

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-48-27>

УДК 336.763.3:334.78]:330.322(477)

# КОРПОРАТИВНІ ОБЛІГАЦІЇ У ПОВОЄННОМУ ВІДНОВЛЕННІ УКРАЇНИ

## CORPORATE BONDS IN THE POST-WAR RECONSTRUCTION OF UKRAINE

**Бур'янов Валентин Олександрович**

магістр,

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

ORCID: <https://orcid.org/0009-0009-2331-7442>**Куліш Ганна Петрівна**

кандидат економічних наук, професор кафедри,

Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6189-9927>**Burianov Valentyn, Kulish Ganna**

Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

Стаття присвячена механізмам післявоєнного відновлення економіки та інфраструктури України. Враховуючи результати проведеного дослідження доведено, що будівництво – системна, бюджетотворююча галузь, яка має прямий та визначальний вплив на розвиток всієї економіки. Реалізація інфраструктурних проектів зумовлює зниження рівня безробіття, ріст ділової активності, підвищення капіталізації інших галузей та є індикатором очікування інституційних інвесторів та корпорацій щодо розвитку економіки на найближчі роки. Дослідивши механізми фінансування будівництва в Україні та оцінивши масштаби руйнувань інфраструктури під час війни, було визначено, що наявний механізм фінансування є обмеженим і недостатнім для залучення інвестицій в необхідних для післявоєнної відбудови об'ємах. Зважаючи на це в статті запропонована модель залучення інвестицій для відновлення інфраструктури та економіки України. Світовий досвід доводить, що використання корпоративних облигацій інфраструктурного типу є економічно виправданим та ефективним у залученні великих обсягів інвестицій, а використання військових ОВДП урядом України свідчить, що вітчизняний бізнес та посередні українці мають позитивне ставлення до появи нових фінансових інструментів, якщо мета використання таких інструментів має чіткий та зрозумілий характер. Визначено необхідні характеристики боргових цінних паперів з метою підвищення їхньої інвестиційної привабливості для різних групи інвесторів. Визначено основні причини низької популярності українських облигацій у іноземних інвесторів та запропоновано шляхи підвищення привабливості боргових цінних паперів закордоном.

**Ключові слова:** корпоративні облигації, цінні папери, капіталізація, будівництво, економіка, інвестор, інфраструктура, інвестиції, нерухомість.

The article is devoted to the mechanisms of the post-war recovery of the economy and infrastructure of Ukraine. Taking into account the results of the conducted research, it is proven that real estate construction is a systemic, budget-generating industry that has a direct and decisive influence on the development of the entire economy. The implementation of infrastructure projects leads to a reduction of unemployment, growth in business activity, increase in the capitalization of other industries and is an indicator of the expectations of institutional investors and corporations regarding the development of the economy in the coming years. After disquisition of the financing mechanisms of construction in Ukraine and valuation the scale of infrastructure destruction during the war, it was determined that the existing financing mechanism is limited and insufficient to attract investments in the volumes necessary for post-war reconstruction. With this in mind, a model of attracting investments for the restoration of infrastructure and the economy of Ukraine is proposed. World experience proves that the use of infrastructure-type corporate bonds is economically justified and effective in attracting large amounts of investment, and the use of military bonds by the government of Ukraine shows that domestic business and ordinary Ukrainians have a positive attitude to the appearance of new financial instruments, if the purpose of using such instruments is clear and understandable. The necessary characteristics of debt securities are determined in order to increase their investment attractiveness for various groups of investors. The definition of the main reasons for the low popularity of Ukrainian bonds among foreign investors is given and ways to increase the attractiveness of debt securities

abroad are proposed. A mechanism for attracting investments in infrastructure projects in the context of the post-war reconstruction of Ukraine has been developed. It has been proven that large-scale financing of construction is the key to the development of the economy and well-being of Ukraine.

**Keywords:** corporate bonds, securities, capitalization, construction, economy, investor, infrastructure, investments, real estate.

**Постановка проблеми.** Найголовнішим завданням задля відновлення України після російсько-української війни стане відродження вітчизняної економіки. Для цього країні необхідне якісне законодавче реформування та дерегулювання економіки, досягнення інвестиційної привабливості та стійкості фінансових інститутів, що неможливо без стратегічної галузі економіки, якою є будівництво. Зазначена теза підтверджується зарубіжними науковцями, які доводять, що будівництво є проциклічним випереджаючим фактором для росту ВВП. Крім того, станом на грудень 2022, загарбниками було завдано збитків інфраструктурі на 137,8 мільярдів доларів США, зруйновано понад 149 тисяч житлових будинки, які доведеться відбудувати. Однак, традиційні методи фінансування будівництва використовуються обмежено та є недостатніми для масштабної відбудови післявоєнної України і залучення капіталу у необхідному об'ємі. У післявоєнному контексті буде доцільним вдосконалити наявну схему інфраструктурного фінансування. Враховуючи необхідність залучення значних інвестицій, досвід зарубіжних країн та можливості діючого законодавства, вважаємо необхідним дослідити застосування корпоративних облігацій інфраструктурного типу задля забезпечення проектного фінансування у рамках відбудови України.

#### **Аналіз останніх досліджень і публікацій.**

Дослідженням різних аспектів зазначеної проблеми займалася низка світових та вітчизняних вчених. Великий внесок у вивчення взаємозв'язку галузі будівництва та ВВП вніс Вільямсон С. Д. Вивченням специфіки та модифікації характеристик боргових цінних паперів займалися Дамодаран А., Мертон Р., Фабозці Ф. Дж., Вілсон Р. С. Практичне використання інфраструктурних облігацій досліджували Кавалло Е., дос Сантос П. П., Васютинська Л. А.

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Незважаючи на велику кількість опублікованих праць щодо механізмів фінансування інвестиційних проектів шляхом емісії боргових цінних паперів, специфіка України у застосування інфраструк-

турних облігацій вивчена обмежено теоретиками і незастосована практиками. Крім того, руйнування інфраструктури в таких масштабах є безпрецедентним у сучасному світі, що потребує окремого вивчення та розробки спеціального механізму задля вирішення зазначених проблем.

**Мета дослідження:** залучення внутрішніх та зовнішніх інвестицій до відновлення інфраструктури після війни, що сприятиме відродженню економіки України в цілому.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Після глобальної фінансової кризи 2008 року, спеціалісти економічно розвинених країн заходу остаточно впевнились у прямому та непрямому зв'язках між інвестиціями в нерухомість і зростанням чи падінням економіки країни. Існує загальна згода, що рецесія 2008-2009 років була спровокована проблемами на іпотечному ринку та житловому секторі. Незважаючи на те, що інвестиції у житлову нерухомість становлять відносно невелику частку у загальному ВВП країни, вони є ключовою макроекономічною зміною у мінливості бізнес-циклів інших галузей. Опіраючись на данні Бюро економічного аналізу США, професор Вільямсон дослідив залежність початку будівництва нових приватних будинків житлового призначення та показники ВВП США. На рисунку 1 зображено відхилення у відсотках від тенденції зміни реального ВВП та кількості стартів будівництва житлової інфраструктури за період 1959–2015 рр. З метою чіткішого зображення, фактичний відсоток відхилення у тенденції початку будівництва поділено на 10, тобто 1% відхилення від динаміки кількості стартів житлового будівництва на малюнку означає фактичне відхилення у 10%. Наприклад, кількість стартів будівництва житла знизилася з піку приблизно на 30% вище тренду в 2006 році (приблизно 2,8% на малюнку) до приблизно 40% нижче тренду (4,5% на малюнку) у 2009 році. Таке падіння є безпрецедентним і сприяє відповідному обвалу ВВП.

На рисунку 1 спостерігається чіткий провідний зв'язок між будівництвом та ВВП, переломні моменти у будівництві житла, як правило, призводять до відповідних перелом-

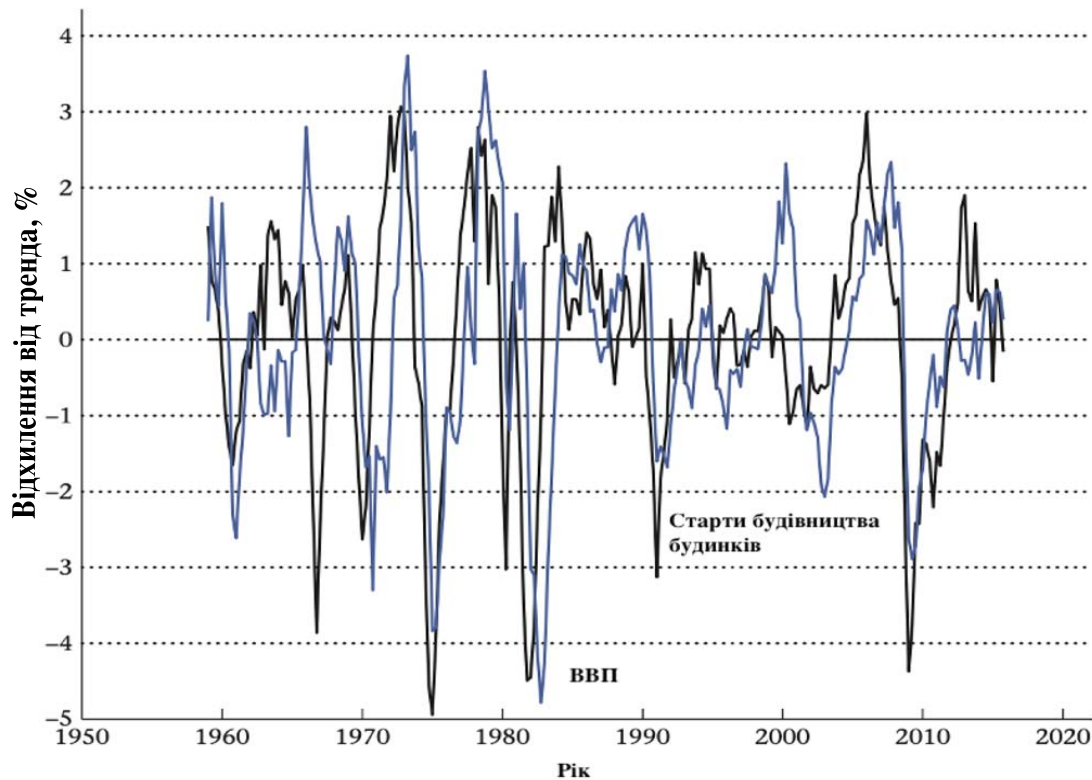


Рис. 1. Динаміка зміни реального ВВП та кількості стартів будівництва житлової інфраструктури за період 1959–2015 рр. [1]

них моментів у реальному ВВП в наступному періоді. Зазначене спостереження доводить, що будівництво є випереджаючим проциклічним фактором для ВВП і для цього існує три основні причини.

Підвищення попиту на промислові продукти. Задля реалізації інфраструктурного проекту, компанія забудовник потребує великої кількості сировини, такої як пісок, бетон, щебінь тощо, від чого об'єми видобутку первинної сировини зростають відповідно до прибутків компаній видобувної промисловості (down stream). Відтак, промислові компанії типу middle-stream (транспортування сировини) та up-stream (переробка сировини) теж отримують монетарну вигоду від будівництва. Отже, завдяки інвестиціям в інфраструктуру запускається увесь промисловий цикл – від видобутку до оброблення сировини.

Ділова активність. Будівництво проекту залучає значну кількість капіталу, який починає обертатися в економіці. Початок інфраструктурного проекту житлового чи нежитлового призначення зумовлює збільшення пропозиції на ринку праці, відтак зростає кількість вільних грошових ресурсів (від заробітної плати), які стимулюватимуть прибутки інших галузей; зростає попит на спеціальну тех-

ніку, що зумовлює розвиток машинобудівних та лізингових компаній. Крім того, зведення інфраструктури потребує значних коштів та операцій з ними, що позитивно впливає на доходи фінансового сектору.

Очікування інвесторів та компаній-реалізаторів інфраструктурних проектів щодо тенденцій розвитку або падіння економіки. Початок житлового будівництва означає взяття будівельною компанією зобов'язань щодо інвестицій в інфраструктурний проект, які будуть здійснені у наступні місяці та роки. Щоб взяти на себе такі зобов'язання забудовник повинен мати деяку впевненість у тому, що економічні умови в наступні роки будуть достатньо сприятливі, щоб житло можна було швидко продати кінцевому споживачу. Тобто, за принципом роботи фондового ринку, кількість розпочатих проектів житлової інфраструктури зростає та зменшується завдяки інформації і очікуванням, які спонукають осіб, що приймають економічні рішення, ставати більш оптимістичними чи песимістичними відповідно до прогнозів майбутнього.

Зазначені принципи є фундаментальними і системними для будь-якої економіки ринкового типу. Україна не має статистики великого періоду щодо кількості стартів будівельних

проектів житлового призначення, однак, порівнявши дані щодо змін у динаміці капіталізації будівництва та ВВП, приходимо до конкордантного висновку. На рисунку 2 зображено графіки мінливості зростання і падіння капіталізації будівництва та ВВП України у відсотковому вираженні відносно попереднього року за період 2009–2021 років. Чітко спостерігається позитивна кореляція двох показників у одному періоді, тобто фактори капіталізації будівництва та ВВП є співпадаючими одна до одної змінними.

Зазначена теза підтверджує зроблене Вільямсоном твердження, що кількість стартів будівництва є проциклічним випереджаючим фактором щодо ВВП, оскільки велике надходження інвестицій, як правило, відбувається на другому році реалізації інфраструктурного проекту. Стандартне відхилення від тренду капіталізації будівництва становить 18%, а ВВП – 8%. Більша волатильність фактору будівництва порівняно з фактором ВВП зумовлена принципом ділової активності в економіці країни: при зменшенні інвестицій в інфраструктурні проекти, в першу чергу і найбільше зменшується капіталізація будівельної галузі, а потім пропорційно втрачають інші галузі.

Останні 10 років в Україні найбільш розповсюдженим способом фінансування будівництва став механізм використання інститутів спільного інвестування (ІСІ) – корпоративних або пайових інвестиційних фондів.

Строки реалізації та окупності, форми отримання прибутку інфраструктурного проекту можуть різнитися залежно від житлового (продаж квартир) чи нежитлового (оренда офісів, торговельних площ тощо) призначення, відповідно очікування інвесторів різняться залежно від специфіки об'єкту їхнього інвестування.

Механізм використання ІСІ передбачає створення інвестиційного фонду для кожної групи інвесторів, що мають однакові очікування та пріоритети, залучені на фонди кошти спрямовуються на компанію забудовника, прибуток повертається у формі дивідендів у визначений термін, відповідно до умов інвестиційного договору.

На рисунку 3 зображена найбільш розповсюджена схема фінансування будівництва та роботи девелоперського бізнесу в Україні до 24 лютого 2022 року.

Холдинг девелопера знаходить інвестора, який має бажання та можливості профінансувати інвестиційний проект та через інститут спільного інвестування реалізує продаж товарної маси проекту та виплату дивідендів інвестору. Ключовим суб'єктом схеми, зображеної на рисунку 3, є корпоративний або пайовий інвестиційний фонд.

Згідно даних Української асоціації інвестиційного бізнесу, сукупні активи Інститутів спільного інвестування, у період з 2010 по 2021 рік, зросли з 106 до 496 мільярдів гривень, тобто на 396% [3]. Здебільшого, стрімкий ріст популярності ІСІ зумовлений посиленням

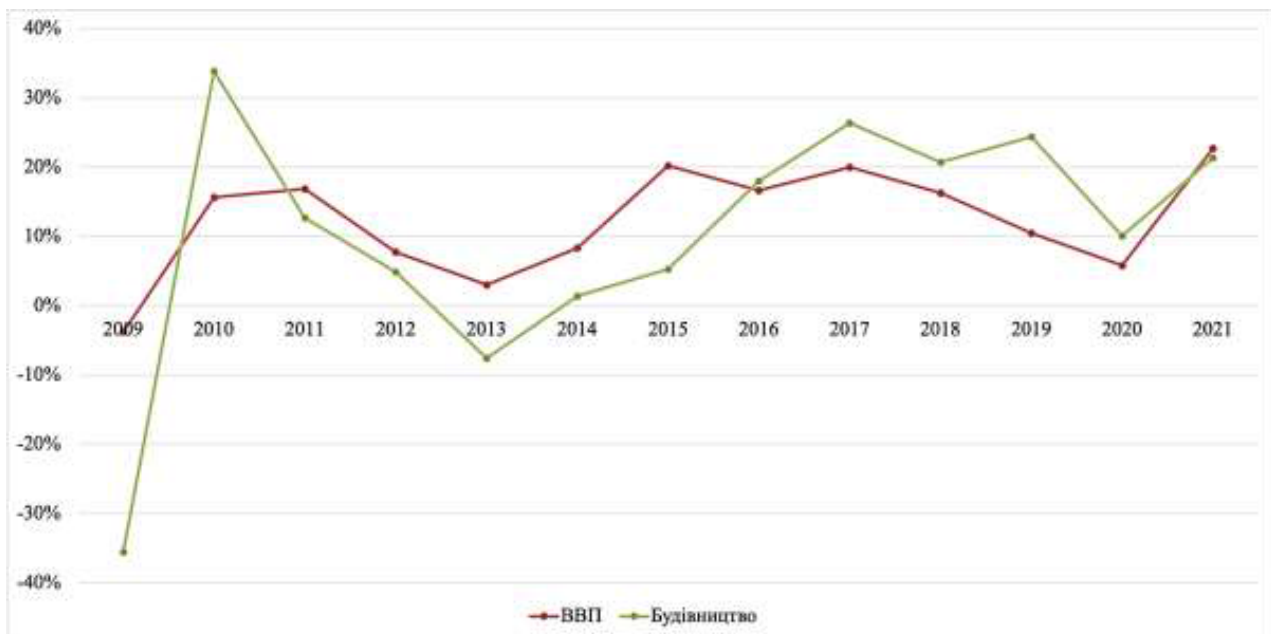


Рис. 2. Графіки динаміки зміни росту ВВП та капіталізації будівництва України в період 2009–2021 рр, виражені у % [2]

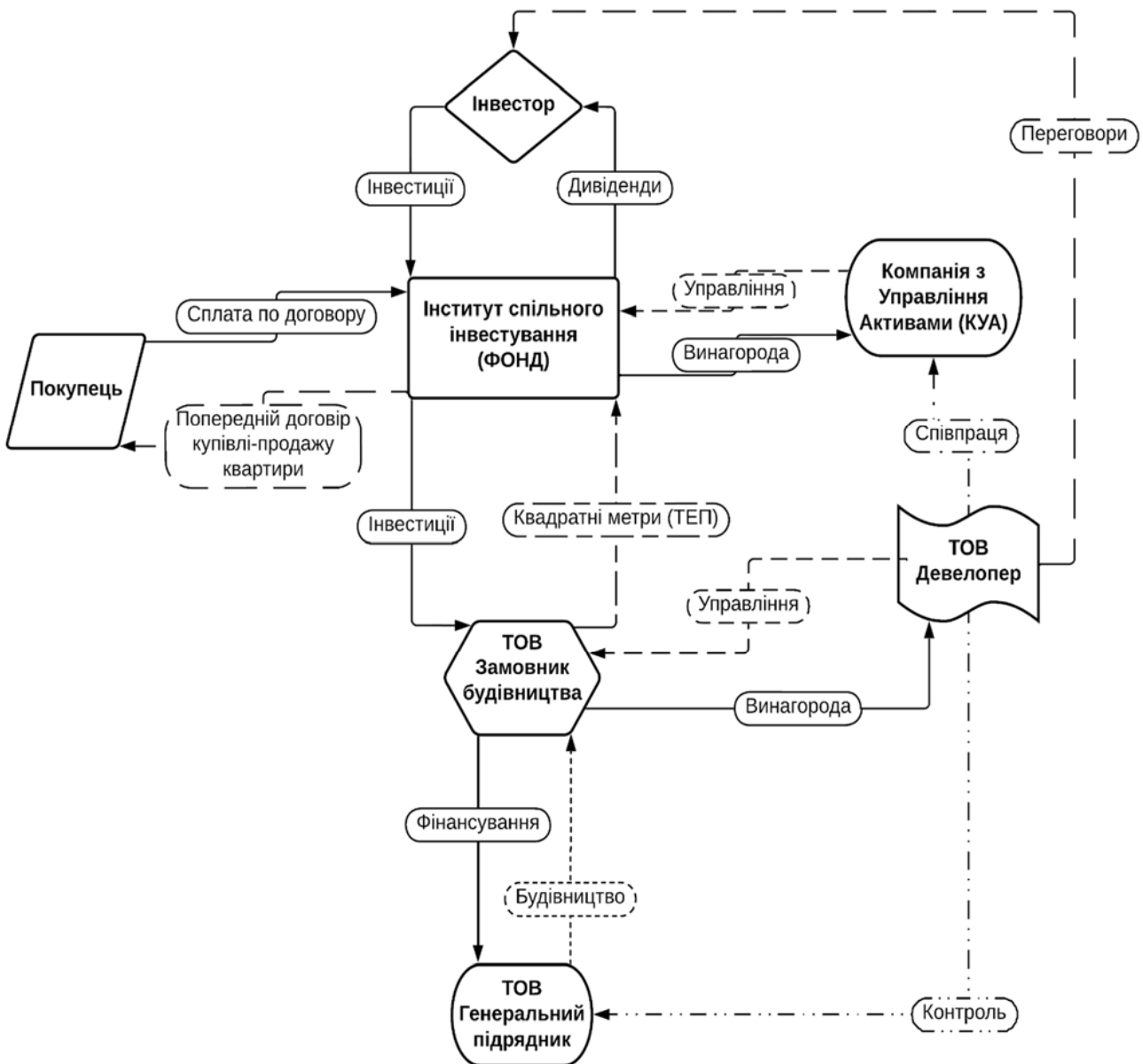


Рис. 3. Механізм фінансування та продажу первинної нерухомості

Джерело: розроблено автором

податкового регулювання та необхідністю податкової оптимізації. Відповідно до пп. 6 п. 1. ст. 141 Податкового Кодексу України [4], кошти спільного інвестування звільняються від оподаткування (враховуючи доходи від діяльності ІСІ). Згідно із Законом України «Про інститути спільного інвестування» [5] операції від імені та в інтересах ІСІ здійснює Компанія з управління активами (КУА) – господарська компанія (бізнес), що створена у формі акціонерного товариства або як товариства з обмеженою відповідальністю, є професійним учасником ринку капіталів та проводить діяльність з управління активами інститутів спільного інвестування (ІСІ). Це зумовлює більшу захи-

щеність інтересів інвестора перед холдингом будівельника та зменшує ризик нецільового використання коштів останнім.

Зазначений механізм фінансування будівництва є дієвим та економічно виправданим для усіх контрагентів, однак його недостатньо для післявоєнної відбудови країни. Станом на грудень 2022 р., Київська школа економіки оцінює збитки від руйнувань житлового фонду України в 54 мільярда доларів США [6]. Загалом пошкоджено або зруйновано 149,3 тисячі житлових будинків, серед яких: 131,4 тисячі приватних будинків, 17,5 тисяч багатоквартирних будинків і 280 гуртожитків. Руйнування таких масштабів неможливо компенсувати

лише за рахунок великих інфраструктурних інвесторів, тому механізм фінансування будівництва має бути модельованим відповідно до післявоєнних реалій, що означає використання новітніх фінансових інструментів задля залучення коштів в необхідних об'ємах.

Основним завданням вдосконалення діючого механізму є зміна структури фінансування та володіння інститутом спільного інвестування. На нашу думку, цього можливо досягти шляхом емісії корпоративних облігацій інфраструктурного типу. Згідно Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» (далі – ЗУ «Про ринки капіталу») [6], перспектив інфраструктурних облігацій передбачає використання залучених коштів винятково на фінансування будівництва об'єктів інфраструктури або реалізації інфраструктурного проекту чи окремого його етапу. Згідно зі статтею 17 цього ж Закону, емісію інфраструктурних облігацій може здійснювати особа, яка фінансує або реалізує інфраструктурний проект. Отже, емітентом може бути інвестиційний фонд, при цьому збережуться переваги використання ІСІ і додадуться нові можливості залучення коштів від боргових цінних паперів.

Холдинг будівельника, який здійснює фактичний контроль за інститутом спільного інвестування, має розробити спеціальні характеристики облігацій, з метою підвищення їх інвестиційної привабливості. Головна проблема, з якою зіштовхується компанія-емітент – недовіра до українського бізнесу та його боргових цінних паперів з боку внутрішніх та зовнішніх, інституційних та приватних інвесторів. Оскільки відновлення інфраструктури після війни є завданням національного масштабу, ми вважаємо необхідною умовою – державну підтримку. Участь держави може сприяти зниженню інвестиційних ризиків. Уряд може виступити поручителем за зобов'язаннями по інфраструктурним облігаціям і, у разі дефолту компанії-емітента, зобов'язується здійснити купонні платежі та погашення облігації у визначений prospectом емісії строк замість емітента-банкрота. Це сприятиме зміцненню ділової репутації перед зовнішніми інвесторами та підвищенню впевненості внутрішніх інвесторів. Забезпеченням по інфраструктурним облігаціям виступить майбутній інфраструктурний об'єкт і у разі банкрутства емітента повністю або частково реалізований об'єкт переходить у власність кредиторів або поручителя за зобов'язаннями.

У березні 2022 року міністерство фінансів України розпочало аукціони з продажу військових облігацій внутрішньої державної позики. Однією з особливостей військових ОВДП стало звільнення від оподаткування прибутку по таким облігаціям, що сприяло інвестиційній привабливості останніх. При застосуванні зазначеної податкової політики до інфраструктурних облігацій, уряд України одночасно збільшить інвестиційну привабливість таких цінних паперів та отримає економічну вигоду (компенсацію) у вигляді розвитку бюджетоутворюючої галузі, якою є будівництво. До того ж, застосування податкових пільг можна розширити і на компанії, що входять в холдинг девелопера, за умови, що останній зобов'яжеться відбудувати соціальну інфраструктуру у рамках свого проекту і за власний кошт. Під відновленням соціальної інфраструктури розуміємо будівництво середніх та вищих навчальних закладів, об'єктів культури та спорту, оскільки станом на грудень 2022 було зруйновано понад 3 тисячі освітніх закладів, 1075 закладів культури і спорту.

Згідно пункту 5 статті 17 ЗУ «Про ринки капіталу» [7], задля фінансування одного інфраструктурного проекту може бути здійснено декілька проспектів емісії облігацій за умови, що сума усіх проспектів емісії не перевищує проектно-кошторисну вартість інфраструктурного проекту. Це означає, що компанія будівельник може здійснити декілька проспектів емісії облігацій з різними характеристиками, залежно від бажань та очікувань цільової групи інвесторів. На таблиці 1 зображено характеристики та об'єм проспектів емісії (у тисячах гривень) відповідно до типу інвестора-держателя військових ОВДП станом на грудень 2022 року.

З таблиці 1 спостерігається, що найбільшу популярність мають короткострові облігації зі строком погашення до одного року, що зумовлено високою інфляцією, відносно частотою та радикальною зміною облікової ставки та невизначеністю майбутнього в умовах війни. Показово, що на облігаціонерів фізичних осіб припадає лише 4,47% від грошового об'єму військових ОВДП емітованих в українській гривні, проте питома вага фізичних осіб в доларових проспектах складає 18,65%. Зазначені данні пояснюються двома факторами.

1. Стрімка інфляція в Україні та девальвація національної валюти зумовлюють втрату довіри населення до гривні та переведення заощаджень домогосподарств у стійку валюту.

Таблиця 1

Обсяги військових ОВДП, що знаходяться у власності нерезидентів, юридичних та фізичних осіб у тисячах гривень станом на 12.12.2022 [8; 9]

ISIN код військових облигацій	Наявність купону	Термін до погашення	Дата погашення	Номінальна дохідність	Юридичні особи	Фізичні особи (резиденти)	Нерезиденти	Разом
UA4000226427	Безкупонні	6 місяців	05.04.2023	14,00%	16 909 171,00	149 355,00	910 558,00	17 969 084,00
UA4000226658	Безкупонні	6 місяців	10.05.2023	14,00%	3 715 678,80	4 669,74	0,00	3 720 348,54
UA4000226195	Безкупонні	6 місяців	05.07.2023	13,00%	2 161 591,00	217 595,00	671,00	2 379 857,00
UA4000226260	Безкупонні	9 місяців	27.09.2023	15,00%	6 414 094,00	492 528,00	451 000,00	7 357 622,00
UA4000225668	Безкупонні	1 рік	01.03.2023	11,00%	31 383 578,22	1 012 754,58	750 268,56	33 146 601,36
UA4000225809	Безкупонні	1 рік	21.06.2023	11,00%	20 580 181,00	1 402 478,00	1 295,00	21 983 954,00
UA4000225908	Купонні	1,5 роки	25.10.2023	11,50%	3 465 742,00	789 507,00	0,00	4 255 249,00
UA4000226450	Купонні	1,2 роки	13.03.2024	19,00%	1 751 048,00	64 149,00	0,00	1 815 197,00
UA4000226286	Купонні	2 роки	26.06.2024	14,00%	494,00	3 180,00	0,00	3 674,00
<b>ВСЬОГО</b>					<b>86 381 578,02</b>	<b>4 136 216,32</b>	<b>2 113 792,56</b>	<b>92 631 586,90</b>
					<b>93,25%</b>	<b>4,47%</b>	<b>2,28%</b>	
<b>Долар США*</b>								
UA4000225775	Купонні	6 місяців	27.04.2023	4,25%	10 947 580,37	2 583 737,63	329 885,04	13 861 203,04
UA4000225874	Купонні	6 місяців	25.05.2023	4,25%	90 537,00	13 858,00	0,00	104 395,00
UA4000226120	Купонні	6 місяців	22.06.2023	4,25%	134 256,00	39 086,00	0,00	173 342,00
<b>ВСЬОГО</b>					<b>11 172 373,37</b>	<b>2 636 681,63</b>	<b>329 885,04</b>	<b>14 138 940,04</b>
					<b>79,02%</b>	<b>18,65%</b>	<b>2,33%</b>	
<b>*гривневий еквівалент</b>								

Це означає, що на кінець війни у фізичних осіб резидентів буде велика кількість високоліквідних доларових активів і компанії-емітенту корпоративних облігацій потрібно це враховувати.

2. Згідно Закону України «Про валюту і валютні операції» [10], юридичні особи проводять розрахунки за своєю господарською діяльністю винятково в гривні, тому виручку та грошові резерви мають у гривні. Постановою № 18 від 24.02.2022 року [11] Національний банк зупинив роботу валютного ринку, крім операцій продажу іноземної валюти клієнтам-фізичним особам. Купити доларові облігації за гривневий еквівалент стало неможливо, оскільки це б створювало схему обходу постанови НБУ.

Враховуючи, що рівень ділової активності під час війни значно впав, у підприємств з'явилося багато вільних обігових коштів, а доходи за державними облігаціями, на відміну від доходів по депозитам, не оподатковуються, то інвестування, навіть в ОВДП емітовані в гривні, є економічно виправданим.

Досвід зарубіжних країн свідчить про можливість застосування інфраструктурних облігацій і в Україні.

Розглядаючи світову практику по вибору валюти для проспекту інфраструктурних облігацій, слід звернути увагу на країни Латинської Америки, оскільки вони теж страждають від проблем зі слабкістю внутрішньої валюти

та гострою необхідністю розвивати інфраструктуру. Фактично, близько 50% боргового фінансування у регіоні Південної Америки відбувається шляхом інфраструктурних облігацій, хоча ще в першій половині 2010-х років переважали комерційні та державні позики. На малюнку 3 зображена інфографіка щодо співвідношення об'ємів проспектів емісії інфраструктурних облігацій в національній валюті (доларовий еквівалент) та у доларах США. Серед сусідніх країн Бразилія помітно відрізняється значним об'ємом облігацій в національній валюті, що вказує на те, що бразильські будівельні корпорації орієнтовані на інституційних інвесторів.

Як свідчать статистичні дані стосовно складу основних інвесторів у військові ОВДП України, фізичні особи зацікавлені в покупці короткострокових облігацій в іноземній валюті, оскільки бажають захистити свої заощадження від інфляції та не готові надовго заморожувати свої кошти. Однак, великі інституційні інвестори, як недержавні пенсійні фонди та страхові компанії, в країнах з нестійкою економікою, розглядають боргові цінні папери емітовані в національній валюті як спосіб зменшити ризик дефолту по таким позикам.

Як показав невдалий досвід облігацій Брейдї в 90-х роках минулого століття, якщо позичальник має доходи в національній валюті, то зростаючий рівень інфляції може

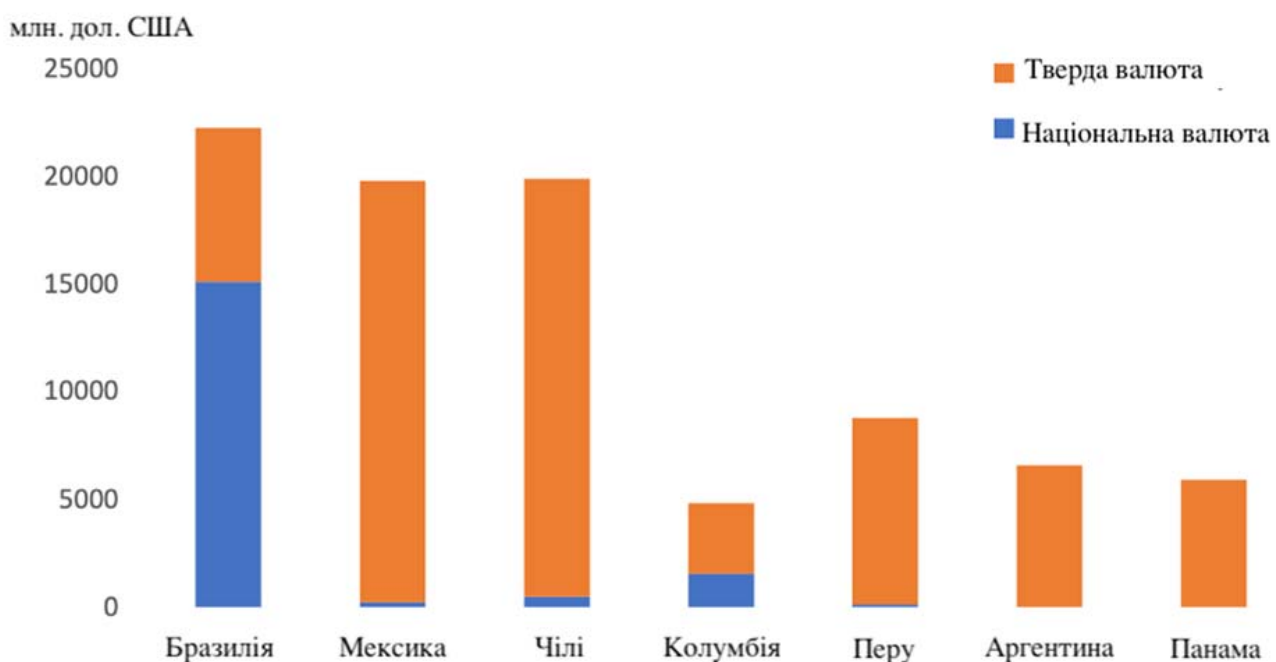


Рис. 4. Відношення об'ємів проспектів емісії інфраструктурних облігацій у доларах США та національній валюті в країнах Латинської Америки [12]



фатально знизити його спроможність розрахуватися по боргам в іноземній валюті. Як правило, недержавні пенсійні фонди та інвестиційні банки з консервативною інвестиційною політикою прагнуть заробляти на довгострокових інвестиціях за рахунок накопичення «складних» відсотків. Зважаючи на це, задля залучення «довгих» грошей від великих інституційних інвесторів, українським девелоперам необхідно емітувати довгострокові облігації в гривні з щоквартальними виплатами відсотків.

Питома вага нерезидентів у загальному об'ємі проспектів військових ОВДП складає всього 2,33% для доларових проспектів та 2,28 % для проспектів у національній валюті, що зумовлено високими ризиками через війну та невиправдано низькою ставкою за короткостроковими облігаціями. За підрахунками Бюро статистики праці США, рівень долларової інфляції в 2022 становив 8% [13], тобто реальна дохідність долларових військових ОВДП України є від'ємною і становить -3,75% і це не враховуючи премію за ризик. Орієнтований на отримання прибутку іноземний інвестор не буде купувати такі цінні папери.

Провівши аналіз українського та світового досвіду використання боргових цінних паперів, мотивацію і очування різних груп інвесторів, можемо стверджувати, що будівельним корпораціям України після закінчення військових дій слід диференціювати інвесторів з урахуванням їх очувань і ризиків. Тому, на наш погляд, проспекти емісії інфраструктурних облігацій мають орієнтуватись на очування різних інвесторів та за такими характеристиками:

З орієнтацією на інвесторів фізичних осіб необхідно випускати, можливо декілька разів за термін реалізації проекту, короткострокові (з терміном погашення 0,5–1,5 року) безкупонні дисконтні облігації, емітовані в доларах США з номінальною дохідністю ставки строкового долларового депозиту в системно важливому банку плюс премія за ризик 1,5%. Наприклад, наявна ставка по піврічному долларовому депозиту в Укресімбанку становить 2,05%, тобто дохідність проспекту емісії облігації встановлюється у розмірі 3,55%. Оскільки переважна більшість громадян України має низьку фінансову грамотність і необізнана у концепції вартості грошей у часі, пропозиція покупки облігацій з дисконтом від номіналу значно підвищить інвестиційну привабливість для фізичних осіб.

З орієнтацією на внутрішніх інституційних інвесторів необхідно емітувати довгострокові (5–10 років) купонні облігації в гривні з плаваючою ставкою купону і щоквартальною виплатою плаваючих відсотків. Ставка буде становити наявну на кінець попереднього кварталу ставку по гривневому депозиту в системно важливому банку плюс премія за ризик 4%.

З орієнтацією на зовнішніх інституційних інвесторів необхідно емітувати середньострокові та довгострокові (3–10 років) купонні звичайні або купонні преміальні облігації у доларах США з номінальною дохідністю без ризикових облігацій (облігації Казначейства США) плюс премія за ризик 5%.

**Висновки.** Повоєнна Україна страждатиме від інфраструктурних та загальноекономічних руйнувань. Відновлення економіки України не буде можливим без розвитку бюджетотворюючої галузі, якою є будівництво. Інвестиції в нерухомість слугують відображенням очувань основних економічних учасників щодо майбутніх перспектив розвитку країни. Будівництво збільшує обсяги видобувної та переробної промисловості та сприяє росту ділової активності всієї економіки. Отже, шляхом інвестування в будівельну галузь, можливо вирішити одразу дві фундаментальні проблеми.

Однак, довоєнні механізми фінансування будівництва є обмеженими і недостатніми для обсягів післявоєнної відбудови. Систему фінансування інфраструктури можливо вдосконалити шляхом залучення нових фінансових інструментів, таких як інфраструктурні облігації. Досвід іноземних країн доводить, що емісія боргових цінних паперів є ефективним способом залучення значних обсягів грошових коштів. Український ринок вже має успішний досвід продажу облігацій на прикладі військових ОВДП, що свідчить про готовність вітчизняного бізнесу та громадян сприймати нові фінансові інструменти.

Українські цінні папери не користуються значним попитом у іноземних інвесторів, однак шляхом вдосконалення характеристик корпоративних облігацій, зробивши їх подібними до паперів західного ринку, можна підвищити їхню привабливість закордоном.

Отже, наявне дослідження доводить, що використання корпоративних облігацій сприятиме відродженню української економіки та відновленню зруйнованої інфраструктури після війни шляхом залучення інвестицій.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Williamson S. D. *Macroeconomics*. 6th ed. Harlow : Pearson Education Limited, 2018. 731 p.
2. ВВП України за роками. Національне Антикорупційне Бюро. URL: <https://nabu.ua/ua/vvp-2.html>.
3. Квартальні та річні огляди ринку. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart>.
4. Податковий кодекс України : Кодекс України від 02.12.2010 р. № 2755-VI : станом на 24 лют. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>.
5. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 р. № 5080-VI : станом на 1 січ. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text>.
6. Загальна сума прямих збитків, завдана інфраструктурі України через війну, зросла до майже \$ 138 млрд. Kyiv School of Economics. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zagalna-suma-pryamih-zbitkiv-zavdana-infrastrukturi-ukrayini-cherez-viynu-zrosla-do-mayzhe-138-mlrd>.
7. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки : Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV : станом на 3 січ. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>.
8. Національний банк України. Уряд України залучив від продажу ОВДП на аукціонах із початку повномасштабної війни 211,6 млрд грн у еквіваленті – депозитарій НБУ. Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-ukrayini-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-iz-pochatku-povnomashtabnoyi-viyni-2116-mlrd-grn-u-ekvivalenti--depozitariy-nbu>.
9. М-во Фінансів України. Військові ОВДП. Міністерство Фінансів України. URL: [https://mof.gov.ua/uk/local\\_bonds\\_issued\\_during\\_the\\_war\\_time-572](https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572).
10. Про валюту і валютні операції : Закон України від 21.06.2018 р. № 2473-VIII : станом на 1 січ. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text>.
11. Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану : Постанова Нац. банку України від 24.02.2022 р. № 18 : станом на 14 лют. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>.
12. Borensztein E., Cavallo E., dos Santos P. P. Infrastructure bonds: The case of Brazil. *Inter-American Development Bank*. 2022. P. 8. UDOI: <https://doi.org/10.18235/0004223>.
13. Inflation Rate in 2022 | Inflation Calculator. U.S. Inflation Calculator: 1635 → 2023, Department of Labor data. URL: <https://www.in2013dollars.com/inflation-rate-in-2022>.
14. Vasyutynska L. INFRASTRUCTURE bonds in project financing: world experience and opportunities to Ukraine. *Eastern Europe: economy, business and management*. 2021. No. 3(30). DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.30-13>.

## REFERENCES:

1. Williamson S. D. *Macroeconomics*. 6th ed. Harlow : Pearson Education Limited, 2018. 731 p.
2. GDP of Ukraine by years. National Anti-Corruption Bureau. URL: <https://nabu.ua/ua/vvp-2.html>.
3. Quarterly and annual market reviews. Ukrainian Association of Investment Business. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart>.
4. Tax Code of Ukraine: Code of Ukraine dated 02.12.2010 No. 2755-VI: as of February 24 2023 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>.
5. On joint investment institutions: Law of Ukraine dated 07.05.2012 No. 5080-VI: as of January 1 2023 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text>.
6. The total amount of direct damage caused to the infrastructure of Ukraine due to the war has increased to almost \$ 138 billion. Kyiv School of Economics. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zagalna-suma-pryamih-zbitkiv-zavdana-infrastrukturi-ukrayini-cherez-viynu-zrosla-do-mayzhe-138-mlrd>.
7. On capital markets and organized commodity markets: Law of Ukraine dated February 23, 2006 No. 3480-IV: as of January 3 2023. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text>.
8. National Bank of Ukraine. The government of Ukraine has raised UAH 211.6 billion from the sale of OVDP bonds at auctions since the beginning of the full-scale war in the equivalent of the NBU depository. National Bank of Ukraine. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/uryad-ukrayini-zaluchiv-vid-prodaju-ovdp-na-auksionah-iz-pochatku-povnomashtabnoyi-viyni-2116-mlrd-grn-u-equivalents--depozitariy-nbu>.
9. Ministry of Finance of Ukraine. Military DSLB. Ministry of Finance of Ukraine. URL: [https://mof.gov.ua/uk/local\\_bonds\\_issued\\_during\\_the\\_war\\_time-572](https://mof.gov.ua/uk/local_bonds_issued_during_the_war_time-572).
10. On currency and currency transactions: Law of Ukraine dated 06/21/2018 No. 2473-VIII: as of January 1 2023. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2473-19#Text>.

11. On the operation of the banking system during the introduction of martial law: Decree of the National Bank of Ukraine dated February 24, 2022 No. 18: as of February 14 2023. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>.
12. Borensztein E., Cavallo E., dos Santos P. P. Infrastructure bonds: The case of Brazil. Inter-American Development Bank. 2022. P. 8. DOI: <https://doi.org/10.18235/0004223>.
13. Inflation Rate in 2022 | Inflation Calculator. U.S. Inflation Calculator: 1635 → 2023, Department of Labor data. URL: <https://www.in2013dollars.com/inflation-rate-in-2022>.
14. Vasyutynska L. Infrastructure bonds in project financing: world experience and opportunities to Ukraine. *Eastern Europe: economy, business and management*. 2021. No. 3(30). DOI: <https://doi.org/10.32782/easterneurope.30-13>.