

УДК 332.834:336.5

Г.І. Ясинський, асп.

ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

Форми та механізм захисту прав інвесторів на ринку нерухомості України

В статті розглянуто актуальні проблеми розвитку законодавства у сфері інвестування на ринку нерухомості. Автор рекомендує шляхи удосконалення нормативно-правової бази, які спрямовані на створення системи захисту прав інвесторів.

інвестори, права, захист, ринок нерухомості

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. Про те, як показала дійсність 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.

Зазначимо, що питання захисту прав інвесторів взагалі та на ринку нерухомості – зокрема, розглядалися в роботах багатьох вітчизняних та зарубіжних економістів. Слід згадати роботи А. Асаул, О. Данілова, В. Павлова, І. Пилипенко, Н. Павліхи, І.В. Кривов'язюк, Д. Леонова, О. Мозгового, В. Суторміної, А.Федоренка, Т. Майорової, Ю. Коваленко, Я. Міркіна, Б. Рубцова та ін.. Про те, більшість вказаних робіт або не враховували специфіки нерухомості як об'єкта інвестування, або розглядали інвестиційний процес суто з позицій нерухомості, ігноруючи при цьому особливості, пов'язані з використанням цінних паперів.

Таким чином, в питанні захисту прав інвесторів на ринку нерухомості України необхідно виходити з поєднання як особливостей нерухомості, так і цінних паперів, насамперед, цільових облігацій та сертифікатів фондів операцій з нерухомістю. Саме цій проблематиці присвячена стаття.

Слід визнати, що на даний час в Україні існують законодавчі передумови для порушення прав інвесторів як на ринку цінних паперів так і на ринку нерухомості. В контексті розв'язання вказаної проблеми зазначимо, що більшість дослідників сходяться на тому, що інвестор є найважливішим учасником ринку цінних паперів [1, С. 6]. Головні механізми, які на нашу думку, сприятимуть захисту прав інвесторів схематично виглядають наступним чином (Рис. 1):

СИСТЕМА ЗАХИСТУ ПРАВ ІНВЕСТИТОРІВ РИНКУ НЕРУХОМОСТІ	Встановлення вимог щодо емітента цінних паперів, які можуть використовуватися для інвестицій в нерухомість
	Взаємовідносини між емітентом цінних паперів та забудовником, що будує об'єкт нерухомості
	Інформаційне забезпечення процесу інвестування в нерухомість та цінні папери
	Вимоги щодо фінансових інструментів
	Ліквідність
	Гарантування доходів

Джерело: складено автором

Рисунок 1 – Головні складові системи захисту прав інвесторів на ринку нерухомості

Якщо зважати на існуючі в національному законодавстві обмеження, безпосереднє інвестування на ринку нерухомості України з використанням цінних паперів можливе через купівлю-продаж цільових облігацій та сертифікатів фондів операцій з нерухомістю. В контексті випуску цільових облігацій та сертифікатів ФОН, національним законодавством встановлені наступні обмеження:

– емітентом цільових облігацій може бути особа, яка є власником, або отримала право на постійне користування земельною ділянкою, або є орендаром земельної ділянки, на якій буде розташовано об'єкт житлового будівництва, яким забезпечується виконання зобов'язань за цільовими облігаціями. [2] При цьому зазначимо, що базовий закон «Про цінні папери та фондовий ринок» не містить будь-яких обмежень щодо емітентів цільових облігацій (як і облігацій взагалі, встановлюючи лише ліміт випуску для акціонерних товариств). [3];

– емітентом сертифікатів фонду операцій з нерухомістю може бути банк або інша фінансова установа, які отримали дозвіл на здійснення емісії сертифікатів ФОН. [4]

Як бачимо, в контексті захисту прав інвесторів, національним законодавством передбачено два види вимог щодо емітентів: для цільових облігацій право власності (користування, оренди) на земельну ділянку, де відбуватиметься будівництво; для емітентів сертифікатів ФОН – наявність відповідної ліцензії та неможливість поєднувати цю діяльність з наданням інших фінансових послуг.[5] В той же час, використання процедури ліцензування для емітента ФОН, з одного боку, знижує ризики для інвестора, з іншого, збільшує адміністративні витрати, пов'язані з діяльністю фонду операцій з нерухомістю.

На нашу думку, обмеження для емітентів цільових облігацій є неефективним, насамперед, щодо випадків, коли емітент орендує земельну ділянку. Законодавством передбачено, що строк договору оренди земельної ділянки, має бути не менше, ніж строк виконання будівельних робіт згідно з проектною документацією та здачі

об'єкта житлового будівництва в експлуатацію. [2] Про те, без уваги законодавця залишилися випадки, коли емітент цільових облігацій втрачає право на користування земельною ділянкою або договір оренди розривається. У випадку таких подій різко збільшуються для інвестора ризики невиконання емітентом власних зобов'язань.

На нашу думку, оптимальний механізм захисту прав інвесторів пов'язаний з наступними змінами у чинній нормативно-правовій базі з питань обмежень емітентів окремих видів цінних паперів (Табл. 1).

Таблиця 1 – Рекомендовані зміни до окремих нормативно-правових актів з питань випуску сертифікатів ФОН та цільових облігацій з питань встановлення обмежень для емітентів

№ п.п.	Існуюча правова норма	Запропоновані зміни	Характер впливу на права інвесторів
1	Наявність у емітента права власності (користування) земельною ділянкою або її оренда	Зафіксувати вказане положення на рівні базового закону про цінні папери	Ускладнить необґрунтовані зміни норм права
2	Строк договору оренди земельної ділянки, має бути не менше, ніж строк виконання будівельних та здачі об'єкта житлового будівництва	Строк договору оренди земельної ділянки повинен бути не менше ніж строк виконання будівельних та здачі об'єкта житлового будівництва плюс 18 місяців	Захист прав інвесторів у випадку, коли об'єкт житлового будівництва не буде здано вчасно в експлуатацію
3	-//-	У випадку, коли емітент втрачає право оренди до здачі об'єкта в експлуатацію, він повинен повідомити про це ДКЦПФР. Якщо поновити дію договору оренди не вдасться протягом 3 місяців, емітент зобов'язаний прийняти рішення про викуп цільових облігацій з премією	Закріпить можливості інвесторів щодо права власності на об'єкт нерухомості, який існує у нерозривному зв'язку із землею
4	Строк дії ліцензії для проведення емісії сертифікатів ФОН - п'ять років	Строк дії першої ліцензії для проведення емісії сертифікатів ФОН – три роки, кожної з наступних – п'ять років	В умовах незрілого ринку нерухомості скорочення термінів ліцензування посилить контроль над діяльністю емітентів

Джерело: складено автором

Одним із найгостріших питань, що потребують вирішення – взаємовідносини емітентів цільових облігацій та сертифікатів ФОН із забудовниками, які безпосередньо здійснюють будівництво. Адже на цьому етапі найгостріше проявляється агентський конфлікт між емітентом та інвестором, оскільки останній безпосередньо не взаємодіє із забудовником (це стосується і випуску цільових облігацій, якщо їх емітент не виконує

функцій забудовника). Розглянемо неповноцінні компоненти для інвестора для випадку використання цільових облігацій та сертифікатів ФОН (Табл. 2).

Таблиця 2 – Неповноцінні компоненти законодавства з питань взаємовідносин емітентів сертифікатів ФОН та цільових облігацій

№ п.п.	Параметри взаємодії	Сертифікати ФОН	Цільові облігації
1	Оформлення взаємовідносин	Договір	Договір підряду
2	Можливість впливу на параметри договору з боку інвестора	Відсутня	Відсутня
3	Доступ інвестора до інформації про договір	Проспект емісії	Проспект емісії
4	Кількісний склад інформації	Об'єкт фінансування будівництва, з зазначенням місця, де буде споруджуватися об'єкт будівництва, та термін вводу в експлуатацію	Дані, що конкретизують умови договору підряду
5	Можливість страхування	Договір обов'язкового страхування будівельно-монтажних робіт	Не обумовлюється
6	Гарантії виконання зобов'язань забудовником	Іпотека	Визначається умовами договору підряду
7	Контроль емітента за діями забудовника	Нагляд за спорудженням об'єкта будівництва та дотриманням забудовником чіткого виконання умов та зобов'язань за договором	Визначається умовами договору підряду

Джерело: систематизовано автором

Якщо порівняти наведені у Табл. 2 закріплені у національному законодавстві норми щодо взаємовідносин між емітентами цінних паперів та забудовниками, можна зробити наступні висновки:

- система захисту прав інвесторів у випадку випуску цільових облігацій є недосконалою і потребує значного удосконалення;
- значно краще захищені права власника сертифікату ФОН, про те, невирішеною залишається проблема впливу інвестора на окремі параметри взаємодії забудовника та емітента цінних паперів.

На нашу думку, вирішення існуючих правових колізій можливе через прийняття та реалізацію наступних положень:

– чітко детермінувати положення договору підряду, які повинні бути наведені в проспекті емісії цільових облігацій. В обов'язковому порядку повинна оприлюднюватися інформація про наступне:

- 1) вартісні показники будівництва об'єкту нерухомості, що наводяться у договорі;

- 2) структура власності забудовника, з наведенням власників, що володіють не менше 10 % акцій;
- 3) перелік та основні характеристики об'єктів нерухомості, у зведенні яких приймав участь забудовник (або приймає участь на момент укладання договору);
- 4) система контролю з боку емітента за діяльністю забудовника в процесі проведення будівельних робіт;
- 5) санкції, що можуть бути прийняті емітентом у випадку порушення забудовником умов договору;
 - зобов'язати забудовника укласти на момент оприлюднення проспекту емісії договір обов'язкового страхування будівельно-монтажних робіт;
 - створити та регулярно оприлюднювати в офіційних виданнях Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку та Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг прилюдну базу даних щодо забудовників, з якими укладено договори емітентами цільових облігацій, а також стан виконання цих договорів.

Питання інформаційного забезпечення та інформаційної асиметрії будуть розглянуті нижче в контексті загальних напрямів оптимізації процесу використання цінних паперів в інвестиціях на ринку нерухомості.

Наступним елементом системи захисту прав інвесторів є вимоги щодо самих фінансових інструментів – сертифікатів ФОН та цільових облігацій. Існуючі на даний час в законодавстві норми з цього питання та можливі напрями їх удосконалення наведені у Табл. 3.

Таблиця 3 - Законодавче регулювання характеристик цільових облігацій та сертифікатів ФОН

№ п.п	Характеристики	Цільові облігації	Сертифікати ФОН
1	Кількісні обмеження у випуску	Юридична особа має право розміщувати облігації на суму, яка не перевищує трикратного розміру власного капіталу або розміру забезпечення	- не може перевищувати 50-кратного розміру власного капіталу емітента; - не менше ніж 100 тисяч євро за курсом НБУ на день прийняття рішення про емісію
2	Вид цінних паперів	Боргові	Іпотечні
3	Права власника та зобов'язання емітента	Виконання зобов'язань дозволяється товарами та/або послугами	- отримувати дохід від управління; - право вимагати від управителя дотримання обмежень прав довірчої власності; - при викупі емітентом має право на дохід у грошовій формі у сумі, що відповідає вартості частки чистих активів
4	Порядок розміщення	Емісійні	Емісійні
5	Вторинний обіг	Існує	Існує

Джерело: складено автором

Виходячи з даних Табл. 3, можна виділити наступні особливості іпотечних облігацій та сертифікатів ФОН, встановлені вітчизняним законодавством:

- по-перше, обидва види фінансових інструментів відносяться до емісійних, що, відповідно, вимагає їх державної реєстрації;
- по-друге, для таких цінних паперів не встановлено прямих обмежень стосовно вторинного обігу;
- по-третє, існують мінімальні та максимальні вимоги для випуску сертифікатів ФОН, а також максимальні – для цільових облігацій;
- власник сертифікатів ФОН володіє значно ширшим переліком майнових прав у порівнянні з власником цільових облігацій.

На нашу думку, зафіксовані в чинному законодавстві параметри цільових облігацій та сертифікатів ФОН необхідно розглядати в контексті двох проблем: доцільність існування максимальних та мінімальних обмежень розміру випуску (це питання розглядається в контексті існування адміністративних бар'єрів); механізми гарантування доходів інвесторів від інвестицій у такі цінні папери.

Щодо другого питання, зауважимо, що інвестування з допомогою цільових облігацій передбачає погашення зобов'язань за допомогою введеного в експлуатацію об'єкта нерухомості. В цьому випадку, дохід інвестора існує у двох формах:

- зростання вартості об'єкта нерухомості в період від купівлі облігації до її погашення;
- можливість використання об'єкта нерухомості за прямим призначенням.

В обох випадках, ключовим елементом дотримання прав інвестора є відповідність об'єкта нерухомості параметрам, які були заявлені під час емісії: насамперед, фізичні характеристики та час виконання емітентом власних зобов'язань перед інвестором. На даний час, питання дотримання прав інвестора за вказаними параметрами фактично залишається неврегульований. Емітенти свідомо намагаються встановити термін погашення цільових облігацій з часовим лагом у порівнянні з терміном введення в експлуатацію об'єкта нерухомості (що знижує ризик невиконання зобов'язань у разі затримки будівельних робіт).

Окрім того, в практичній площині залишається невирішеним питання про зміст товару, який використовується емітентом для погашення власних зобов'язань за цільовими облігаціями. Законом України «Про інвестиційну діяльність» передбачено, що базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості. [6] Про те, вітчизняне законодавство, окрім наведеного, більше не містить роз'яснень з приводу змісту цієї категорії. Практика засвідчує, що більшість емітентів вважають, що одиниця нерухомості – певна кількість площі, без прив'язки до конкретної квартири. Відповідно, для того, щоб заволодіти правом на конкретне житло інвесторові потрібно, по-перше, мати у власності необхідну кількість цільових облігацій, достатню для купівлі бажаного об'єкта; по-друге, додатково конкретизувати бажаний житловий об'єкт у відносинах із емітентом та забудовником.

З метою уникнення численних правових колізій в цьому питанні рекомендується на рівні національного законодавства зафіксувати наступні вимоги:

- обмежити період погашення цільових облігацій терміном два місяці, що унеможливить маніпулювання емітентом умов погашення власних зобов'язань;
- базовим товаром за цільовими облігаціями, які використовуються для фінансування нерухомості визнати об'єкт такої нерухомості;
- на рівні законодавства встановити процедуру конкретизації житла для уникнення конфліктів між різними інвесторами.

В питанні гарантування певного рівня доходності за сертифікатами ФОН необхідно орієнтуватися на наступні особливості цих цінних паперів: по-перше, кожен

об'єкт будівництва вимагає від емітента створення окремого фонду операцій з нерухомістю; по-друге, до закінчення строку обігу емітент сертифікатів ФОН не бере на себе зобов'язань щодо викупу таких сертифікатів; по-третє, у разі ліквідації ФОН вимоги власників сертифікатів задовольняються у четверту чергу, після вимог Державного бюджету України, управителя, зобов'язань, що виникла в процесі діяльності; по-четверте, дохід, що його отримують власники сертифікатів ФОН існує у вигляді різниці між ціною купівлі під час розміщення (або на вторинному ринку) та ціною продажу (як самому емітенту так і третім особам), при цьому правилами ФОН може бути передбачена можливість сплати поточних доходів. [7]

Нижче наведені пропозиції щодо вдосконалення чинного законодавства з питань доходності цінних паперів, які використовуються в інвестиційному процесі на ринку нерухомості України:

- дозволити використовувати кошти одного ФОН в процесі будівництва кількох об'єктів, що зводяться різними забудовниками;
- претензії власників сертифікатів ФОН задовольняються після погашення зобов'язань перед Державним бюджетом та за вимогами, що виникли в процесі діяльності;
- встановити, що управитель ФОН, в обов'язковому порядку приймає рішення про припинення діяльності ФОН та викуп сертифікатів у випадку, якщо вартість чистих активів у порівнянні з ціною первинного продажу знизилася на 20 %.

Реалізація запропонованих заходів забезпечить ефективний захист прав інвесторів у цінні папери на ринку нерухомості України. В свою чергу, такий захист дасть можливість знизити ризики інвестування, підвищити інвестиційні якості цінних паперів, що представляють права на нерухомість або доходи від володіння нею.

Список літератури

1. Сутормина В.Н. Правовое обеспечение функционирования финансового рынка в Украине. – К.: НАУ, 1999.
2. Положення Про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу №1178 від 26 жовтня 2006.
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок».
4. Положення Про порядок реєстрації випуску сертифікатів фонду операцій з нерухомістю, що випускаються в бездокументарній формі, інформації про їх випуск та проспекту емісії.
5. Положення про встановлення обмежень на суміщення діяльності фінансових установ з надання певних видів фінансових послуг №1515 від 8 липня 2004 року.
6. Закон України «Про інвестиційну діяльність».
7. Закон України "Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю".

В статье рассмотрены актуальные проблемы развития законодательства в сфере инвестирования на рынке недвижимости. Автор рекомендует пути усовершенствования нормативно-правовой базы, которые направлены на создание системы защиты прав инвесторов.

The article considered the issues of the day of development of legislation are considered in the field of investing at the market of the real estate. An author recommends the ways of improvement lawful bases which are directed on creation of the system of defense of right for investors.

Одержано 19.03.09