

УДК 336.763.3

І. П. Петренко,
асистент кафедри банківських інвестицій
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

РИНОК ЦІЛЬОВИХ ОБЛІГАЦІЙ В УКРАЇНИ

АНОТАЦІЯ. У статті досліджено стан ринку цільових облігацій в Україні, проаналізовано динаміку показників його розвитку, визначено умови, у яких функціонував вітчизняний ринок цільових облігацій у 2006—2011 роках.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: цільові облігації, емітент, інвестор, кредитний рейтинг, дефолт.

АННОТАЦИЯ. В статье исследовано состояние рынка целевых облигаций в Украине, проанализирована динамика показателей его развития, определены условия, в которых функционировал отечественный рынок целевых облигаций в 2006—2011 годах.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: целевые облигации, эмитент, инвестор, кредитный рейтинг, дефолт.

In the article the state of the purposeful bond market in Ukraine is researched, the dynamics of its indicators is analyzed, the conditions of the domestic purposeful bond market functioning in 2006—2011 are determined

KEY WORDS: purposeful bonds, issuer, investor, credit rating, default

Фондовий ринок є важливою складовою фінансового ринку країни, а стан його розвитку — індикатором економічних процесів, що відбуваються на макро — та макрорівнях. В Україні фінансово-економічна криза зумовила значні зрушення в усіх галузях народного господарства, у тому числі й галузі будівництва. Останню можна вважати стратегічною, оскільки її продукція має як економічну, так і соціальну цінність.

В Україні серед механізмів фінансування будівництва об'єктів житлової нерухомості поступово набирає популярності емісія цільових облігацій. Цей специфічний борговий інструмент є відносно новим на вітчизняному ринку цінних паперів, однак має значний потенціал для акумулювання великого обсягу фінансових ресурсів.

Багато фахівців-економістів звертали свою увагу на цільові облігації, описуючи нормативно-правове забезпечення процесу їх емісії, обігу та погашення в Україні, серед них А. Кулик [1], Л. Ковтун [2], Л. Дачник [3], Н. Доценко-Білоус [4] та інші. Проте жоден із науковців не проводив статистичний аналіз показників динаміки розвитку та структури вітчизняного ринку цільових облігацій. Саме цим визначається актуальність даного дослідження.

Метою написання статті є дослідити процес розвитку ринку цільових облігацій в Україні протягом останніх років. При цьому слід звернути увагу на динаміку показників розвитку та фінансування галузі будівництва, підприємства якої виступають емітентами цільових облігацій, а також проаналізувати статистичні дані, що відображають кон'юнктуру ринку цих фінансових інструментів.

Цільові облігації є інструментом залучення позичкових ресурсів для фінансування проектів у галузі житлового будівництва. 15

грудня 2005 р. Верховна Рада України прийняла поправку до Закону України «Про інвестиційну діяльність», яка забороняє фінансування будівництва житла інакше, ніж через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди і випуск цільових облігацій [5].

Після законодавчих перетворень 2005–2006 років щодо регулювання фондового ринку відбувся справжній сплеск за обсягами емісії цільових облігацій для фінансування будівництва нерухомості. Для розуміння того, в яких умовах відбувався цей процес, пропонуємо проаналізувати дані, що характеризують розвиток галузі будівництва в цілому (табл. 1).

Таблиця 1

**ОСНОВНІ ПОКАЗНИКИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗІ БУДІВНИЦТВА В УКРАЇНІ
У 2006—2011 роках (станом на кінець періоду)***

Роки	Індекс обсягу виконаних будівельних робіт, %	Введення в експлуатацію житла, тис.м ² загальної площі	Кількість будівель та інженерних споруд незавершеного будівництва, одиниць
2006	109,9	8628,4	24485
2007	115,6	10243,7	22701
2008	84,2	10495,6	21516
2009	51,8	6399,6	19989
2010	94,6	9339,3	18977
2011	111	9410,4	18261

* Складено автором за даними Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua

Як бачимо, саме у 2006—2007 роках галузь досягла піку свого розвитку, тоді ж було зафіксовано найбільше значення індексу обсягу виконаних будівельних робіт, а також активними темпами відбувалось нарощування обсягів введеного в експлуатацію житла. Та вже у 2008 р. розпочалось погіршення кон'юнктури ринку нерухомості у зв'язку із фінансовою кризою, що охопила всю країну. Так, у 2009 р. індекс обсягу виконаних будівельних робіт впав до рекордних 51,8 %, тоді ж було здано в експлуатацію лише 6399,6 тис. м² площі житла. Лише у 2011 р. будівельна галузь оговталась від наслідків кризи та показала позитивні зміни в ос-

новних показниках, проте так і не досягла рівня виробництва докризового періоду.

Слід відмітити, що вплив економічної кризи на будівельну галузь проявився, насамперед, через нестачу фінансових ресурсів для завершення будівельних робіт і неможливість забудовників виконати свої зобов'язання перед інвесторами. У табл. 2 наведено дані, що відображають стан фінансування галузі будівництва протягом останніх п'яти років.

Таблиця 2

**ОСНОВНІ ПОКАЗНИКИ ФІНАНСУВАННЯ ГАЛУЗІ БУДІВНИЦТВА
В УКРАЇНІ У 2006—2011 роках, млн грн (станом на кінець періоду)***

Роки	Обсяг інвестицій в основний капітал у галузі будівництва, млн грн	Обсяг кредитів, наданих не-фінансовим корпораціям галузі будівництва, млн грн	Обсяг кредитів, наданих не-фінансовим корпораціям на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості, млн грн	Обсяг кредитів, наданих домашнім господарствам на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості, млн грн
2006	6300,2	10500	6 405	20 412
2007	9106,6	21279	10 618	40 778
2008	12469,1	39 274	18 262	88 352
2009	5324,9	41 678	17 670	98 792
2010	4966,2	43158	13 612	81 953
2011	3021,0	44 215	10 318	70 447

* Складено автором самостійно за даними Національного банку України / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=60949

Можна бачити, що в період з 2006 до 2008 року, який передував фінансово-економічній кризі в країні, спостерігалось щорічне стрімке зростання обсягу кредитів, що надавались підприємствам будівельної галузі. Так, у 2007 р. останні отримали на 102,66 % більше кредитів, ніж у 2006 р., а у 2008 р. — на 84,57 % більше від обсягу попереднього року. У цей же період мало місце нарощування обсягів капітальних інвестицій у будівництво, а також

кредитів, цільовим призначенням яких було саме придбання, будівництво та реконструкція нерухомості. В таких умовах, коли галузь будівництва розвивалась активними темпами та відбувалось постійне зростання її потреб у фінансуванні, мало місце збільшення обсягів емісії цільових облігацій.

У 2008 р., коли країну накрила економічна криза, розпочався різкий спад у галузі будівництва. Це було зумовлено як загальним падінням кон'юнктури ринку нерухомості й купівельної спроможності його покупців, так і тим, що більшість своїх інвестиційних потреб будівельні компанії фінансували саме за рахунок позичкових ресурсів. У зв'язку з тим, що обсяги кредитування у 2008 р. різко скоротились, досягнувши свого мінімуму у 2010 р., компанії лишилися без джерел фінансування і масово зіткнулися із проблемою неспроможності закінчити об'єкти будівництва. Якщо знову поглянути на рис. 1, то побачимо, що темп зростання обсягів впливання кредитів у будівельну галузь помітно уповільнився у 2008—2011 рр. (ланцюговий темп приросту у 2009 р. склав 6,12 %, 3,55 % у 2010 р., 2,45 % у 2011). У той же час відбувалось падіння обсягів капітальних інвестицій у будівництво, тренд якого подібний до тренду падіння обсягів кредитів, наданих нефінансовим корпораціям для придбання, будівництва та реконструкції нерухомості. Що ж до кредитів, які надавались домашнім господарствам, то їх динаміка була вражаюче негативною (від'ємний темп приросту мав місце у 2010 р. — 17,04 %, й у 2001 р. — 14,04 %).

Безумовно, що усі ці процеси позначились на процесах емісії та обігу цільових облігацій. Саме в період 2008—2010 рр. відбулись вагомі зрушення на ринку цільових облігацій. Ті, що були випущені у 2006—2007 роках, мали бути погашені у 2009—2010 роках, оскільки в середньому термін реалізації інвестиційних проектів із будівництва об'єктів нерухомості складає 3 роки. Тоді ж розпочався процес оголошення чисельних дефолтів за цільовими облігаціями, адже забудовники не могли за браком фінансових ресурсів завершити будівництво та виконати свої зобов'язання за борговими цінними паперами.

За даними рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг», що в Україні має найбільше досвіду з оцінки та рейтингування цільових облігацій, понад 380 випусків цільових облігацій (85 % від загального обсягу випущених цільових облігацій) із загальним обсягом близько 30 млрд грн були оцінені як цінні папери спекулятивного рівня. Для більшості таких емітентів зі спекулятивним рівнем рейтингу був характерний набір ризиків, реалізація яких в

умовах кризи призвела до невиконання чи затримки у виконанні зобов'язань, що й викликало активний ріст дефолтів у 2009 р. [6].

Ми дослідили, скільки ж рейтингів і якої якості було присвоєно цільовим облігаціям у 2006—2011 р. Оскільки за вимогами вітчизняного законодавства усім випускам цільових облігацій має бути присвоєно кредитний рейтинг, то на основі відповідних даних агенцій «Кредит-рейтинг» та «IBI-Rating» можна скласти уявлення про динаміку ринку даного виду цінних паперів, оскільки в переліку прорейтингованих боргових цінних паперів інших рейтингових агенцій не було цільових облігацій у період 2006—2011 рр. Так, у табл. 2, складеній на основі відкритої для публікації інформації про кредитні рейтинги боргових інструментів, представлено показники випусків цільових облігацій.

Таблиця 3

**КІЛЬКІСТЬ І СТРУКТУРА ВИПУСКІВ ЦІЛЬОВИХ ОБЛІГАЦІЙ
В УКРАЇНІ У 2006—2011 рр.***

Роки	Усього випусків	з них, шт.		з них, %	
		інвестиційний рівень	спекулятивний рівень	інвестиційний рівень	спекулятивний рівень
2006	73	8	65	10,96	89,04
2007	66	3	63	4,55	95,45
2008	61	10	51	16,39	83,61
2009	7	0	7	0,00	100,00
2010	1	0	1	50,00	50,00
2011	3	1	2	33,33	66,67

* Складено автором самостійно за даними рейтингових агентств «Кредит-рейтинг», «IBI-Rating» / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ru/ratings/#results>, <http://www.ibi.com.ua/reitingi/korporativnyi-sektor/>

Як бачимо, у вказаний період найбільше випусків було саме у 2006 р. Потім розпочався поступовий спад, однак уже у 2009 р., коли фінансово-економічна криза набула всеохоплюючого характеру, відбулось колосальне падіння кількості випусків цільових облігацій у будівництві (на 88,5 % порівняно з показником 2008 р.). У 2010 р. було присвоєно рейтинг лише одному випуску цільових облігацій, а у 2011 р. — трьом.

Цікаві зміни відбувались і в структурі присвоєних кредитних рейтингів цільових облігацій, що були емітовані компаніями у галузі будівництва. Так, якщо у 2006 р. частка випусків цільових

облігацій інвестиційного рівня складала 10,96 %, у 2007 р. знизилась до 4,55 %, у 2008 р. зросла і склала 16,39 %, то у 2009 р. усі випуски цільових облігацій мали спекулятивний рівень. Оскільки у 2010—2011 було присвоєно рейтинги лише кільком випускам цільових облігацій, то зміна їх структури не є показовою, хоча й має позитивні тенденції.

Така невтішна статистика була результатом неспроможності будівельним компаніям протистояти впливу фінансової кризи, а також початкових прорахунків забудовників під час розробки інвестиційного проекту та початку будівництва. Наслідком такого перебігу подій було оголошення чисельних дефолтів за цільовими облігаціями. Лише у вересні—грудні 2009 р. агентство «Кредит-Рейтинг» зафіксувало 17 дефолтів з випусків цільових облігацій на суму близько 1 млрд грн (всі вони мали спекулятивний рівень кредитного рейтингу). При настанні дати погашення облігацій компанії не встигали добудувати і здати будинки в експлуатацію. В такому разі емітенти змушені були порушувати терміни виконання зобов'язань або вести переговори з інвесторами про заміну розміщених облігацій на цінні папери з пізнішим терміном погашення або на договори майнових прав на незавершене будівництво [1].

Слід відмітити, що в більшості випадків йшлося не про повну відмову від погашення корпоративних облігацій, а лише про перенесення термінів виплат по ним, тобто технічний дефолт. Як правило, вони були пов'язані з тимчасовою нездатністю емітента виконувати зобов'язання, визначені в проспекті емісії. Якщо поглянути на статистику дефолтів за цільовими облігаціями, що їх об'явило агентство «Кредит-рейтинг» у 2006—2011 рр., то побачимо, що переважна більшість з них була саме технічними (табл. 4):

Таблиця 4

ДЕФОЛТИ ЗА ЦІЛЬОВИМИ ОБЛІГАЦІЯМИ В УКРАЇНІ У 2006—2011 рр.*

Період	Кількість дефолтів, що були оголошені агентством «Кредит-Рейтинг», шт.	
	Усього	з них технічні дефолти
2006	1	1
2007	3	3
2008	14	13
2009	29	29
2010	21	21
2011	2	2

* Складено автором самостійно за даними рейтингового агентства «Кредит_рейтинг» [7]

Як бачимо, вже у 2008 р. намітилась чітка тенденція до зростання кількості дефолтів, та найбільше їх припало саме на 2009 рік (29 дефолтів), коли відбувався загальний спад в економіці і масштабне скорочення інвестицій і кредитування у галузі будівництва. У 2010 р. даний показник дещо скоротився (4,8 %). У 2011 р. було оголошено лише 2 дефолти за цільовими облігаціями (останній було визнано 30.09.2011 р. за цільовими облігаціями ТОВ «Новий дім» на загальну суму 9,5 млн грн). Така зміна даного показника свідчить як про скорочення кількості випусків цільових облігацій у кілька попередніх років, так і про певне пожвавлення на ринку первинної нерухомості. Всього із січня 2006 р. і до грудня 2011 р. «Кредит-Рейтинг визнав дефолти за цільовими облігаціями на суму 3635,3 млн грн [7]. Тішить лише той факт, що переважна більшість (98,57 %) цих дефолтів була технічними.

Отже, дослідження розвитку галузі будівництва в Україні протягом останніх п'яти років, а також аналіз динаміки та структури вітчизняного ринку цільових облігацій, показав, що процес розвитку даного ринку відбувається в контексті розвитку економіки країни в цілому. Фінансово-економічна криза, від наслідків якої Україна потерпає останні кілька років, негативно вплинула на процес залучення фінансових ресурсів через емісію цільових облігацій.

Спад на ринку цільових облігацій відбувався на фоні скорочення обсягів житлового та нежитлового будівництва, інвестицій у дану галузь, а також кредитування юридичних і фізичних осіб, що здійснювали свою діяльність на ринку нерухомості.

Зменшення кількості випусків цільових облігацій, погіршення кредитних якостей даних боргових фінансових інструментів й зростання кількості оголошених за цільовими облігаціями дефолтів було наслідком погіршення стану фінансового ринку України. Однак наслідки не були настільки негативними, якби проблеми на ринку цільових облігацій не були підкріплені чисельними вадами у національному законодавстві, що регулює емісію, обіг і погашення цільових облігацій у країні. Відсутність дієвого механізму регулювання купівлі-продажу нерухомості через інститут цільових облігацій, а також захисту інвесторів від невиконання забудовником своїх зобов'язань спричинило таке різке падіння ринку цільових облігацій.

Оскільки будівництво та реалізація об'єктів нерухомості через механізм цільових облігацій практично не має альтернатив (окрім ФФБ), то забезпечення стабільності та розвитку ринку даного рі-

зновиду цінних паперів має стати пріоритетним завданням економічної стратегії держави. Для відновлення докризового стану ринку цільових облігацій, поліпшення їх якості та формування позитивних тенденцій розвитку цього ринку на майбутнє слід звернути увагу, перш за все, на недоліки у регулюванні процесу використання цільових облігацій для фінансування проектів у будівництві. Причому, заходи із поліпшення нормативно-правової бази для цільових облігацій держава має розробляти із врахуванням ініціатив як емітентів, так і інвесторів. Слід передбачити заснування державного фонду фінансової підтримки забудовників у разі неможливості виконати свої зобов'язання за цільовими облігаціями. В той же час необхідно захистити власників цільових облігацій від потенційних ризиків й таким чином гарантувати високий рівень довіри до даного фінансового інструменту.

Література

1. Кулик А. Рынок первички: кто вылетит первым / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/review/12652/>
2. Ковтун Л. Використання цільових облігацій для фінансування будівництва житла // Правовий тиждень. — 2007. — №37(58) / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.legalweekly.com.ua/article/?uid=85>
3. Дачник Л. І. Цільові облігації у фінансовому механізмі формування житлового фонду / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://investycii.org/investuvanya/konferentsiji/problemy-formuvanya-ta-rozvytku-inovatsijnoji-infrastruktury/tsilovi-oblihotsiji-u-finansovomu-mehanizmi-formuvanya-zhytlovoho-fondu.html>
4. Доценко-Білоус Н. Цільові облігації: особливості перевтілення // Бухгалтерія (додаток до газети «Бизнес»). — 2011. — № 32. — С. 55—57.
5. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 №1560-ХІІ.
6. Смаковский Р. Помогут не всем / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/review/12662/>
7. Статистика дефолтів по зобов'язанням, що мають кредитні рейтинги агентства «Кредит-Рейтинг» / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.credit-rating.ua/ua/ratings/defolts/>

Стаття надійшла до редакції 16.05.2012