівництва, Фонди операцій з нерухомістю.

Використання схеми залучення ресурсів через випуск цільових облігацій дає можливість оптимізувати оподаткування. При емісії цільових облігацій з'являється можливість отримати пролонгацію сплати податків на досить тривалий термін, що дозволяє не відволікати оборотні кошти з будівництва.

Дохід від розміщення облігацій у розмірі номінальної вартості не оподатковується податком на прибуток. Дохід, який є різницею між вартістю продажу при першому розміщенні облігацій та їх номінальною вартістю (курсова різниця), є емісійним доходом та оподатковується податком на прибуток за загальними правилами. Дохід від розміщення та реалізації облігацій не оподатковується ПДВ. Погашення облігацій здійснюється по

номінальній вартості, таким чином, товар по цільовим облігаціям передається інвестору по номінальній вартості облігацій.

Слід підкреслити, що значна частка покупців житла бере його у кредит. Але для отримання кредиту треба надати банку заставу. Крім того, з наявними на сьогодні випадками шахрайства при будівництві житла покупців не дуже приваблює віддати під заставу своє майно. Повноцінний позиковий інструмент, яким є цільові облігації, дозволить значно розширити коло потенційних покупців, які мають можливість отримати житло за кредитні кошти, заставою при отриманні яких будуть цільові облігації. З цільовими облігаціями працює багато банків, зокрема «Райффайзен банк Аваль» та «Укрсоцбанк». Поточні схеми кредитування надають можливість у будь-який час покупцям квартир отримати кредит в іншому банку, що дозволяє після отримання квартири перейти в інший банк, який не працює з облігаціями, але є привабливим для покупця.

Залучення інвестиційних ресурсів у будівництво житла через цільові облігації є найбільш безпечною схемою для придбання ще недобудованого житла. Реєстрація емісії облігацій передбачає обов'язкову перевірку Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) можливості виконання емітентом своїх зобов'язань. ДКЦПФР щоквартально здійснює перевірку стану будівельних проектів та фінансового стану емітентів. Проспект емісії дозволяє покупцю отримати достатньо інформації про можливості будівельної компанії по виконанню зобов'язань щодо будівництва будинку. Якщо покупець використовує кредит банку під заставу облігацій, то ризики переходять на банк, у інтересах якого якісна перевірка емітента. При використанні емісії цільових облігацій у емітента немає можливості продажу одного й того ж самого об'єкту кілька разів.

Емісія цільових облігацій – досить дешевий у порівнянні з іншими варіантами залучення інвестиційних ресурсів у будівництво. Середня вартість випуску облігацій емітентом складає 0,4% від номінальної вартості облігації та тим менше, чим вище ця номінальна вартість.

Як значно зауважує автор [7,с.31]: «... специфіка будівельної галузі полягає у тому, що будівництво потребує значних витрат, а надходження коштів очікується лише після введення будівельного об'єкту в експлуатацію. Переважна більшість прорейтингованих будівельних компаній, отримавши земельну ділянку та дозвіл на проект будівництва, не має власних коштів на реалізацію цього проекту. Отже, для українського ринку звичними є жахливі приклади, коли будівельна компанія зі статутним капіталом 15-20 тис. грн., на балансі якої майже відсутні основні фонди та інші суттєві активи, з метою фінансування будівництва залучає кошти шляхом емісії цільових облігацій на суму близько 100 млн. грн. Погашення цих облігацій відбудеться тільки після введення будівлі в експлуатацію, проте їхня емісія зазвичай здійснюється вже на початковому циклі будівництва, а в багатьох випадках, навіть, до отримання всіх дозвільних документів на будівництво». У такій ситуації ймовірність непогашення цих облігацій є досить високою.

Висновки та перспективи подальших розробок. За висновками результатів дослідження [6] можна виділити наступні тенденції ринку позичання для фінансування будівництва житла шляхом розміщення цільових облігацій:

- з'явилася практика погашення цільових облігацій шляхом передачі інвестору помешкань;
- виявлено декілька випадків недотримання терміну погашення цільових облігацій;
- зменшення об'ємів випуску цільових облігацій у порівнянні з 2006 роком пов'язане з поширенням альтернативних механізмів залучення фінансування будівництва;
- збільшення кількості позичальників, випуски облігацій яких мають рівень кредитного рейтингу;
- продовження концентрації емітентів цільових облігацій у Центральному та Південному регіонах країни;
- зниження активності використання цільових облігацій забудовниками Львівської та Івано-Франківської областей, а також ігнорування механізму залучення інвестиційних ресурсів у будівництво забудовниками Тернопільської та

Закарпатської областей;

- збереження високих ризиків невиконання значною кількістю емітентів цільових облігацій своїх зобов'язань, що пов'язане з використанням такого інструменту на різних стадіях реалізації будівельного проекту, у тому числі, й на підготовчій стадії;
- надання права випуску облігацій незалежно від досвіду та фінансового стану емітента;
- продовження тенденції переходу від використання простих схем випуску облігацій до залучення фінансових організацій, зокрема пайових інвестиційних фондів.

Слід зазначити, що дана форма залучення інвестиційних ресурсів у будівництво на практиці не передбачає ефективних механізмів захисту інтересів інвесторів, а надійність емітентів залишається на досить низькому рівні. Більша частина прорейтингованих цільових облігацій для фінансування будівництва житла має кредитні рейтинги спекулятивного рівня, що свідчить про завищений ризик невиконання емітентом своїх зобов'язань. Перші масові погашення цільових облігацій, заплановані на найближчі роки, можуть призвести до дефолту деяких емітентів.

Долінський Л. [7,с.31] підкреслює: «... можна стверджувати, що сучасний фінансово-господарський стан переважної більшості вітчизняних будівельних організацій є одним із основних гальмуючих чинників розвитку іпотечного ринку. Випуск забезпечених нерухомістю цінних паперів буде ускладнений відсутністю необхідного обсягу готових до експлуатації ліквідних майнових об'єктів».

Згідно з прогнозами агенції «Кредит-Рейтинг» у подальшому кількість випусків цільових облігацій для фінансування будівництва буде поступово зменшуватись, що пов'язане з введенням більш суворих правил їх реєстрації. Передбачено обмеження максимальних об'ємів випусків облігацій усіма юридичними особами на рівні триразового розміру власного капіталу емітента або розміру забезпечення, яке надається третіми особами.

Якщо у найближчому майбутньому проблема вдосконалення механізму залучення інвестиційних ресурсів у будівництво житла за допомогою використання емісії цільових облігацій не знайде свого позитивного вирішення, то неможливим буде подальший всебічний розвиток усієї будівельної галузі, а також це негативно вплине на побудову сучасної розвиненої економіки України. В умовах нестабільної фінансової ситуації в Україні розвиток житлового будівництва може стати досить суттєвим напрямком активізації інвестиційних процесів економіки країни.

Література

1. Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» зі змінами і доповненнями від 15.12.2005р. № 3201-IV // Dokument HTML. – <http://zakon1.rada.gov.ua>
2. Закон України «Про інвестиційну діяльність» зі змінами і доповненнями від 16.05.2007р. № 1026-V// Dokument HTML. – <http://zakon1.rada.gov.ua>.
3. Бродовская Е. Целевые облигации в инвестировании жилищного строительства // Строительный учет. – 2008. – № 5 (16). – С. 13-15.
4. Еленева Е.А., Хмельницкий И.В. Выбор схемы финансирования инвестиционных проектов // Экономика строительства. – 2005. – № 7. – С. 33-46.
5. Целевые облигации и строительство жилья // Строительный учет. – № 1 (1). – 2007. – С. 64-78.
6. Задесенец Д. Динамика развития рынка заимствований для финансирования строительства // Dokument HTML. – <http://www.credit-rating.com.ua/ru/Analysis.html>.
7. Долінський Л. Досвід рейтингового аналізу будівельних компаній – емітентів облігацій // Фінансовий ринок України. – 2005. – № 9(23). – С. 31.