

УДК 336.7

Головень О.О.

аспірант

*Науково-дослідного економічного інституту
Міністерства економічного розвитку і торгівлі України***ТЕНДЕНЦІЇ ТА ЕФЕКТИВНІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ ЦІЛЬОВИХ ОБЛІГАЦІЙ
НА РИНКУ НЕРУХОМОСТІ УКРАЇНИ****TRENDS AND EFFECTIVENESS OF TARGET BONDS
IN THE PROPERTY MARKET OF UKRAINE****АНОТАЦІЯ**

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.

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

АННОТАЦИЯ

В статье исследована сущность понятия целевых облигаций, определено правовое поле функционирования рынка целевых облигаций в Украине, охарактеризованы порядок их эмиссии, обращения и погашения, а также сформулированы преимущества и недостатки использования целевых облигаций как инструмента финансирования жилищного строительства.

Ключевые слова: целевые облигации, эмитент, застройщик, инвестор, финансовый инструмент, жилищное строительство.

ANNOTATION

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.

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

Постановка проблеми. Чергова економічна криза знову викликала науковий та практичний інтерес до питання захисту прав інвесторів. Особливо це стосується світового ринку нерухомості, який протягом останнього десятиліття вважався об'єктивно одним із найнадійніших сегментів інвестиційного ринку. Проте, як показала практика використання цільових облигацій спочатку в США, а потім і в багатьох країнах існуючі форми та механізми захисту прав інвесторів на ринку нерухомості є малоефективними, держава не в змозі забезпечити їх дієвий захист. Відповідно, на сучасному етапі постало питання про необхідність наукового обґрунтування принципово нових заходів державного захисту інвесторів. В Україні ця проблема ускладнюється незрілістю вітчизняного ринку нерухомості, його корумпованістю, значними диспропорціями у розвитку на користь будівельних організацій, а поступове впровадження в інвестиційний процес цінних паперів тільки ускладнює завдання.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. В Україні питання сутності цільових облигацій, нормативно-правового регулювання порядку їх емісії та обігу досліджували такі вчені-фахівці,

як Л. Ковтун [1], Л. Дачник [2], Н. Доценко-Білоус [3; 4], Л. Гавриш [5], І. Курафєєва [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.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Вітчизняні підприємства намагаються у своїй емісійній стратегії на ринку облигацій використати базові характеристики цінних паперів – їхню стандартність та серійність – ігноруючи при цьому інші параметри, зокрема ліквідність.

Постановка завдання. На основі викладеного матеріалу можна бути розробити механізми реформування нормативно-правової бази та перегляду емісійних та інвестиційних стратегій учасників ринку для розкриття більшого потенціалу цільових облигацій.

Виклад основного матеріалу дослідження. Існуючі в національному законодавстві обмеження фактично визначають можливість реалізації лише двох стратегій інвестування на ринку нерухомості України з використанням цінних паперів: безпосередню (через купівлю цільових облигацій) та опосередковану (через використання трансформаційних послуг інститутів спільного інвестування та купівлю сертифікатів ФОН (Фонди операцій з нерухомості)).

В таких умовах об'єктивно виникає питання про ефективність як на рівні наведених стратегій, так і на рівні використання різних фінансових інструментів. Зважаючи на суттєву різницю в економічній та правовій природі прямої та опосередкованої стратегії, вважаємо за необхідне здійснити їх окремий аналіз з наступною порівняльною характеристикою.

Зазначимо, що на мікрорівні ефективність використання цінних паперів для інвестицій на ринку нерухомості полягає у такому:

– по-перше, відповідність цілям інвестування та суб'єктивним уявленням про параметри інвестиційного процесу конкретного економічного агента;

– по-друге, рівень захисту інвестицій та прав інвесторів як на рівні об'єкту нерухомості, так і на рівні цінних паперів;

– по-третє, ефективність впливу на розвиток ринку нерухомості використання різних видів цінних паперів;

– по-четверте, адекватність цілям фінансової політики емітента на мікрорівні та сприяння залученню фінансування з позицій усього ринку нерухомості.

Потрібно підкреслити окремі параметри цільових облигацій, які визначають їхні інвестиційні характеристики:

1. Номінал – визначає бар'єри інвестора для участі в інвестиційному процесі на ринку нерухомості. Чим нижчим є номінал, тим більша кількість інвесторів може їх придбати. Опосередковано розмір номіналу засвідчує коло потенційних покупців облигацій, на які орієнтується емітент. У цьому контексті варто зазначити, що переважна більшість підприємств (80%) використовують серійність цінних паперів для встановлення різних номіналів. Така варіативність пов'язана з різними характеристиками об'єктів нерухомості, які є об'єктом цільових облигацій – для квартир передбачено низькі номінали, тоді як для обслуговуючих приміщень, машиномісць (паркомісць) – значний номінал (який, як правило, відповідає вартості відповідного об'єкту нерухомості).

2. З аналогічних позицій необхідно розглянути процес встановлення базової одиниці товару. Якщо для емісії, що відбулися у 2006 році, такою одиницею була лише певна площа об'єкта нерухомості, то випуски, що відбулися у 2012–2014 рр., передбачали у цій якості і площу житлового приміщення, і цілісний об'єкт нерухомості нежитлового призначення.

3. Прослідковується повне ігнорування емітентами ціноутворюючої функції ринку цінних паперів – проспекти емісії містять застереження, що під час первинного розміщення цільові облигації продаються первинному власникові за ціною, що не є меншою за номінал (хоча окремі емітенти визначили можливість зростання ціни).

В загальному, можна зробити висновок, що вітчизняні підприємства намагаються у своїй емісійній стратегії на ринку облигацій використати базові характеристики цінних паперів – їхні стандартність та серійність – ігноруючи при цьому інші параметри, зокрема ліквідність.

Встановлення емітентами таких умов проведення операцій на вторинному ринку, засвідчує, що на даному етапі розвитку цільові облигації не забезпечують реалізації усієї повноти прав між емітентом та покупцем в інвестиційному процесі на ринку нерухомості:

- по-перше, у частині закріплення за інвестором конкретної квартири в житловому об'єкті – більшість випусків передбачають укладання додаткової угоди резервування квартири, що, зрозуміло, збільшує трансакційні витрати та зменшує дохідність інвестицій;

- по-друге, через необхідність продажу на вторинному ринку тільки лотами, які відпові-

дають кількості квадратних метрів, що адекватна конкретній квартирі.

З нашої точки зору, дискримінаційні норми у першу чергу впливають на зниження ліквідності цільових облигацій. Такий підхід необхідно розглянути як з позицій емітента, так і з позицій інвестора:

- для інвестора зниження ліквідності впливає на інвестиційну привабливість цільових облигацій порівняно з іншими потенційними інструментами інвестування;

- з погляду емітента, повне ігнорування ліквідності на певному етапі є вигідним, оскільки не дає можливості ринку оцінювати як ефективність діяльності самого підприємства, так і справедливую вартість його фінансових інструментів. Окрім того, зниження ліквідності фактично перетворює цільові облигації на неринкові цінні папери, що є вигідним для емітента, оскільки інвестор не має можливості вийти з інвестиції. За умов невпинного зростання ринку більшість емітентів перспективно оцінювали своє майбутнє і могли ігнорувати певні інтереси інвестора.

Варто зазначити, що як ринок корпоративних облигацій України взагалі, так і ринок цільових облигацій зокрема характеризуються значними диспропорціями у частині процедури розміщення цінних паперів. По-перше, це стосується тривалості встановлених термінів розміщення; по-друге, використання переваг андеррайтингу. Підкреслимо, що використання послуг андеррайтерів стало відмінною рисою вітчизняного ринку облигацій – на інших сегментах ринку цінних паперів послуги з андеррайтингу фактично не представлені.

У контексті оцінки інвестиційних якостей саме цільових облигацій представляє інтерес процедура їх погашення, адже на цьому етапі задовольняються головні майнові права інвестора, відповідно до яких він набуває права власності на об'єкт нерухомості.

Оптимальна схема процедури погашення цільових облигацій виглядає таким чином (рис. 1).

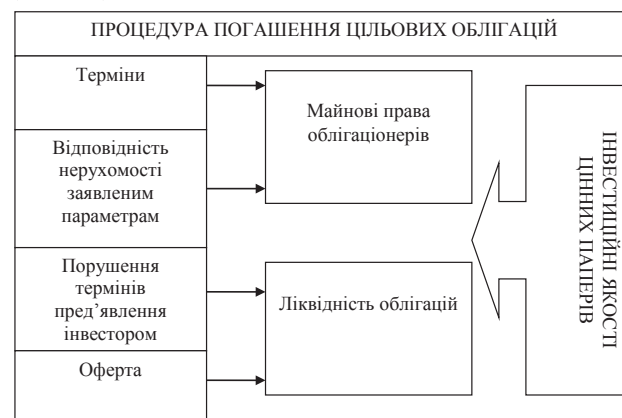


Рис. 1. Система оцінки процедури погашення цільових облигацій

Джерело: складено автором

З рисунка 1 можна зробити висновки, що процедура погашення цільових облигацій впливає на інвестиційні якості у такому розрізі:

- по-перше, через терміни погашення (оскільки у емітента виникають можливості варіювати час виконання своїх зобов'язань – погашення цільових облигацій);

- по-друге, через відповідність/невідповідність нерухомості заявленим під час розміщення параметрам за фізичними обсягами та урегулювання відносин;

- по-третє, у випадку порушення інвестором термінів пред'явлення до погашення облигацій (реалізація права на об'єкт нерухомості чи отримання грошового еквіваленту);

- по-четверте, у контексті можливості дострокового погашення облигацій (ініціатор оферти та процедура її проведення, обставини, які можуть призвести до вимоги інвестора щодо оферти).

Інвестиційна привабливість цільових облигацій на ринку нерухомості багато в чому визначається фінансово-господарським станом емітента. Зауважимо, що хоча у сучасній економічній науці існує достатньо багато фундаментальних концепцій його оцінки, їх використання для підприємств, що випустили цільові облигації потребує певного коригування, з врахування специфіки таких цінних паперів. На нашу думку, оптимальна схема аналізу емітентів цільових облигацій виглядає таким чином (рис. 2).

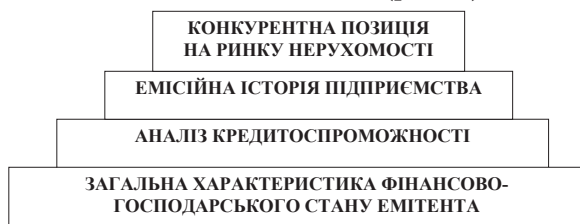


Рис. 2. Послідовність аналізу емітентів цільових облигацій

Джерело: систематизовано автором

Отже, базисом для дослідження емітента цільових облигацій є характеристика, яка дається на основі загальноприйнятих методик фінансового налізу. Проте отриманий результат коригується з врахуванням результатів аналізу кредитоспроможності емітента, його емісійної історії та конкурентної позиції на ринку нерухомості (яка характеризує можливості забезпечення процесу будівництва). На нашу думку, в контексті загальної характеристики фінансово-господарського стану емітента цільових облигацій насамперед необхідно звернути увагу на такі показники: по-перше, структури капіталу (в площині оцінки ризиків невиконання зобов'язань); по-друге, прибутковості (в площині оцінки ефективності управління).

У контексті аналізу зазначеного питання зауважимо, що чинна процедура оприлюднення інформації про попередні випуски облигацій не враховує специфіку цільових цінних паперів, оскільки передбачає існування вимог щодо змісту тільки в площині цінних паперів, зали-

шаючи поза увагою інформацію, яка дає можливість оцінити параметри об'єктів нерухомості, площа яких є базовим товаром.

Зазначена проблема ускладнюється тим, що існують досить лояльні до емітента вимоги у питанні оприлюднення інформації про його конкурентну позицію на ринку нерухомості.

У цілому можна зробити висновок, що в Україні практично відсутні ефективні обмеження для емітентів цільових облигацій, що потенційно може призвести до дефолтів та появи недобудованих об'єктів.

Якщо розглянути об'єкти нерухомості, площа яких використовується в якості базового товару, то головним параметром для неї є ціна. Формально, виходячи з обсягу залучених фінансових ресурсів під час емісії цільових облигацій та характеристик об'єктів нерухомості, можна розрахувати вартість квадратного метра нерухомості для інвестора, який опосередковано купує їх через придбання цінних паперів.

Висновки з проведеного дослідження. Підсумовуючи практику використання цільових облигацій у процесі інвестиційної діяльності на ринку нерухомості, можна зазначити, що:

1. Більшість емітентів використовували досить стандартні схеми випуску цільових облигацій, в основі яких домінуючою є думка про невпинне зростання цін на нерухомість в Україні. Відповідно, більшість параметрів встановлюються виходячи із передумов емітента й ігнорують при цьому бажання інвесторів.

2. На сучасному етапі свого розвитку цільові облигації об'єктивно не можуть забезпечити реалізацію усього спектра економічних і правових взаємин між емітентом та інвестором, що викликає необхідність укладання додаткових цивільно-правових угод між контрагентами.

3. В Україні на законодавчому рівні відсутні пруденційні механізми регулювання діяльності емітентів цільових облигацій, насамперед у частині ефективних обмежень на розміри випуску цінних паперів та інформаційної складової діяльності учасників ринку нерухомості.

4. У контексті переваг використання цінних паперів в інвестиціях на ринку нерухомості підприємства найкраще використовують стандартність та серійність сек'юритизованих фінансових інструментів, тоді як ліквідність повністю ігнорується.

Усе вищезазначене свідчить про часткове використання потенціалу цільових облигацій на ринку нерухомості України, необхідність реформування нормативно-правової бази та перегляду емісійних та інвестиційних стратегій учасників ринку.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Ковтун Л. Використання цільових облигацій для фінансування будівництва житла // Правовий тиждень. – 2007. – № 37 (58) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=85>.

2. Дачник Л.І. Цільові облигації у фінансовому механізмі формування житлового фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://investycii.org/investuvanya/konferentsiji/problemyformuvanyatarozvytku-inovatsijnojiinfrastruktury/tsilovioblihatsijiufinansovomumehanizmiformuvanyazhytlovohofondu.html>.
3. Доценко-Білоус Н. Цільові облигації як злочин [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/columns/2011/07/13/291512/>.
4. Доценко-Білоус Н. Цільові облигації: особливості перетілення // Бухгалтерія (додаток до газети «Бизнес»). – 2011. – № 32. – С. 55-57.
5. Гавриш Л. Законодатель определил механизмы инвестирования в строительство жилья // Финансовые услуги. – 2007. – № 2. – С. 8-7.
6. Курафеева І. Емісія цільових облигацій 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. № 3480IV.
8. Энциклопедический словарь экономики и права [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://rosinvest.com/dic/dic_economic_law/17495/.
9. Положення про порядок здійснення емісії облигацій підприємств та їх обігу: затверджено Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку 17.07.2003 р. № 322.
10. Закон України «Про інвестиційну діяльність».
11. Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю».