

УДК 332.83:347.457

А. В. Смітюх, канд. юрид. наук, доц.Одеський національний університет імені І. І. Мечникова,
кафедра адміністративного і господарського права,
Французький бульвар, 24/26, Одеса, 65058, Україна

ПРО НЕЗАКОННІСТЬ ВИКОРИСТАННЯ ДИСКОНТНИХ ОБЛІГАЦІЙ ДЛЯ ІНВЕСТУВАННЯ У БУДІВНИЦТВО ЖИТЛА

У контексті положень інвестиційного законодавства України проаналізовано використання дисконтних облігацій для інвестування у будівництво житла за рахунок коштів фізичних та юридичних осіб. Критично розглянуто докази юристів, які відстоюють законність цієї практики. Досліджено правові ризики інвесторів, кошти яких залучаються до інвестування у будівництво житла із використанням дисконтних облігацій.

Ключові слова: дисконтні облігації, цільові облігації, правове регулювання інвестування, будівництво житла, нерухомість.

До 2006 року законодавство України не містило жодних обмежень щодо засобів інвестування у будівництво житла, яке відбувалося у тих самих формах, що й інвестування у будівництво нежилої нерухомості, причому найбільш популярною договірною формою в той час були договори інвестування між забудовником і кожним з інвесторів.

Утім, Законом України від 15 грудня 2005 р. № 3201-IV “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України” [1] до ст. 4 Закону України “Про інвестиційну діяльність” було внесено зміни: її було доповнено ч. 3, яка встановила дуже жорсткі обмеження щодо інвестування будівництва житла. З 14 січня 2006 р. (дата набуття чинності Законом України від 15 грудня 2005 року № 3201-IV “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України”) фінансування будівництва житла з використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, може здійснюватися виключно через:

- фонди фінансування будівництва;
- фонди операцій з нерухомістю;
- інститути спільного інвестування;
- недержавні пенсійні фонди;
- випуск безпроцентних (цільових) облігацій, за якими базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості.

Фактично був встановлений вичерпний перелік законних засобів залучення коштів інвесторів у будівництво житла. Всі ці засоби об’єднує те, що забудовник опиняється під досить жорстким контролем або державного органу — Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі — ДКЦПФР), або Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, або фінансової установи, і щодо інвестора поширюються вимоги розкриття інформації.

Такі суворі обмеження встановлено з метою запобігання шахрайству, до якого вдавалися окремі забудовники, залучаючи інвесторів до будівництва житла через укладення договорів інвестування. Природно, що ця законодавча новела не була сприйнята позитивно забудовниками, які вважають, що вони самі мають визначати джерело фінансування свого проекту, а не обирати його серед варіантів, запро-

понованих законодавцем [2, 4]. Через це забудовники почали вишукувати засоби “обходу” зазначених обмежень.

Найбільш поширеним сьогодні засобом фінансування будівництва житла з перелічених вище є випуск забудовником безпроцентних (цільових) облігацій, за якими базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості: цей засіб — єдиний, що дозволяє забудовникові здійснювати будівництво самостійно, без залучення третіх осіб.

Утім поширеним стало також залучення коштів у будівництво житла через емісію забудовником дисконтних облігацій. Отже, постає питання щодо законності такої інвестиційної схеми. Це питання є особливо актуальним у контексті розгортання фінансово-економічної кризи, стагнації ринку будівництва житла, перспективи банкрутств забудовників і масового невиконання ними зобов'язань перед інвесторами.

Розглянемо спочатку стисло механізм інвестування у будівництво житла через випуск безпроцентних (цільових) облігацій.

Емісія та обіг облігацій регулюються Законом України “Про цінні папери і фондовий ринок” [3] і Положенням про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу, що затверджено рішенням ДКЦПФР від 17 липня 2003 р. № 322 (у редакції рішення ДКЦПФР від 26 жовтня 2006 р. № 1178 з наступними змінами) [4, 38]. Утім неврегульованими залишаються дуже важливі аспекти відносин між забудовником та інвесторами.

Згідно з ч. 1 ст. 7 Закону України “Про цінні папери і фондовий ринок” [3, 25] облігація є цінним папером, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облігації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість у передбаченій умовами розміщення облігації строк та виплатити доход за облігацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення.

Одним із видів облігацій, поряд з відсотковими та дисконтними, є цільові, тобто, згідно ч. 3 ст. 7 Закону України “Про цінні папери і фондовий ринок” [3, 24], такі, за якими виконання зобов'язань емітента дозволяється товарами та/або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облігацій.

Слід зазначити, що, згідно з п. 1. 5. 2 Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств, інвестування об'єктів житла із залученням коштів фізичних або юридичних осіб можливо виключно через розміщення цільових облігацій [4, 40].

Суб'єктами інвестиційної схеми з емісією цільових будівельних облігацій є забудовник та інвестор-покупець (згодом власник) облігацій. До їх відносин залучаються також визначений забудовником андеррайтер та визначений інвестором зберігач.

Емітентом облігацій, за якими базовим товаром виступає одиниця нерухомості (далі — цільові будівельні облігації) є забудовник. Як правило, під одиницею нерухомості розуміється метрична одиниця площі — метр, або сантиметр квадратний, або окрема квартира. У разі, якщо базовим товаром є метрична одиниця (квадратний сантиметр), забудовник емітує однакові облігації, а інвестор купує стільки облігацій, скільки квадратних сантиметрів складає проінвестована квартира. Якщо базовим товаром є квартира, забудовник емітує декілька серій облігацій, відповідно до того, скільки у будинку буде квартир різної площі та із різною кількістю кімнат (наприклад — 10 облігацій серії “А”, які представляють 10 чотирикімнатних квартир площею 201,2 кв. м., 24 облігації серії “В”, які представляють 24 трикімнатні квартири площею 128,5 кв. м. і так далі).

Цільові будівельні облігації емітуються на номінальну суму, що не перевищує трикратного розміру власного капіталу забудовника або розміру забезпечення, що надається третіми особами, і, водночас — проектної вартості будівництва.

Цільові будівельні облигації можуть бути виключно іменними.

Перспект емісії цільових будівельних облигацій, крім звичайних відомостей, має містити відомості про власника земельної ділянки або землекористувача, замовника, забудовника та підрядника, об'єкт будівництва, яким буде здійснюватися виконання зобов'язань за облигаціями, а також про договори, ліцензії, державні акти, дозволи тощо, згідно з якими здійснюється будівництво.

Емітент-збудовник шоквартально надає до ДКЦПФР звіт про стан будівництва об'єкта.

Дуже корисним для інвестора, який приймає рішення щодо інвестування у будівництво, є факт, що відомості щодо порядку емісії, обігу, погашення облигацій, житла, яке будується, забудовника-емітента можна знайти у проспекті емісії, який публікується у виданні ДКЦПФР, а квартально та річну звітність забудовника-емітента та іншу інформацію, що підлягає обов'язковому розкриттю згідно з законодавством України про цінні папери, у тому числі — в мережі Інтернет.

Крім того, емітент-збудовник перебуває під досить жорстким контролем ДКЦПФР.

Утім, як було зазначено вище, існує проблема неврегульованості відносин між забудовником-емітентом та інвестором, через що практика виробляє механізми цієї взаємодії різного ступеню адекватності.

Перший етап відносин емітента-збудовника та інвестора є більш-менш зрозумілим: інвестор обирає вільний об'єкт інвестування (квартиру, котедж, паркомісце), відкриває рахунок у цінних паперах (якщо йдеться про бездокументарну форму випуску), укладає як покупець договір купівлі-продажу облигацій з емітентом-збудовником як із продавцем, оплачує їх вартість і стає їх власником. Розмір пакету облигацій має відповідати кількості метричних одиниць, що складають об'єкт інвестування. Договір купівлі-продажу облигацій створює правове підґрунтя для внесення інвестором інвестиції якості покупцем облигацій.

Утім законодавство не відповідає на питання, яким чином придбання певної кількості облигацій прив'язується до права отримати згодом індивідуально визначений об'єкт інвестування, тобто, — конкретну квартиру за конкретним номером (а не абстрактну кількість метрів квадратних), і, головне — яким чином інвестор — власник цільових будівельних облигацій стає згодом власником житла.

Оптимальним варіантом юридичного оформлення цих відносин є, на нашу думку, укладення емітентом-збудовником та покупцем облигацій — інвестором одночасно з підписанням договору купівлі-продажу облигацій договору про участь у фінансуванні будівництва, або договору з іншою назвою, предметом якого є зобов'язання забудовника збудувати об'єкт інвестування та передати його інвесторові у разі, якщо той сплатить облигації за договором купівлі-продажу цінних паперів. Такий договір укладається відповідно до ч. 1 ст. 6 ЦК України. Положення щодо інвестиції не є істотними умовами такого договору, оскільки вони визначаються договором купівлі-продажу облигацій. Утім саме договір фінансування будівництва визначає об'єкт інвестування, тобто — параметри нерухомості, що має бути збудована, і її стан у момент майбутньої передачі забудовником інвесторові, строки будівництва об'єкта інвестування, питання оформлення права власності на об'єкт інвестування, умови щодо порядку зміни суми інвестиції, строків будівництва та параметрів об'єкту інвестування і пов'язаних із цим розрахунків.

Після завершення строку обігу облигацій інвестор надає їх емітенту-збудовнику для погашення, що оформлюється актом пред'явлення облигацій до погашення. Після завершення будівництва і введення об'єкта інвестування в експлуатацію сторони підписують акт передачі квартири від забудовника інвесторові. Саме на підставі цього акту виконавчий комітет видає інвесторові свідоцтво про право власності на об'єкт інвестування.

Такий варіант оформлення відносин є вельми поширеним на практиці.

Альтернативні варіанти (договір “зворотної” міни, за яким інвестор-власник цільових будівельних облігацій обмінює їх забудовнику-емітенту на об’єкт інвестування — нерухомість, об’єднання договору купівлі-продажу облігацій з договором фінансування будівництва в одному правочині, договір резервування об’єкта інвестування), що дискутувалися у юридичній літературі та все ще подекуди використовуються у практиці, мають суттєві недоліки [5, 24; 6, 6; 7, 11].

На відміну від цільових облігацій, які погашаються послугами або товарами (у тому числі — житлом), дисконтні облігації згідно ч. 3 ст. 7 Закону України “Про цінні папери і фондовий ринок” [3, 25] розміщуються за ціною, нижчою від їх номінальної вартості, а різниця між ціною придбання та номінальною вартістю облігації виплачується власнику облігації під час її погашення і становить доход (дисконт) за облігацією.

Дисконтні облігації є популярними серед забудовників через те, що їх використання мінімізує зобов’язання, ризики і витрати забудовника.

Цільова будівельна облігація емітується на час, що дорівнює часу будівництва, і погашається у зв’язку із завершенням будівництва, під фінансування якого вона була емітована. Для нового будівництва слід емітувати нові цільові будівельні облігації, що пов’язано з великими організаційними витратами. Натомість дисконтні облігації можна емітувати з великим строком обігу (10 років) і задіяти один випуск у всіх наступних будівельних проектах.

Умови випуску цільових будівельних облігацій містять прив’язку до об’єктів нерухомості і кожна облігація повинна бути погашена одиницею площі нерухомості, тоді як дисконтні не прив’язані юридично до нерухомості і погашаються грошима. Тобто в інформації про випуск дисконтних облігацій відсутні будь-які зобов’язання забудовника щодо передачі нерухомості власникові облігацій. Крім того, емітент не зобов’язаний прив’язувати обсяг емісії дисконтних облігацій до загальної вартості навіть одного об’єкту будівництва.

Визначальною особливістю цієї схеми є те, що законним інтересом інвестора, що купує дисконтні облігації, є отримання не житла у власність, а отримання дисконту. До того ж, як правило, дисконтні облігації у будівельній галузі випускаються на великий строк (наприклад — 10 років) з мінімальним дисконтом (наприклад — 10%). Все це значно збільшує ризики інвесторів — *de jure* вони інвестують не у нерухомість, що будуватиметься із використанням цінних паперів, а просто в цінні папери, дохід за якими є мінімальним і сплачується через багато років.

Постає питання: яким чином дисконтні облігації прив’язуються до об’єкта інвестування — житла? На практиці, як вказують А. Селютін та О. Поліщук, передача нерухомості при інвестуванні будівництва житла за дисконтними облігаціями відбувається за договором міни [5, 25]. Слід зазначити, що такий договір міни є так би мовити “зворотним” — за ним облігації переходять від власника облігацій-інвестора назад до емітента-збудовника. Такий договір може підписуватися одночасно з укладенням договору купівлі-продажу облігацій під відкладальною умовою, якою є оплата облігацій їх покупцем-інвестором. Утім зазвичай одночасно з договором купівлі-продажу облігацій підписується попередній договір міни, а основний договір міни укладається після оплати інвестором всіх облігацій.

Часто обсяг емісії є мінімальним, інвестори перебувають у певній “черзі”, придбають облігації і одразу обмінюють їх назад із тим, щоб можливість придбати облігації отримали наступні інвестори. Саме так дисконтні облігації, що емітуються *de facto* з метою фінансування будівництва, стають “облігаціями багаторазового використання”.

При цьому відносини (1) щодо емісії забудовником дисконтних облігацій і їх наступного оплатного придбання інвестором за договором купівлі-продажу і (2) щодо наступного “зворотного” обміну облігацій інвестором забудовником за дого-

вором міни на права на нерухомість, що будується, не об'єднані єдиною підставою їх виникнення. У разі розірвання, визнання недійсним договору міни з ініціативи забудовника неукладення основного договору міни (якщо одночасно з договором купівлі-продажу облігацій укладався попередній договір міни), неможливості виконання договору міни забудовником, інвестор залишається з дисконтними облігаціями, оплаченими ним за належним чином укладеним і виконаним договором купівлі-продажу облігацій, і не має жодних підстав вимагати повернення коштів, сплачених ним забудовникові. Утім у переговорах між забудовником, який використовує дисконтні облігації, і кожним з інвесторів предметом завжди є отримання інвестором за сплачені ним кошти житла, облігації розуміються як певний проміжний етап і технічний інструмент (для того, щоб пересвідчитися у цьому, досить оглянути рекламні матеріали забудовників: ніхто з них не розміщує рекламу емітованих ним дисконтних облігацій, але всі вони рекламують житло, будівництво якого фінансується через продаж таких облігацій).

М. Ніколаєнко, яка відстоює законність використання дисконтних облігацій, визнає, що при такій схемі кошти на етапі будівництва залучаються як інвестиції в цінні папери, а не в об'єкт нерухомості, і лише після фактичної та юридичної готовності об'єкта до продажу відбувається відчуження об'єкта на користь власника облігацій за договором міни, мовляв, така схема передбачає відчуження вже готового житла, а не житла, що будується [2, 5].

Утім подібну аргументацію прийняти не можна.

Укладення договору міни дисконтних облігацій на готову нерухомість є неможливим до моменту введення житла в експлуатацію, оформлення і реєстрації права власності забудовника на неї, оскільки для договору міни нерухомого майна ст. 716 Цивільного кодексу України (далі — ЦК України) [8, 142] передбачає нотаріальну письмову форму, а згідно ст. 331 ЦК України [8, 77], на стадії будівництва відсутні як сама нерухомість, так і зареєстровані права власності забудовника. З іншого боку, договір міни об'єкта нерухомості — житла, укладений у простій письмовій формі під час його будівництва, є нікчемним згідно ч. 1 ст. 220 ЦК України [8, 68].

Звісно, теоретично можливим є укладення договору міни після введення житла в експлуатацію. Утім у такому разі: (1) першим власником житла стає забудовник, йому доведеться приймати це житло на баланс, що пов'язано з організаційними ускладненнями; (2) головне — до моменту введення житла в експлуатацію і реєстрації права власності забудовника на нього (тобто — протягом тривалого часу) в інвестора не буде жодних правових гарантій того, що такий договір міни взагалі буде укладений (такою гарантією може бути попередній договір міни, але, згідно ст. 635 ЦК України [8, 133], він має бути укладений у тій самій нотаріальній формі, що й основний договір, а це неможливо зробити до введення житла в експлуатацію).

Отже, здійснити цю схему на засадах, окреслених М. Ніколаєнко, неможливо.

На практиці забудовники укладають з інвесторами договори міни дисконтних облігацій до моменту введення житла в експлуатацію, і першим власником відповідного об'єкта стає не забудовник, а інвестор. Договір міни укладається у простій письмовій формі. При цьому інвестор отримує за договором не нерухомість, а “право отримати у майбутньому нерухомість, що будується”, або ж “майнові права на нерухомість, що будується”.

Утім схема залучення коштів забудовником житла через випуск дисконтних облігацій з наступним “зворотним” обміном цих облігацій на майнові права на нерухомість, що будується, передбачає фінансування будівництва житла за рахунок коштів фізичних та юридичних осіб засобом, не встановленим ч. 3 ст. 4 Закону України “Про інвестиційну діяльність” [1], та із порушенням п. 1.5.2 Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств [4], отже — не є законною. При цьому інвестори несуть усі правові ризики, пов'язані із можливим розірванням договору міни облігацій на майнові права на нерухомість, що будується, або

визнання такого договору недійсним; неможливістю його виконання, або навіть його неукладення, без можливості повернути кошти, за рахунок яких фактично будується житло, які інвестори сплачують забудовникам.

Литература

1. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України: Закон України від 15 грудня 2005 р. // Відомості Верховної Ради України. — 2006. — № 13. — 118 с.
2. Николаенко М. Целевые или дисконтные? // Юридическая практика. — 2007. — № 43(513). — 32 с.
3. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 р. // Офіційний вісник України. — 2006. — № 13 — 188 с.
4. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу: Затв. Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26 жовтня 2006 р. № 1178 // Юридичний вісник України. — 2007. — № 11. — 132 с.
5. Селютин А., Полищук Е. Целевые облигации как способ продажи жилья в процессе его строительства // Юридичний радник. — 2006. — № 6(14) — 126 с.
6. Кифак А., Селютин А. Что нам стоит за деньги дом построить? // Юридическая практика. — 2006. — № 9 (427) — 32 с.
7. Дроздова Н. Как облигации помогут построить дом? Особенности механизма инвестирования строительства жилья посредством выпуска именных целевых облигаций // Юридическая практика. — 2008. — № 13(535) — 32 с.
8. Цивільний кодекс України: Офіційний текст / Міністерство юстиції України — К.: Юрінком Інтер, 2003. — 256 с.

А. В. Смитюх

Одесский национальный университет им. И. И. Мечникова,
кафедра административного и хозяйственного права,
Французский бульвар, 24/26, Одесса, 65058, Украина

**О НЕЗАКОННОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ
ДИСКОНТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ
В СТРОИТЕЛЬСТВО ЖИЛЬЯ**

РЕЗЮМЕ

Использование дисконтных облигаций для привлечения средств инвесторов — физических и юридических лиц в строительство жилья прямо нарушает нормы законодательства Украины. Кроме того, будучи выгодным застройщику экономически и удобным ему организационно, этот способ инвестирования возлагает на инвестора ряд дополнительных правовых рисков. Приведение инвестиционной схемы с использованием дисконтных облигаций для привлечения средств инвесторов — физических и юридических лиц в строительство жилья в соответствие с законодательством невозможно.

Ключевые слова: дисконтные облигации, целевые облигации, правовое регулирование инвестирования, строительство жилья, недвижимость.