

УДК 336.77:332.834

Рибак Анатолій Іванович

Доктор технічних наук, професор, професор кафедри бізнес-адміністрування та комп'ютерної безпеки

Азарова Ірина Борисівна

Здобувач кафедри бізнес-адміністрування та комп'ютерної безпеки

*Міжнародний гуманітарний університет, Одеса***АНАЛІЗ МЕХАНІЗМІВ ФІНАНСУВАННЯ БУДІВЕЛЬНИХ ПРОЕКТІВ В ГАЛУЗІ ЖИТЛОВОГО БУДІВНИЦТВА. РИНКОВИЙ МЕХАНІЗМ ФІНАНСУВАННЯ**

Проведено дослідження діючих ринкових способів фінансування житлового будівництва, оцінені їх переваги та недоліки з огляду на інтереси учасників процесу будівництва.

Ключові слова: *ринкове фінансування житлового будівництва, фонд операцій з нерухомістю, фонд фінансування будівництва, інститут спільного інвестування, безпроцентні (цільові) облигації*

Проведено исследование действующих рыночных способов финансирования жилищного строительства, оценены их преимущества и недостатки, учитывая интересы участников процесса строительства.

Ключевые слова: *рыночное финансирование жилищного строительства, фонд операций с недвижимостью, фонд финансирования строительства, институт общего инвестирования, беспроцентные (целевые) облигации*

The article deals with the analysis of existing market mechanisms for financing housing through the involvement of private investments to determine their strengths and weaknesses in relation to all the participants of the construction and the selection of the optimal method of financing housing/

The state of the industry as housing is highly dependent on the current system of financing the construction. According current law, investment and housing finance funds nationals may be made only through funds construction financing (FCF), real estate funds (REF), collective investment institutions (CII) and the target by issuing bonds, obligations under which is done by passing the object (part of the object) housing.

By legislative ways to buy home connected with an increase in risk in the investments. The most optimal and applied today is construction financing funds and the issuance of non-interest (target) of bond developers.

Modern residential construction is regulated by a large number of pieces of legislation that are quite disparate and contradictory. They are trying to regulate some aspect, while the situation in the domestic housing market needs to develop a comprehensive mechanism for solving the problems of the industry, such as: insufficient supply of housing; high cost of construction; unreasonable increase in housing prices; focus on affluent consumers; lack of state control and the lack of guarantees for the implementation of investment agreements; monopolization housing industry investment holding.

Having identified and generalized problems necessitates further research to resolve them.

Keywords: *market financing of housing building, fund of operations with the real estate, fund of financing of building, institute of the general investing, passive (having a special purpose) bonds*

Постановка проблеми

Стан такої галузі, як житлове будівництво дуже сильно залежить від наявної системи фінансування будівництва. За статистикою [9] в Україні близько

60% житла будується за рахунок коштів населення, до 5% – за рахунок бюджетних коштів, близько 1,5% – кредити банків, останнє – засоби підприємств різних форм власності.

До 2004 р. фінансування житлового будівництва можна було здійснити переважно за двома схемами – власними коштами замовника будівництва або коштами інвесторів, якими найчастіше виступали банки. Обидві схеми передбачали купівлю квартир населенням у зданих будинках. Перша схема була проста і зрозуміла, друга схема – це інвестування банками коштів у будівництво з отриманням непоганих прибутків за умов тогочасного стабільного зростання ринку нерухомості. Взаємовідносини між замовником, інвестором та генпідрядником у другій схемі регулювалися переважно договорами сторін. В обох варіантах не йшлося про інвестування з боку покупців квартир, вони виступали споживачами та сплачували за готовий кінцевий товар, створений за допомогою чужого інвестування. Але і ризики вкладання інвестицій для покупців були відсутні.

Сучасний стан суттєво відрізняється тим, що законодавчо створені механізми залучення інвестиційних ресурсів населення і юридичних осіб в будівництво житлової нерухомості ще на етапі її будівництва. Здавалося б, покущо надано можливість заощадити кошти, фінансуючи будівництво, так би мовити, «із перших рук». Складності таких інвестицій полягають у тому, що на етапі їх залучення, до введення об'єкта в експлуатацію по завершенні будівництва, об'єкт фактично та юридично не існує, і відповідно неможливо закріпити будь-які майнові права на майбутній об'єкт нерухомості, незважаючи на запропоновані законодавчо механізми, спрямовані на вирішення проблеми. Є лише перелік обов'язків між різноманітними учасниками створення такого об'єкта. Можливість чи неможливість виконання цих зобов'язань сторонами і створює основні ризики будівельних проектів.

Аналіз досліджень та публікацій

Проблемі фінансування будівництва в останній час приділяли увагу як в теоретичному, так і в практичному аспектах. Дослідженню сфери інвестицій у будівництво присвячені праці таких вітчизняних і зарубіжних вчених, як А.Н. Асаул, В.В. Бузирева, Н.В. Васильєва, Л.О. Воронова, Г.В. Горчаківська, А.В. Кравець, В.М. Котова, Д.О. Фаріон та ін.

Зважаючи на результати проведених досліджень вищенаведених вчених, треба зазначити, що подальших розробок потребує проблема пошуку оптимального способу фінансування будівництва житла та формування дієвого механізму залучення інвестицій.

Мета статті

Метою дослідження є аналіз наявних механізмів фінансування житлового будівництва через залучення недержавних інвестицій, визначення їх переваг та недоліків стосовно усіх учасників будівництва, та вибір оптимального способу фінансування будівництва житла як об'єкта дослідження.

Виклад основного матеріалу

У галузі державного регулювання сфери житлового будівництва, зокрема стосовно механізмів його фінансування, останнім часом було розроблено багато законодавчих актів та постанов. Усі вони були спрямовані на врегулювання стосунків між учасниками будівництва, захист прав основних інвесторів житлового будівництва – населення. На скільки це вдалося – розглянуто далі.

Згідно закону України №1560-ХІІ[2], інвестування та фінансування об'єктів житлового будівництва з використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, у тому числі в управління, може здійснюватися виключно через фонди фінансування будівництва (ФФБ), фонди операцій з нерухомістю (ФОН), інститути спільного інвестування (ІСІ), а також шляхом емісії цільових облігацій підприємств, виконання зобов'язань за якими здійснюється шляхом передачі об'єкта (частини об'єкта) житлового будівництва. Суб'єктами такої системи фінансування є довірителі, управителі, забудовники, страхові компанії, емітенти сертифікатів ФОН та власники сертифікатів ФОН. Управитель – фінансова установа, яка від свого імені діє в інтересах довірителів і здійснює управління залученими коштами в галузі фінансування будівництва. На практиці ці схеми працюють таким чином.

Фонди фінансування будівництва бувають двох типів – А та Б. В обох випадках фінансування будівництва здійснюється за рахунок інвестицій довірителя або покупця квартири, через закріплення об'єкта інвестування за довірителем – встановлення правовідносин між довірителем та управителем на підставі договору, за якого у довірителя виникає право вимоги на цей об'єкт інвестування в майбутньому. Тобто, метою створення ФФБ є отримання довірителями у власність житла.

Для першого типу А характерним є те, що усі ризики недостатнього залучення коштів від довірителів приймає на себе забудовник, який сам визначає усі споживчі характеристики об'єкта. Забудовник зобов'язаний своєчасно ввести об'єкт в експлуатацію відповідно до проектної документації і виконати усі необхідні роботи, незалежно від

обсягу фінансування. Схема не часто застосовується забудовниками через низький рівень керованості проектів, фінансові ризики.

Другий тип Б характерний тим, що управитель визначає споживчі властивості об'єкта, та приймає на себе ризик щодо недостатності залучених коштів на спорудження об'єкта будівництва. Забудовник бере на себе зобов'язання дотримуватися вимог управителя щодо споживчих властивостей об'єкта, здійснювати будівництво без порушення графіків, відповідно до проектної документації та в межах загальної вартості будівництва, погодженої з управителем. Забудовник також зобов'язаний своєчасно ввести об'єкт в експлуатацію у разі виконання управителем графіка фінансування будівництва. Як правило, управитель в цьому випадку здійснює передачу ризиків недостатності залучених коштів через страхування.

Залучення коштів від довіритель для інвестування будівництва через ФФБ згідно закону [1], можливе тільки після повного завершення проектних робіт та отримання позитивного висновку комплексної державної експертизи проектної документації. Потрібно також мати дозвіл на виконання будівельних робіт або реєстрацію декларації про початок виконання будівельних робіт. Тобто забудовник самостійно фінансує проектно-пошукові роботи, погодження проектної документації, відведення земельної ділянки та інші роботи, що необхідні до початку цього етапу. Потім він має змогу відшкодувати збитки після вдалого залучення коштів інвесторів. Прикрим для забудовника є також те, що виконання зобов'язань забудовника за договором з управителем забезпечується встановленням іпотеки. Управитель також має право за законом змінити забудовника через недотримання забудовником умов договору сторін або через затримання забудовником строків будівництва. На управителя покладається функція контролю за цільовим використанням спрямованих на будівництво коштів, дотриманням строків виконання робіт на об'єкті, дотриманням технічних характеристик об'єкта будівництва та своєчасним усуненням недоліків. Однак, зважаючи на фінансовий профіль діяльності управителя, не передбачено якихось вимог щодо наявності у штаті фахівців з будівництва, досвіду ведення таких проектів, спеціалізованих будівельних ліцензій для виконання таких функцій. Як саме мають контролюватися такими установами питання будівництва, крім фінансових, залишається незрозумілим.

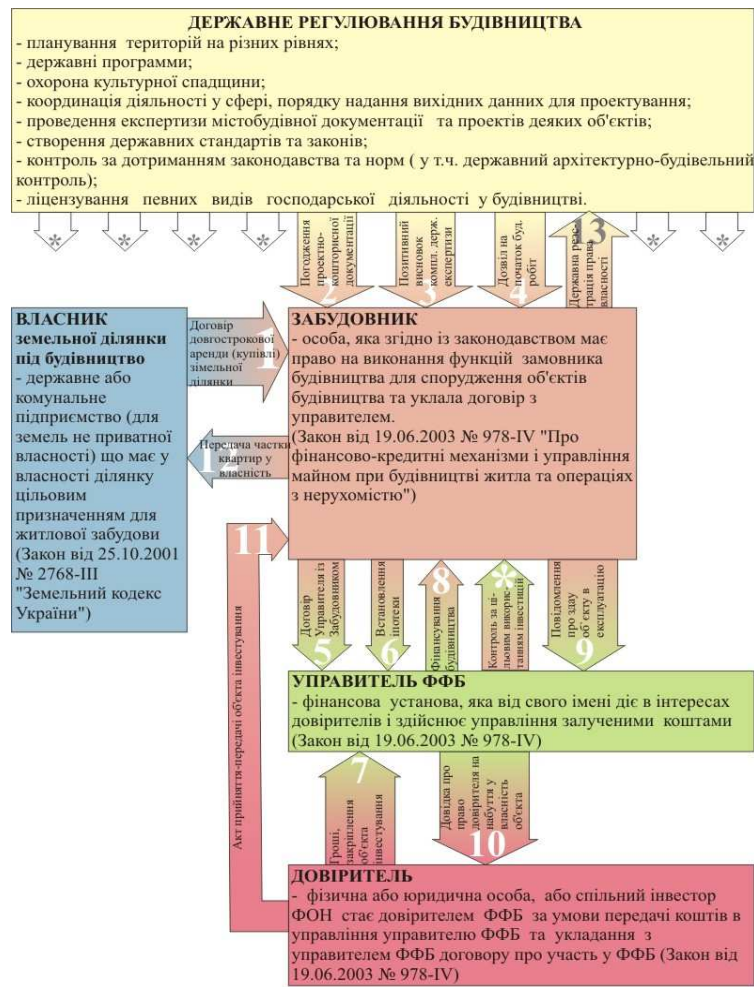
З огляду на категоричну неспроможність наших забудовників дотримуватись запланованих строків та якості будівництва через різні причини, система

фінансування через ФФБ обох типів у них не популярна. Цікавим є також те, що відносини між довіритель (покупцем квартири) та забудовником юридично відсутні, тож можливості отримувати від забудовника будь-яку інформацію стосовно ходу будівництва у покупця практично немає. Він повинен звернутися письмово до Управителя, а той вже має право перевірити діяльність забудовника. Право власності на об'єкт інвестування (квартиру) переходить до покупця після здавання будинку в експлуатацію забудовником та державної реєстрації права власності. Основні інформаційні потоки при створенні об'єкта за допомогою фінансування через ФФБ наведені на рис. 1.

Як показує практика, витрати на створення і обслуговування ФФБ складають 2 – 4% від загальної суми фінансування будівельного проекту. При цьому необхідно враховувати, що, окрім вищезгаданих витрат, 10% від всього об'єму фінансування, який проходить через ФФБ, резервуються (фактично заморожуються) на рахунках ФФБ на весь термін його дії.

Цей спосіб фінансування вважається найбільш привабливим для інвестора, адже гарантії отримання житла надані законодавчо. Однак, закон про найбільш «надійний» для інвестора спосіб отримання житла через ФФБ оцінюється юристами досить негативно [6].

Положення Закону України «Про інвестиційну діяльність» не є цілком законними. Стаття 4 забороняє здійснювати інвестиції в будівництво житла інвесторам інакше, ніж тільки через ФФБ, ФОН, ІСІ, а також шляхом емісії цільових облігацій. Таким чином, обмежується право власності зазначених інвесторів, точніше вони обмежуються у своєму праві вільно розпоряджатися своєю власністю, яке гарантовано Конституцією (ст. 41) і Цивільним кодексом (ст. 319). Протокол № 1 до Конвенції про захист прав людини й основоположних свобод (яка ратифікована Україною й має пріоритет над іншими актами національного законодавства) у ст. 1 закріпив, що ніхто не може бути позбавлений (або обмежений у здійсненні) своєї власності інакше, як в інтересах суспільства й на умовах, передбачених законом і загальними принципами міжнародного права. Але ніяких інтересів суспільства законодавець, вводячи такі обмеження в ст. 4, не обґрунтував і не переслідував, керуючись тільки фінансовими інтересами фінансових установ (які, власне, пролобіювали ці зміни, а також прийняття самого Закону 978-IV), необґрунтовано обмеживши при цьому можливість осіб вільно розпоряджатися власністю й конкуренцію на будівельному ринку.



* - контроль протягом усього створення об'єкту

Рис. 1. Схема фінансування будівництва житла через ФФБ

Згідно все того ж закону, відносини між довіритель та Управителем регулюються договором управління майном. Але згідно Цивільного Кодексу (ЦК) України, договір управління майном призначений для ефективного використання майна довірителя й одержання від цього постійного прибутку, а також обов'язок управителя щодо повернення отриманого від довірителя майна після припинення дії договору. Гроші (як у готівковій, так й у безготівковій формі) не можуть бути предметом договору управління, крім того за законом [1] повертаються не взяті управителем гроші, а передається нерухомість, збудовані будинки, квартири, на будівництво яких і передавалися ці кошти.

Далі, відповідно до ЦК (ч. 5 ст. 1033), договір про управління майном не спричинює переходу права власності до управителя на майно, передане в управління. Закон [1]закріплює, що передане управителю майно (гроші) стають його довірчою власністю. Відомо, що інститут «довірчої власності» існує в англосаксонській правовій системі, (Україна належить до континентальної правової сім'ї), зокрема у Великобританії, США, Австралії.

Така конструкція передбачає можливість існування ніби-то двох власників у одній речі, один із яких є власником суто формальним, а інший реально здійснює за нього всі правомочності щодо володіння, користування й розпорядження цим майном. В нашій правовій системі не допускається спільного існування декількох таких прав на одну і ту саму річ (можливо тільки, що декілька осіб будуть спільними суб'єктами того самого права власності на ту саму річ у випадку загальної часткової/спільної власності).

Договором між управителем та довіритель договором управителю надано право використовувати вільні кошти, зокрема банк-управитель може використати ці кошти при здійсненні банківських операцій (ст. 7). Це право теж викликає нарікання. Адже кошти передаються на конкретні цілі, а не для того, щоб банк на них наживався, прокручуючи їх у своїх власних інтересах. Таке право суперечить цілям договору управління й одержання прибутків під час здійснення банківських операцій з такими вільними коштами повинно розглядатися як безпідставне збагачення банку й нецільове використання коштів.

Зважаючи на інші розбіжності в юридичному полі стосовно договору управління, можна зазначити, що договір управління в тому вигляді, який він має в Законі 978-IV, більше нагадує відносини комерційного посередництва.

За своєю правовою природою договір управління є реальним, одностороннім, оплатним. Реальним договір управління є тому, що вважається укладеним з моменту передачі грошей. Таким чином, він не може передбачати обов'язок довірителя доносити ще якісь кошти протягом будівництва. Вся ціна майбутнього житла, що обране довірителем, має бути внесена повністю й відразу. І саме з цього моменту договір управління буде вважатися укладеним. Але закон передбачає їх поетапне внесення, не визначаючи саме момент укладання договору.

Є підстави віднести договір управління також до публічного договору й до договору приєднання. За законом, об'єктом договору виступає закріплення за довірителем так званих вимірних одиниць об'єкта інвестування – одиниць виміру об'єкта інвестування, що визначається в метричних одиницях або в частинах (відсотках) цього об'єкта інвестування як єдиного цілого. Але метою укладання договору управління є одержання довірителем конкретної нерухомості. Нерухомість є індивідуально-визначеною річчю, і не може вимірятися числом, вагою, мірою. Крім того, відповідно до Закону 978-IV довіритель за фактом може одержати й іншу кількість вимірних одиниць. Це призводить до невизначеності предмета договору і є неприпустимим. Стосовно строку договору, то таким строком має бути строк зведення самої нерухомості, що повинен бути чітко визначений у договорі. Недотримання цього строку повинно надавати право довірителю відмовитися від укладеного договору приєднання в односторонньому порядку. Такого закон [1] не передбачає.

Частина закону, присвячена договору між управителем та забудовником також має значні вади. Договір має ознаки договору підряду та договору на користь третьої особи, адже передача результату робіт – збудованої нерухомості, здійснюється забудовником не замовникові-управителеві, а довірителям, особи та кількість яких не визначена, їхні списки уточнюються управителем і передаються забудовникові після здавання збудованого житла.

За Законом 978-IV забудовник укладає договір страхування будівельно-монтажних робіт на весь час спорудження об'єкта й договір страхування від ризиків пошкодження об'єкта або знищення на користь управителя. Страховика обирає управитель, управитель також визначає банк, у якому повинні

відкриватися рахунки забудовнику, субпідрядникам й іншим суб'єктам, які беруть участь у спорудженні об'єкта. Це є ще одним обмеженням договірної свободи й знову, зважаючи на те, що таким банком у 99% випадків, стає сам управитель або дочірня структура, гарантує інтереси тільки одного суб'єкта – управителя.

Відповідно до ст. 10 Закону 978-IV виконання зобов'язань забудовника за договором сторін забезпечується встановленням іпотеки. Предметом іпотеки за законом [1] можуть бути майнові права на нерухомість, яка є об'єктом будівництва, або інше нерухоме майно, яке належить забудовникові. Договір іпотеки передбачає зобов'язання забудовника уступити управителю майнові права на нерухомість, яка є об'єктом будівництва, у разі виникнення ризику невиконання забудовником своїх зобов'язань перед управителем. Саме це вважається гарантією права на нерухомість для довірителя. Щоб мати можливість передати майнові права, необхідно бути ними наділений. Такі майнові права повинні належати забудовнику, щоб він мав можливість їх передати. Оскільки самої нерухомості ще не існує, то речового права на неї теж існувати не може, адже речові права можуть виникати лише щодо наявних речей. Більше того, такі права й не повинні виникнути у забудовника згідно договору сторін.

Якщо говорити про об'єкт будівництва як предмет договору підряду (договору між управителем і забудовником), то до передавання готового об'єкта довірителям, такий об'єкт є власністю забудовника, як власника будівельних матеріалів (ст. 331 ЦК). Саме після реєстрації речового права на недобудований об'єкт він буде вважатися нерухомістю. Оскільки незавершений об'єкт має передавати забудовник, то саме він повинен зареєструвати речове право на цей об'єкт на себе. А така реєстрація неможлива, якщо незавершений будинок є предметом договору підряду. Більше того, це не може зробити до припинення дії договору підряду ані забудовник, ані управитель. Для реєстрації права власності на таку незавершену нерухомість необхідно припинити дію договору підряду. Але в такому випадку нічого забезпечувати іпотекою, оскільки не буде існувати зобов'язання, яке б нею забезпечувалося. Тож встановлення іпотеки можливе лише на інше майно забудовника, що вже збудоване. Але це ніяк не гарантує права на об'єкт інвестування в новобудові для довірителя. Встановлення іпотеки на користь управителя теж викликає питання, адже наприклад, російським законом іпотека встановлюється на користь вкладників, що цілком виправдано, оскільки захищає інтереси слабкої сторони.

Управитель і забудовник по об'єкту будівництва за тим же законом [1] укладають

договір доручення під відкладальною умовою (порушення забудовником умов договору), за яким у випадку порушення забудовником умов договору управителю доручається виконувати функції забудовника, у тому числі шляхом передоручення цих функцій іншим особам. Відповідно до ст. 1000 ЦК за договором доручення одна сторона (повірений) зобов'язується зробити від імені й за рахунок другої сторони (довірителя) визначені юридичні дії. Угода, укладена повіреним, створює, змінює, припиняє цивільні права й обов'язки довірителя. Таким чином, управитель, ставши повіреним, буде зобов'язаний здійснити від імені забудовника правочин (договір підряду тепер вже з новим забудовником), за рахунок забудовника. Такий правочин створить права й обов'язки для забудовника, у тому числі право на збудований об'єкт. Це повністю суперечить тим цілям і реальним умовам, які визначені в Законі 978-IV. Таким чином, цей договір укласти неможливо, тобто немає чинних механізмів змінити забудовника, що не виконує своїх зобов'язань з будівництва об'єкта.

Проаналізувавши договірні конструкції, передбачені Законом України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла й операціях з нерухомістю» [1], можна зазначити, що вони є досить проблематичними й часом нездійсненними [6]. Крім того, інтереси фізичних й юридичних осіб, що вкладають гроші в будівництво, виявляються незахищеними. Повернення переданих коштів нічим не забезпечене, як не забезпечене й своєчасне будівництво й передача об'єктів нерухомості. Закон спрямований головним чином на захист інтересів фінансових установ і банків, які, виконуючи лише роль посередників, виявляються в привілейованому становищі. Це дозволяє за будь-якого результату справи залишитися у вигрі. Більше того, участь у житловому будівництві таких проміжних ланок, як управителі, у той формі, що пропонується Законом 978-IV, лише породжує додаткові витрати вкладників, нестабільність відносин і ризикованість усього механізму будівлі житла, замість того, щоб гарантувати права населення, забезпечуючи його доступним житлом через залучення коштів населення за допомогою недержавних фондів.

Запровадження механізмів інвестування будівництва через ФФБ призвело до подальшого зростання цін на житло за рахунок додаткових витрат та виникнення проблеми з формуванням обігових коштів будівельних організацій. Також це створило передумови для витіснення більшості забудовників з ринку будівництва та монополізації галузі фінансово-інвестиційними холдингами [9; с.187].

Фонд операцій з нерухомістю – цікавий тим, що на відміну від ФФБ, метою створення ФОН є

отримання доходу власниками сертифікатів цього ФОН, в тому числі шляхом участі спільного інвестора ФОН у фонді фінансування будівництва. Тобто цей спосіб інвестування не є механізмом отримання житла для населення.

ФОН можливо створювати до моменту затвердження проектно-кошторисної документації на будівництво, лише за наявності документа, що посвідчує право на земельну ділянку з цільовим призначенням, згідно умовам інвестиційної декларації. З об'єктами будівництва, набутими управителем ФОН у власність на умовах цього Закону [1], управитель ФОН має право здійснювати такі операції: передача в платне користування третім особам, продаж, здійснення інших операцій за законом. Управитель ФОН інвестує кошти, залучені від продажу сертифікатів ФОН, в операції з нерухомістю, отримує дохід від цих операцій та розподіляє отриманий дохід між власниками сертифікатів ФОН. Або у разі функціонування системи ФОН-ФФБ, управитель системи ФОН-ФФБ інвестує залучені від операцій з нерухомістю та продажу сертифікатів кошти виключно у будівництво об'єктів інвестування шляхом участі у ФФБ, управителем якого він є. Доход власниками сертифікатів отримується в цьому випадку від операцій з нерухомістю, що збудована за допомогою ФФБ. Діяльність ФФБ в системі ФОН-ФФБ описана вище.

Інститут спільного інвестування – це корпоративний або пайовий фонд, що є формою колективного інвестування, при якій засоби учасників об'єднуються і інвестуються управляючою компанією в різні активи (нерухомість, коштовні папери і т. д.) з метою отримання доходу інвесторами [5]. Діяльність ІСІ регулюється законом №5080-VI [3].

Корпоративний інвестиційний фонд здійснює залучення грошових коштів від інвесторів за допомогою випуску і розміщення іменних акцій. Обіг таких акцій має свої особливості [7]. У корпоративному інвестиційному фонді розрізняють два основні види акцій:

1 – акції, що випускаються для формування первинного статутного капіталу (кошти для спільного інвестування за допомогою цих акцій не залучаються);

2 – акції, що випускаються з метою спільного інвестування (акції ІСІ). Саме за допомогою таких акцій здійснюється залучення грошових коштів від інвесторів.

Акції ІСІ розміщуються шляхом відкритого продажу або приватного розміщення. Від імені корпоративного інвестиційного фонду розміщення акцій ІСІ здійснює компанія з управління активами (КУА), яка може здійснювати продаж акцій ІСІ

самостійно або із залученням торговця коштовними паперами. Управляюча компанія ІСІ – професійний учасник ринку коштовних паперів, вид діяльності якої ліцензується Державною комісією з коштовних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР). Нагляд над діяльністю КУА здійснюється наглядовою радою фонду, охоронцем активів фонду. Контроль відповідності операцій КУА регламенту фонду, проспекту емісії і чинному законодавству здійснює Наглядова рада фонду. Кваліфікація менеджменту визначена в нормативних документах комісії і підтверджується сертифікацією. На момент реєстрації статутний капітал такої фінансової установи має бути сплачений і складати не менше 200 тис. євро в грошовій формі. Активи фонду акумулюються на окремому рахунку, окремо від активів самої КУА. Збереження (зростання) активів контролюється комісією через регулярні звіти, і в разі зменшення активів, у зв'язку з діяльністю (бездіяльністю) КУА, до неї застосовуються санкції, аж до позбавлення ліцензії і заміни КУА фонду. При цьому КУА несе майнову відповідальність перед інвесторами.

Викупом акцій ІСІ, згідно із Законом, є сплата емітентом інвесторові вартості частини чистих активів ІСІ пропорційно кількості акцій ІСІ, що належать інвесторові, з припиненням права власності інвестора на ці акції. При цьому вартість чистих активів ІСІ визначається як різниця між сумою активів ІСІ з врахуванням їх ринкової вартості і розміром зобов'язань ІСІ. До досягнення нормативів діяльності ІСІ викуп розміщених акцій не виконується. Термін викупу акцій ІСІ корпоративного інвестиційного фонду інтервального типу встановлюється в проспекті емісії такого фонду.

Оплата акцій ІСІ у разі їх викупу емітентом здійснюється грошовими коштами, але може за згодою сторін оплачуватися й іншими активами ІСІ: корпоративними правами і вимогами, сформованими за рахунок засобів спільного інвестування, а також майном, зокрема нерухомістю, побудованою за рахунок засобів спільного інвестування. Лише останній випадок можна вважати способом отримання житла для населення.

Система функціонування пайового інвестиційного фонду схожа на систему функціонування корпоративного інвестиційного фонду, але має свої особливості.

Характерні особливості пайового інвестиційного фонду такі:

- фонд не є юридичною особою;
- створюється компанією з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених КУА інвестиційних сертифікатів;

- емітентом інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду є компанія з управління активами фонду;

- кошти до пайового інвестиційного фонду притягуються за допомогою випуску і розміщення інвестиційних сертифікатів;

- мінімальний об'єм активів пайового інвестиційного фонду не може бути меншим за розмір первинного статутного фонду (капіталу) корпоративного інвестиційного фонду.

Учасником пайового інвестиційного фонду стає інвестор, який придбав інвестиційний сертифікат фонду.

Метою роботи кожного фонду є здобуття прибутків інвесторами. Нерухомість є одним з найпривабливіших об'єктів вкладення інвестування. І природно, що переважно активами таких фондів є нерухомість і коштовні папери емітентів-будівельних компаній. На сьогодні близько 32 млрд грн знаходяться в управлінні КУА, велика частина яких інвестовані в будівництво.

Всі учасники фондів мають однакові права, незалежно від розміру вкладень. При цьому ризики діляться між усіма інвесторами і знижуються завдяки диверсифікації інвестиційного портфеля. Поки кошти знаходяться у фонді, вони не підлягають оподаткуванню, що дозволяє реінвестувати отриманий прибуток.

Для інвестора здійснення інвестицій через фонди менш ризиковано, ніж самостійне інвестування, наприклад, за допомогою купівлі облігацій будівельної компанії, оскільки засобами фонду управляють професіонали, за діяльністю яких здійснюється багаторівневий контроль (ДКЦПФР і т.д.) і завдяки диверсифікації інвестиційного портфеля. Ще одна безумовна перевага ІСІ-можливість брати участь у масштабних проектах інвесторам з незначними фінансовими можливостями.

Для будівельної компанії залучення фінансування через ІСІ має ряд переваг:

- прозорість і легітимність процесу залучення інвестицій;

- спрощення процедури залучення грошових коштів (робота з одним контрагентом-інвестором);

- в особі КУА будівельна компанія отримує не просто партнера, а і фінансового консультанта, який допомагає вирішити процедурні питання, пов'язані із залученням зовнішнього фінансування.

Для будівельної компанії фонд може бути не лише джерелом інвестицій, але і способом ефективного вкладення тимчасово вільних фінансових ресурсів, оскільки умови ІСІ набагато привабливіші за банківські депозити, а різноманітність самих фондів дозволяє підібрати оптимальний варіант з точки зору ризик / прибутковості / термін інвестування.

Однак, будучи досить популярним у світі фінансовим інструментом, ІСІ не набули значного поширення в Україні. На 2010 рік було зареєстровано лише 1226 таких фондів [4; с. 140]. Значною проблемою розвитку фінансування через ІСІ є невисокі прибутки населення для здійснення інвестицій, відсутність підтримки з боку держави та обмежена можливість контролю за діяльністю фінансового інституту в інтересах інвестора [4; с. 142].

Емісія цільових облигацій. Одним з найпривабливіших інструментів для фінансування будівництва житлової нерухомості, враховуючи останні зміни в законодавстві, є цільові облигації. Тим паче, що такі цінні папери можуть отримуватися деякими видами ІСІ. Динаміка випусків цільових облигацій українськими підприємствами останніх трьох років супроводжується вибуховим зростанням обсягів притягнених коштів. Так, якщо у 2003 р. було здійснено будівельними компаніями емісії цільових облигацій на суму 100 млн грн, у 2004 р. – на суму 1,2 млрд грн, а у 2005 – на суму 2,4 млрд грн.

Такий інтерес до облигацій у будівництві пов'язаний з набиранням чинності Закону №978 [1] і бажанням використовувати інші легітимні інструменти залучення грошових коштів від населення і юридичних осіб. Механізм випуску як цільових, так і процентних облигацій чітко регламентується ДКЦПФР. Процедурна частина забезпечується професійними учасниками ринку коштовних паперів.

Випуск облигацій дає можливість залучити фінансування в необхідному обсязі на весь термін реалізації проекту, без застави, без відсотків – в разі

цільових облигацій, або з можливістю управління процентною ставкою з метою її зменшення – в разі процентних облигацій, мінімізувати вплив кредитора на управління компанією, і понизити вірогідність дострокового вилучення грошових коштів. Безумовною перевагою облигації є оптимізація оподаткування в рамках чинного законодавства. Так, засоби, отримані від інвесторів шляхом емісії облигацій, не включаються у валовий прибуток, витрати на випуск облигацій і на виплату відсотків включаються у валові витрати емітента. До того ж операції з цінними паперами не є об'єктом оподаткування ПДВ. Отже, до моменту продажу (передачі) приміщень у забудовника не виникають зобов'язання по сплаті ПДВ.

Вихід на публічний ринок позик дозволяє сформуванню забудовнику публічну кредитну історію, створити позитивну репутацію і збільшити довіру інвесторів, що полегшує і здешевлює залучення інвестицій надалі. Схема фінансування будівництва за допомогою емісії цільових облигацій наведена на рис. 2.

Залучення інвестицій в будівництво за допомогою процентних облигацій використовується, як правило, для будівництва комерційної нерухомості. Цільові будівельні облигації не передбачають процентного доходу і не залежать від цінних коливань на ринку.

Купуючи деякі цільові облигації, інвестор отримує право через обумовлений термін обміняти цінний папір на право власності на житло. Одна з переваг облигаційної схеми – потрібний для отримання квартири пакет цінних паперів деякі забудовники дозволяють накопичувати поступово.



Рис. 2. Схема фінансування будівництва житла через емісію цільових облигацій

За всіх інших схем купівлі квартири, перший внесок має становити щонайменше 30% її вартості. Як відомо, основною перевагою купівлі новобудови через цільові облігації є ретельна перевірка будівельної компанії-забудовника, всіх дозвільних документів на будівництво і землю Нацкомісією по цінних паперах і фондовому ринку. У той же час контроль самого будівництва і виконання зобов'язань по цільових облігаціях вже не відноситься до її повноважень.

Згідно із Законом «Про цінні папери та фондову біржу», цільова облігація надає її власнику право на отримання товару [8]. Однак, юристи зауважують, що абстрактний квадратний метр ще неіснуючого житла товаром назвати важко, оскільки метр – це все ж таки просто одиниця виміру. Тому придбання облігацій абсолютно не гарантує отримання обраної квартири. Гарантії на кількість метрів, поверх, кількість кімнат, розмір кухні чи розташування квартири облігації не дають. Інвесторам, що бажають закріпити за собою конкретну квартиру, забудовники пропонують договори бронювання квартири, за які стягують додаткові комісійні. Ці договори укладаються за умови, що інвестор придбав облігації на суму 30 – 50% вартості квартири. Юристи вбачають в укладанні договорів бронювання квартир ще одну правову колізію. Виходить, що зобов'язання забудовника надати квартиру прописані у двох різних документах – проспекті емісії облігацій та договорі бронювання.

Ще одна особливість облігаційної схеми – забудовники у своїх проспектах емісії зазначають, що обміняти облігації на квартиру можна лише протягом кількох місяців. Якщо у зазначений термін інвестор не пред'явить облігації до погашення, забудовник звільняється від будь-яких зобов'язань.

Основним мінусом облігаційної схеми є також те, що номінал облігації інколи (а в Україні – практично завжди) відрізняється від ціни її придбання – це означає, що, в разі повернення інвестиції грошовими коштами може бути отриманий лише номінал облігації, а не сума, яка була сплачена за придбання облігацій [10]. Також, слід розуміти, що законодавством ніяк не врегульована ситуація, яка може виникнути по закінченні терміну обігу і погашення облігацій до моменту прийняття об'єкта-довгобуду в експлуатацію. Згідно із законодавством емітент-будівельник має право, але не зобов'язаний викуповувати в інвестора облігації до закінчення терміну їх обігу. Це означає, що продати облігації можна лише іншому інвестору, заплативши при цьому комісійні зберігачу цінних паперів за зміну в реєстрі власників. У випадку проблемного об'єкта «довгобуду» це буде майже неможливо.

Як показує практика, витрати на створення і обслуговування ІСІ або випуск облігацій складають 2 – 5% від загальної суми фінансування будівельного проекту, що майже аналогічно витратам за іншими схемами, і житло також не здешевлює.

Висновки та перспективи подальших досліджень

Чинні в Україні механізми фінансування житлового будівництва з недержавних джерел мають як позитивні, так і негативні сторони для усіх учасників будівництва. Деякі з них не можуть розглядатись як прямий спосіб забезпечення житлом інвесторів через те, що є інструментом отримання грошового прибутку, а не доступного житла. Механізми показано у таблиці.

Передбачені для інвесторів способи придбання житла пов'язані зі збільшенням ризиків по вкладених інвестиціях. Найбільш оптимальними та застосованими на сьогодні є фонди фінансування будівництва та випуск безпроцентних (цільових) облігацій забудовниками [10].

Таблиця

Порівняння способів фінансування житлового будівництва

Спосіб інвестування	Результати для інвестора
ФФБ: • Тип А • Тип Б	отримання у власність об'єкта інвестування; отримання у власність об'єкта інвестування
ФОН:	отримання прибутку від інвестицій
ІСІ: • Корпоративний інвестиційний фонд • Пайовий інвестиційний фонд	отримання у власність нерухомості, збудованої за рахунок інвестиції* отримання прибутку від інвестицій
Емісія цільових облігацій:	отримання права власності на житло

* – за згодою сторін у відповідних випадках

Сучасна сфера житлового будівництва регулюється значною кількістю законодавчих актів, які є досить розрізненими та суперечливими. Вони намагаються регулювати окремі аспекти, тоді як ситуація на вітчизняному ринку житла потребує розробки комплексного механізму вирішення проблем галузі, таких як:

- недостатня пропозиція житла;
- значна вартість будівництва;
- необґрунтоване зростання цін на житло;
- орієнтація на заможного споживача;
- недостатній державний контроль та відсутність гарантій за виконанням інвестиційних договорів;
- монополізація галузі житлового будівництва інвестиційними холдингами.

В ситуації, коли край необхідним є зростання обсягів житлового будівництва, для стимулювання ринку доступного житла потрібно передбачити заходи, спрямовані на державну підтримку галузі, зниження вартості будівництва через спрощення договірних процедур, зниження частки

незавершеного будівництва, підвищення ефективності залученого капіталу та зменшення ризиків інвестицій для населення. Наявність виявлених та узагальнених проблем обумовлює необхідність подальших досліджень щодо їх вирішення.

Список літератури

1. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю: Закон України від 19.06.2003 № 978-IV [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. Сайт – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/978-15/page>
2. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. Сайт – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1560-12/page>
3. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Офіц. Сайт – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>
4. Котова В.М. Інститути спільного інвестування: функції та перспективи розвитку в Україні / В.М. Котова // Економічний простір. – 2011. – №53. – с.138-143.
5. Особливості фінансування житлового будівництва в Україні / А.В. Кравець, В.М. Мельник, О.І. Бобик // Економічний простір. – №140. – 2010. – с.182-188.
6. Вазинський Є. – Фонд фінансування будівництва [Електронний ресурс] // Матеріали сайту видавничої організації Юстиніан: Юридичний журнал. – Режим доступу: <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=2877>
7. Інвестиційні компанії під будівництво. Залучення коштів під будівництво [Електронний ресурс] // Світ фінансів. – Режим доступу: <http://www.finmir.com.ua/content/view/32/124/lang.uk/>
8. Матеріали сайту Української нотаріальної палати [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://palata.notariat.org.ua/qa/1700.html>
9. Схеми фінансування житлової нерухомості в Україні. Особливості залучення інвестицій в будівництво [Електронний ресурс] // Матеріали сайту KLN Consult. – Режим доступу: <http://www.kln.com.ua/content/view/87/102/lang.ua/>
10. Чернуха І.В. Механізми фінансування будівництва [Електронний ресурс] // Національна бібліотека України ім. В.І. Вернадського. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Evu/2012_19_1/Chernukh.pdf
11. Як фінансується будівництво житла на вітчизняному ринку? [Електронний ресурс] // Нерухомість у Києві і Україні - KANZAS.UA. – Режим доступу: http://www.kansas.ua/articles_investments/page_view/Kak-finansiruetsya-stroitelstvo-zhilya-na-otchestv-30-08-2012/

References

1. Parliament of Ukraine, Off. Website (19.06.2003) On financial and credit mechanisms and management of property in housing construction and real estate. The Law of Ukraine № 978-IV [Press release]. Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/978-15/page>
2. Parliament of Ukraine, Off. Website (18.09.1991) On Investing. The Law of Ukraine № 1560 -XII [Press release]. Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1560-12/page>
3. Parliament of Ukraine, Off. Website (05.07.2012) On Collective Investment Institutions. Law of Ukraine № 5080 -VI [Press release]. Retrieved from <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>
4. Kotov V.M. (2011) Collective investment: features and prospects in Ukraine. Economy № 53, 138 -143.
5. Tailor A.V., Melnyk V.M., Bobyk O. (2010) Features of housing finance in Ukraine. Economy № 140, 182 -188.
6. Vazhynskyy E. (2008) Construction Financing Fund. Justinian publishing. Legal Journal [Press release]. Retrieved from <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=2877>
7. World of Finance (2013) Investment Companies under construction. Raising funds for the construction [Press release]. Retrieved from <http://www.finmir.com.ua/content/view/32/124/lang.uk/>
8. Ukrainian Chamber of Notaries (2007) [Press release]. Retrieved from <http://palata.notariat.org.ua/qa/1700.html>
9. KLN Consult (2013) Funding schemes of residential property in Ukraine. Features of attracting investment in construction [Press release]. Retrieved from <http://www.kln.com.ua/content/view/87/102/>
10. Chernuha I.V.(2012) Mechanisms for financing construction. National Library of Ukraine by V.I. Vernadsky [Press release]. Retrieved from http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Evu/2012_19_1/Chernukh.pdf
11. Real estate in Kiev and Ukraine KANZAS.UA (2012) As funded housing in the domestic market? [Press release]. Retrieved from http://www.kansas.ua/articles_investments/page_view/Kak-finansiruetsya-stroitelstvo-zhilya-na-otchestv-30-08-2012/

Стаття надійшла до редколегії 04.02.2014 р

Рецензент: д-р техн. наук, проф. А.В. Шахов, Одеська національна морська академія, Одеса.