

Коноваленко Н. В.,

аспірантка Київського національного економічного
університету ім. Вадима Гетьмана

ВПРОВАДЖЕННЯ НОВИХ ВИДІВ ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ

Розкрито нові види фінансування інвестиційної діяльності підприємств з урахуванням зарубіжного досвіду. Обґрунтовано необхідність впровадження таких видів фінансування. Визначено їх позитивні сторони та проблеми застосування.

Ключові слова: фінансування інвестиційної діяльності, комбіноване фінансування, субординований кредит, кредит з правом участі у прибутку підприємства, негласна участь, конвертовані облігації, привілейовані акції, опціони, варанти.

Під час кризи постає питання пошуку альтернативних джерел та умов фінансування інвестиційно-інноваційних проектів, що покликані підвищити ефективність діяльності як окремого підприємства, так і економіки загалом. Вирішити це завдання можна завдяки розробленню та вибору найприйнятніших для конкретного сектору економіки та певних економічних умов схем фінансування.

Питанням пошуку та залучення додаткових джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств присвячено багато праць вітчизняних науковців, зокрема І. А. Бланка, Д. М. Черваньова, В. Л. Осецького, В. В. Михальського, А. М. Поручника, Л. Л. Антонюка, А. А. Пересади, М. М. Туріянської, Т. В. Майорової та ін. Але на сьогодні ця проблема залишається актуальною, зважаючи на критичний рівень зносу основних засобів виробництва українських підприємств та брак коштів для їх оновлення. Недостатньо дослідженими залишаються види фінансування, що поєднують ознаки боргу та акціонерного капіталу.

До відносно нових видів фінансування, які нечасто використовуються в Україні, можна віднести надання субординованих кредитів та кредитів з правом участі у прибутку компанії, негласну участь, фінансування з використанням привілейованих акцій, конвертованих облігацій або облігацій з опціонами/варантами. За таких видів фінансування інвестор надає засоби на умовах боргу, але при цьому не виключається можливість його участі у статутному капіталі підприємства на визначених умовах у майбутньому шляхом використання певних фінансових інструментів. Як правило, цей борг є субординованим, тобто підпорядкованим усім іншим борговим зобов'язанням підприємства та незабезпеченим у традиційному розумінні забезпеченості кредиту.

В ЄС та США зазначені види фінансування об'єднуються під загальною назвою мезонінне (mezzanine)¹ або гібридне (hybrid) фінансування, оскільки

¹ Назва походить від італ. "mezzanino" і має значення "антресоль", оскільки так само, як антресоль в архітектурі є проміжною ланкою між поверхами, так мезонінне фінансування є проміжною ланкою між власним і позиковим капіталом.

ки містять ознаки як боргового, так і акціонерного фінансування, тобто становлять проміжний вид. В Україні цей термін не є розповсюдженим як через відсутність операцій з надання таких видів фінансування, так і через відсутність його теоретичного обґрунтування та законодавчого регулювання. З огляду на це у статті застосовуватиметься *комбіноване фінансування* (далі – КФ) для таких видів фінансування.

Найпоширенішим різновидом КФ є *субординований кредит*, котрий у разі ліквідації позичальника сплачується наприкінці, тобто після того, як будуть задоволені вимоги решти кредиторів, але до задоволення вимог акціонерів, і є незабезпеченим. Постачальники субординованих кредитів отримують фіксовану відсоткову ставку, що як правило на 2–5 % вище вартості стандартного первинного кредитування. Тривалість надання таких кредитів може складати від трьох до 10 років. Як і при залученні звичайних кредитів, відсотки за ним відносять на собівартість продукції. Субординовані кредити не передбачають участі в статутному капіталі підприємства.

Іншим різновидом кредитів є *кредити з правом участі у прибутку компанії*, за якими, на відміну від субординованих, рівень відсотка залежить від результатів діяльності підприємства. Незважаючи на участь у прибутку, цей вид кредитів не передбачає відносин власності. Участь кредитора у погашенні збитків підприємства не обумовлюється.

Одним з найпоширеніших видів КФ у Німеччині є так звана *пасивна (негласна) участь*². Вона передбачає укладення договору між власником підприємства та особою, що робить вклад у майно власника без його оприлюднення. При цьому всі угоди укладаються тільки власником підприємства, а внутрішні відносини регулюються договором. Як правило, така особа бере участь у прибутках підприємства у розмірі своєї частки, але без будь-якої відповідальності перед кредиторами компанії. Угоди стосовно надання капіталу на таких умовах можуть укладатися на досить тривалий термін – від 5–10 до 15 років. З юридичного погляду пасивна участь є ближчою до володіння акціями, ніж субординовані кредити або кредити з правом участі у прибутку. Розрізняють типову та нетипову негласну участь. За типової негласної участі, як правило, учасник позбавлений прав контролю та відповідальності у разі банкрутства, за нетипової – учасник має права контролю та затвердження і несе відповідальність у разі банкрутства.

Негласна участь стосується лише внутрішніх справ компанії і не є видимою для зовнішніх спостерігачів. У Німеччині при укладанні угоди може зазначатися, що пасивний учасник не залучатиметься до фінансування збитків компанії. Він має право вимагати пред'явлення йому звіту про діяльність компанії. За умов припинення діяльності підприємства його майно розподіляється відповідно до часток капіталу, внесеного як засновниками, так і учасниками.

Іншими різновидами КФ, що більш схоже на акціонерне фінансування, є фінансування з використанням привілейованих акцій, конвертованих облігацій або облігацій з опціонами/варантами. Такі інструменти ризико-

² Silent participation (англ.).

ваніші для кредитора і мають вищу норму прибутку. *Привілейовані акції* надають право на отримання фіксованих дивідендів. Як правило, їх власник не має права голосу на загальних зборах акціонерів. Однак право на консультації з бізнес-рішень може бути включене у договірні документи. Іншим інструментом є *конвертовані облигації*. Окрім звичайного права на фіксований відсоток та виплату основної суми, власники конвертованих облигацій та облигацій з варантами мають право придбавати акції компанії замість виплат боргу. Це право може бути використане протягом визначеного періоду та за попередньо встановленою конверсійною ціною. Таким чином, емітент може конвертувати борг в капітал компанії. Замість конвертованих облигацій компанія — емітувати *облигації з опціонами (варантами)*. Основна різниця полягає в тому, що варанти (права підписки на акції) відокремлені від облигацій, отже, можуть продаватися незалежно. Оскільки конвертовані облигації та облигації з опціонами/варантами передбачають можливість участі у статутному капіталі, то відсотки за ними, як правило, нижчі, ніж за звичайними облигаціями.

Отже, усі зазначені види фінансування мають певні загальні спільні ознаки, до яких можна віднести: поєднання рис як боргу, так і акціонерного капіталу в кожному виді; відносно тривале залучення капіталу на таких умовах; рівень дохідності/ризиків для постачальника такого капіталу, що вище за рівень дохідності/ризиків при звичайному борговому фінансуванні та нижчий за рівень дохідності/ризиків при інвестуванні в акції; спрямування залучених коштів на фінансування інноваційних проєктів; підпорядкованість основному боргу компанії; суворі вимоги до фінансової надійності та звітності компанії-реципієнта; додатковий характер фінансування.

Спільні та відмінні риси кожного із таких видів фінансування представлені в табл. 1. Як правило, за використання таких видів фінансування контроль над компанією-реципієнтом зберігається в руках вже наявних власників, оскільки компанія-донор ніколи не прагне отримати контрольний пакет. Щодо можливих обсягів фінансування, то в рамках фінансування девелоперських проєктів та угод LBO³ поширена практика надання досить великих обсягів: від 100 млн дол.; в інших сферах — у середньому від 1 до 20 млн дол. Хоча комбінований капітал за своєю специфікою є лише додатковим джерелом фінансування інвестицій, за рахунок таких видів фінансування може бути забезпечено до 20—30 % загальної потреби проєкту в капіталі. При цьому внутрішня норма дохідності проєкту (IRR) має складати мінімум 15—20 %, оскільки КФ — ризикованіше, ніж боргове фінансування, тому й дохідність має бути вищою. Але воно є менш ризикове для інвестора, ніж придбання акцій компаній, хоча і дохідність, відповідно, має нижчу, ніж акції.

Найсприятливіший момент для використання КФ — стадія розширення інноваційно активної компанії, тобто етап її розвитку, за якого компанія перебуває в зоні формування прибутку та реалізує проєкти з посилення своїх ринкових позицій (рис. 1).

³ LBO (англ. Leveraged Buy-Out) — викуп, що фінансується; вид діяльності компаній із сектору приватних капіталовкладень, за якої компанія викупується за рахунок позикових коштів.

Таблиця 1

Комбіновані види фінансування як проміжна ланка між акціонерним капіталом та боргом

Вид фінансування	Оподатковуваний борг	Частка у статутному капіталі	Контрольні права	Тривалість (у роках)	Відповідальність у разі банкрутства
Субординований кредит та кредит з правом участі у прибутку компанії	Так	Ні	Обмежені права кредитора	3–10	Немає
Пасивна участь (типова)	Ні	Так	Залежить від угоди	5–10	Залежить від угоди
Конвертовані облигації	Перед конвертацією	Після конвертації	Обмежені права кредитора	Від 1	Так
Привілейовані акції	Ні	Так	У більшості випадків немає, але можливі у виняткових випадках	3–10	Так
Пасивна участь (нетипова)	Ні	Так	Права затвердження та контролю	5–15	Так

Джерело: Germany trade and invest [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.gtai.com/homepage/investment-guide-to-germany/financing-investment-projects-in-germ-any/mezzanine>.

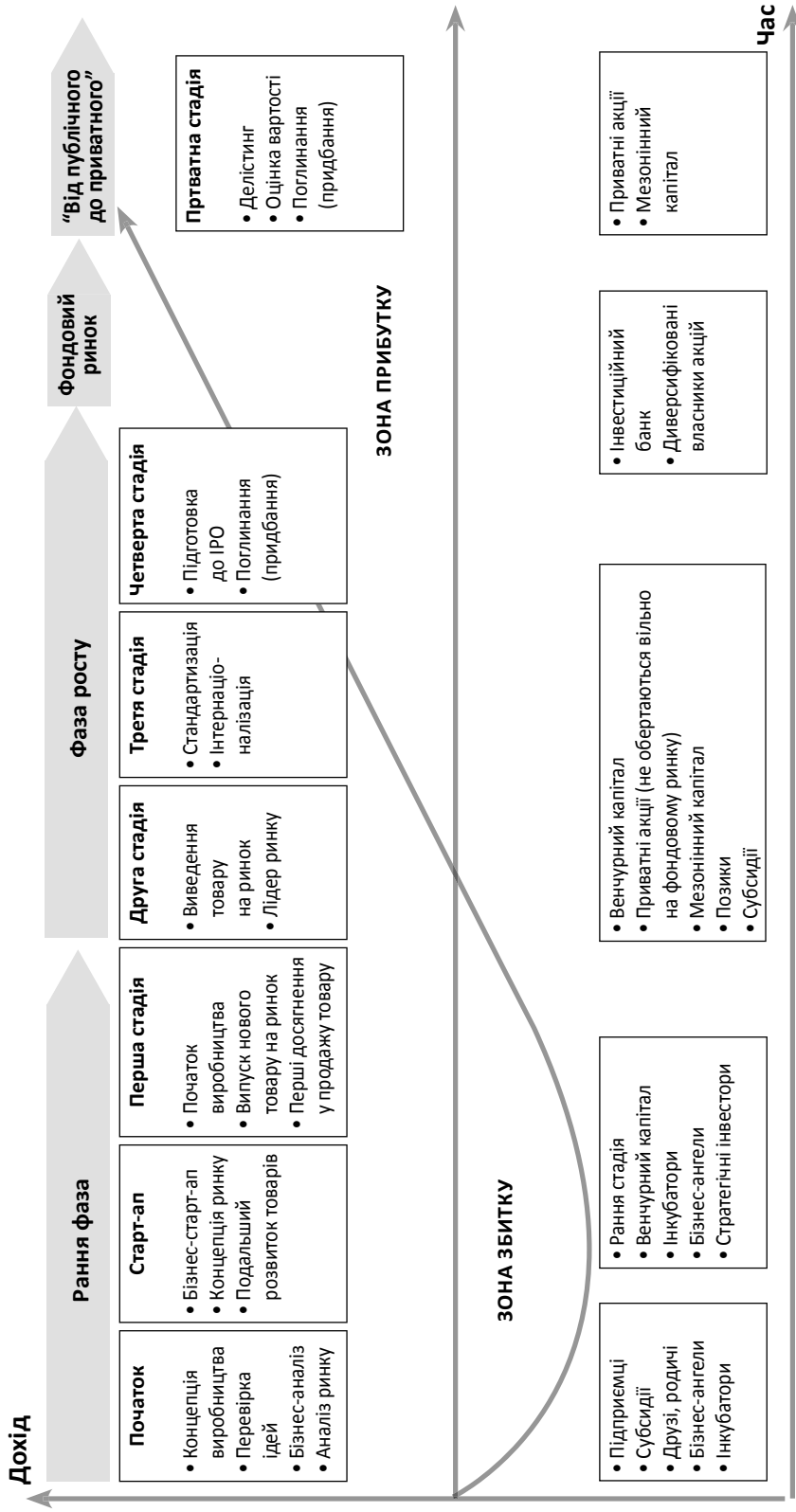


Рисунок. Фази розвитку компанії та використання фінансових інструментів

Джерело: Natusch, I. Mezzanine Method of Financing / I. Natusch // Interim International Round Table Talks. – 2003. – 23 Oct. – P. 11 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.brsi.de/pdfs/Mezzanine_Finanzierungsformen_engl.pdf.

Обсяги залучення капіталу з використанням комбінованих видів фінансування становлять досить значну частку в обсязі капіталу, залученого інноваційно активними компаніями в світі. У 2008 р. обсяг ресурсів, зосереджених в мезонінних фондах, перевищив 40 млрд дол.⁴, а обсяг реалізованих операцій з надання КФ у 2007 р., за даними Dealogic, дорівнював 37,6 млрд дол.⁵ Слід зазначити, що географічний ринок КФ розвинутий вкрай нерівномірно й основними його гравцями на сьогодні є США та Західна Європа. За даними Standard&Poor's, у країнах Західної Європи частка КФ у 2008 р. становила 14,2 % загального обсягу фінансування, проте ще в 2007 р. обсяг КФ дорівнював 5,8 %.

В ЄС комбіноване фінансування набуває дедалі більшого розвитку, але все ж таки не настільки розвинуте, як класичні різновиди — боргове фінансування та акціонування. При цьому розвиток КФ стимулюється на рівні держави, що свідчить про його велике значення. На сайті Європейської Комісії⁶ опубліковано звіт про результати круглого столу між банками та підприємствами малого та середнього бізнесу (МСП), присвяченому питанню розвитку КФ. У звіті сформульовано рекомендації для країн — членів ЄС, що можуть сприяти поширенню КФ. Зокрема, вони зводяться до таких напрямів:

- сприяння розширенню ринку КФ через створення державних та напівдержавних фондів КФ;
- перегляд податкового законодавства з метою усунення перешкод у наданні КФ для МСП прямо (наприклад, через бізнес-ангелів) чи опосередковано (через інвестиційні фонди). А також рекомендовано зробити оподаткування різних форм фінансування (зокрема гібридного) нейтральним (у ряді держав — членів ЄС виплата відсотків за деякими видами КФ оподатковується податком (Німеччина, Нідерланди та Великобританія));
- розроблення прозорих критеріїв класифікації КФ, що може сприяти МСП у виборі потрібного виду КФ;
- розроблення програм державними фінансовими установами, що можуть покращити доступ компаній до джерел КФ;
- сприяння розвитку сек'юрітизації кредитів МСП;
- розроблення та впровадження банками та банківськими асоціаціями інформаційних програм, що інформували б МСП про інноваційні інструменти фінансування, такі як КФ, та особливості і переваги їх використання.

⁴ *Moyer D. Mezzanine loans may relieve credit crunch woes by / D. Moyer, C. T. Cardinale // Washington Business Journal. — 2009. — 30 Jan. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://washigton.bizjournals.com/washington/stories/2009/02/02/story11.html>.*

⁵ *Kalsi S. Mezzanine resurfaces in tight credit environment / S. Kalsi // Financier Worldwide. — 2008. — May.*

⁶ *European Commission. Roundtable between Bankers and SMEs. Mezzanine Financing : Final Report [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1065.*

Досить важко отримати достовірні дані про обсяг ринку КФ у ЄС. Основна причина полягає в тому, що визначення КФ відрізняється в різних державах – членах ЄС. Окрім того, не всі операції з КФ є зареєстрованими: наприклад, рівень негласної участі досить важко виміряти.

Як правило, в країнах ЄС розвиток КФ розглядається у розрізі трьох рівнів МСП, кожному з яких притаманний відповідний рівень надійності та потреби у капіталі: низького (рейтинг – В- і нижче; обсяг залучення КФ – до 250 тис. євро), середнього (від В- до ВВВ; від 250 тис. до 2 млн євро) та високого (ВВВ+ та вище; від 2 млн євро). У різних країнах ЄС передбачено програми розвитку КФ для МСП відповідного рівня.

КФ високого рівня МСП використовується здебільшого для поліпшення структури балансу, передачі прав власності, передачі бізнесу за спадковістю або розширення компанії. У таких випадках КФ часто надається у комбінації з кредитом та/або акціонуванням. Основним фактором розвитку у цьому випадку є зростання кількості угод викупу контрольного пакета акцій, злиттів та поглинань тощо.

Традиційними постачальниками КФ для МСП середнього рівня в Європі є неформальні інвестори, наприклад, бізнес-ангели⁷. Розрізняють дві основні цільові групи КФ серед МСП середнього рівня: МСП, які прагнуть до подальшого розширення, та МСП, що функціонують тривалий час на ринку та потребують планової зміни власників. Деякі регіональні стимулювальні банки намагаються розширити ринок цього фінансового продукту для підприємств з меншими потребами у капіталі. Прикладом такого підходу може слугувати Північна Рейн-Вестфалія в Німеччині, де група постачальників КФ надає капітал МСП середнього рівня за підтримки регіональної фінансової установи German Landesbanken, а також програма Mezzanine-Kapital für den Mittelstand від регіонального банку Nord/LB у північній частині Німеччини⁸. Основними цілями цих фінансових установ є зміцнення регіональної економіки через фінансування амбіційних планів надійних компаній, які бажають розширити свою діяльність в регіоні.

Capital for Work and Investment є схемою KfW Mittelstandban⁹, що пропонує субординовані позики для надійних МСП, які функціонують на ринку довше п'яти років. Позики надаються під різні відсотки залежно від кредитного рейтингу компанії.

Схожі ініціативи підтримки надання КФ МСП середнього рівня є і в інших державних фінансових установах. Так, багато членів Мережі євро-

⁷ Бізнес-ангел – приватний інвестор, що вкладає гроші в інноваційні проекти (старт-апи) на етапі створення підприємства в обмін на повернення вкладень та частку в капіталі (зазвичай блокуючий пакет, а не контрольний).

⁸ Фонд пропонує КФ в обсягах від 500 тис. до 7 млн євро для підприємств з кредитним рейтингом ВВ і вище.

⁹ Capital for Work and Investment Program. KfW Mittelstandbank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.kfw-mittelstandsbank.de/EN_Home.

пейських фінансових інституцій (NEFI)¹⁰ для МСП досить активні в цій галузі. Прикладом ініціативи надання КФ через приватні банки є програма Innovation Development Contract від OSEO. Спеціалізовані фонди також стають активнішими у сегменті середнього рівня МСП. Вони зосереджуються на специфічних групах МСП, наприклад, фонд FIDEME, що забезпечує субординованими позиками французькі компанії сфери відновлювальної енергетики¹¹.

Фінансові інструменти програми Competitiveness&Innovation, розрахованої на 2007—2013 рр., мають за мету допомогти МСП в отриманні доступу до КФ через Фонд гарантій для МСП (SME Guarantee Facility). Гарантії для інвестиційних фондів у МСП включають інвестиції регіональних фондів, що забезпечують початковим капіталом та/або капіталом на етапі старт-апу, а також фондів КФ, щоб зменшити труднощі, з якими стикаються МСП через їх слабку фінансову структуру, а також тих, що виникають у процесі передачі власності. Цей фонд покриватиме частину ризиків фінансових посередників.

Надання КФ для групи МСП низького рівня нерідко здійснюється через державну підтримку. Постачальниками КФ для МСП низького рівня можуть бути державні банки розвитку, агенції розвитку або інвестиційні компанії (наприклад, Rabo bank Eindhoven-Veldhoven¹² у Нідерландах, що інвестує в старт-апи компаній з інноваційними й якісними товарами та послугами), що можуть виступати гарантантами в угодах. У таких випадках фінансування часто здійснюється у поєднанні з регулярним наданням кредитів та додатковою підтримкою, такою як консультації та навчання з метою стимулювання розвитку цих компаній та створення важелів впливу. Прикладом надання КФ приватною, але неприбутковою організацією, є німецький Mittelstandische Beteiligungsgesellschaften (MBG)¹³, що забезпечує пасивну участь з привабливими відсотками. Triodos Bank, що діє у Великобританії, Голландії, Бельгії та ще деяких економічно розвинутих країнах, забезпечує КФ підприємств цієї групи, що є соціально відповідальними, та стійкий розвиток навколишнього природного середовища. Одним із способів стимуляції надання КФ приватними інвесторами є зменшення ризиків для інвестора через розроблення різних програм гарантій. Наприклад, Austrian promotion agency AWS пропонує гарантії для інвесторів, що покривають приблизно 50 % їх капіталів.

¹⁰ Партнерами NEFI для МСП є ALMI (Швеція), AWS (Австрія), OSEO/BDPME (Франція), Finnvera (Фінляндія), Hipoteku Banka (Латвія), ICO (Іспанія), KfW Bankengruppe (Німеччина), MCC (Італія), MFB (Угорщина), SNCI (Люксембург), SZRB (Словаччина) та Encouragement Bank of Bulgaria (Болгарія).

¹¹ French Environment та Energy Management Agency (ADEME) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ademe.fr>.

¹² Rabobank Innovation Capital Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.raboparticipaties.nl>.

¹³ Mittelstandische Beteiligungsgesellschaften (MBG) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bvk-ev.de/privateequity.php>.

Державні фінансові інституції на регіональних рівнях також розширюють свою присутність на ринку КФ. Кілька років тому 20 таких установ, що функціонують у дев'яти країнах – членах ЄС, запустили мережевий проект FinNetSME, щоб покращити фінансування МСП низького рівня¹⁴. У деяких випадках КФ пропонують регіональні та місцеві державні фінансові установи, профінансовані урядом.

Слід зауважити, що МСП низького та середнього рівня разом становлять більшість МСП у Європі. Так званий процес зменшення розмірів (забезпечення менших обсягів КФ для низькорейтингових МСП), як очікується, поширюватиметься й надалі в міру того, як розвивається ринок КФ, а позичальники стають дедалі обізнанішими у цьому виді фінансування.

Обсяг угод КФ в Центральній і Східній Європі (ЦСЄ) останніми роками також постійно зростає. Однак великий вплив на нього мали наслідки світової фінансової кризи. Значне зниження ліквідності на ринках негативно вплинуло на кількість позикових операцій в регіоні. Як наслідок, відбулося скорочення чисельності постачальників КФ в країнах ЦСЄ. Але, незважаючи на це, на думку експертів¹⁵, ринок КФ відновиться досить швидко, беручи до уваги переваги цього регіону, які є значними, як і раніше: низькі затрати, велика потреба в інвестиціях, кваліфікована робоча сила тощо.

Найпривабливішими для інвесторів серед країн ЦСЄ залишаються Польща, Чехія, Словаччина і Румунія, що пов'язано з розмірами та стійкістю їх економік¹⁶. Менш привабливими є Росія, Україна, Угорщина та країни Балтії, де глибина рецесії і нестабільність економіки переважають високий потенціал можливого зростання. Щодо галузей, то найпривабливішими є харчова промисловість, зв'язок, будівництво, охорона здоров'я, альтернативні джерела енергії та інфраструктура. Циклічні підприємства, які найбільш схильні до спаду, такі як роздрібна торгівля і важкі виробництва, є менш привабливими.

В Україні КФ є нововведенням, але його розвиток міг би суттєво розширити позикові можливості у разі обмежень на залучення акціонерного капіталу. Потенційними постачальниками КФ в Україні можуть бути іноземні комерційні та інвестиційні банки, міжнаціональні фінансові інститути, фонди мезонінного фінансування (з 2008 р. в Україні працює фонд Mezzanine Management Central Europe¹⁷), фонди приватних інвестицій, фонди венчурного капіталу, українські банки тощо.

¹⁴ Багато членів цього проекту забезпечують КФ для підприємств і NRW.Bank (Німеччина, Північна Рейн-Вестфалія) є одним з них.

¹⁵ *Robinson A. D. Fundamental of Mezzanine Finance / A. D. Robinson, I. Fert, M. A. Brod // Practical Law. – 2010. – June. – P. 61 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.stblaw.com/content/publications/pub1004.pdf>.*

¹⁶ *Scott-Priestley C. Mezzanine Finance in Central and Eastern Europe / C. Scott-Priestley // Financier. International Mergers&Acquisitions. – 2009. – № 10. – P. 2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ssd.com/website/pdf/private_equity/Private_Equity_Alert_Mezzanine_Finance_in_Central_&_Eastern_Europe_102009.pdf.*

¹⁷ Mezzanine Management Central Europe (ММСЕ) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mezzmanagement.com>.

Серед основних причин, через які КФ поки що не застосовується в Україні та які стримують його розвиток, можна назвати незнання головних характеристик цього виду фінансування; слабку урегульованість питання про випуск та обіг інструментів КФ на законодавчому рівні, зокрема, відсутність понять “гібридні цінні папери” та “мезонінне фінансування” в українському законодавстві¹⁸; високі вимоги до фінансової звітності та необхідність стабільних cash-flows; недостатнє знання галузей, що фінансуються, юридичних та податкових питань; недостатні навички фінансового моделювання; відсутність досвіду проведення подібних операцій тощо.

Але, незважаючи на згадані проблеми, на сьогодні склалися об’єктивні передумови для розвитку КФ в Україні:

- розвинутість банківської системи (саме банки можуть стати головними постачальниками такого капіталу на початку його розвитку в Україні, враховуючи, що КФ має переваги для цих суб’єктів фінансового ринку);
- велика потреба в інвестиційному капіталі і нерозвинутість альтернативних джерел фінансування. Хоча КФ може бути лише додатковим у фінансуванні проекту, покращання структури капіталу компанії при його залученні також сприятиме збільшенню обсягів позикових ресурсів;
- наявність значної кількості великих підприємств, які в найближчому майбутньому можуть розпочати вихід на IPO.

Комбіноване фінансування, через його нерозвинутість в Україні і пов’язану з цим високу вартість витрат на підготовку та здійснення операцій з його надання, підходить насамперед для великих підприємств, що перебувають на рівні розроблення стратегій виходу на нові вершини бізнесу: стадії пре-IPO, здійснення операцій M&A, реалізації великих, капіталомісних проектів. За оцінками експертів, потреба в капіталі для проектів, розрахованих на КФ, має становити не менше 2 млн дол., а прибутковість такого проекту – не менше 10 млн дол. Але, аналізуючи світовий досвід використання КФ, можна стверджувати, що, у міру розвитку такого ринку капіталу, воно може бути застосоване і для компаній середнього класу в ширших інвестиційних цілях. Саме така тенденція спостерігається зараз у США та країнах Західної Європи, де КФ поширюється в середовищі компаній малого та середнього бізнесу, хоча треба враховувати відмінності в

¹⁸ У законодавстві закріпленими є тільки терміни “похідні цінні папери” та “конвертація”, які можна розглядати в контексті передумов для появи на фондовому ринку України гібридних інструментів. Дещо краще це питання врегульовано для банків. У Законі України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000 № 2121-III у ст. 30 серед складових додаткового капіталу банку згадуються також “гібридні капітальні інструменти” і далі визначаються критерії, яким вони мають відповідати. У цій же статті серед складових додаткового капіталу банку називається також і субординований борг, що визначається як “звичайні незабезпечені боргові капітальні інструменти, які за умовою договору не можуть бути заборані з банку раніше 5 років, а у випадку банкрутства чи ліквідації повертаються інвестору після погашення претензій всіх інших кредиторів”.

класифікації розміру підприємств в ЄС порівняно з вітчизняним законодавством¹⁹.

З одного боку, КФ відкриває перспективу вітчизняним підприємствам для залучення капіталу, коли збільшення первинного кредитування вже неможливе, зокрема у разі вичерпання заставної бази та обмеження здійснення вливань акціонерного капіталу, наприклад, у зв'язку з небажанням розпорошення власності. З другого боку, застосовувати КФ, враховуючи його дорожнечу порівняно з традиційними формами кредитування, доцільно в тих випадках, коли в період його використання з'являється можливість суттєво підвищити вартість компанії.

КФ може бути використане на загальні корпоративні потреби (реструктуризація, покращання показників забезпеченості капіталом), фінансування придбання різних об'єктів, проектне фінансування, фінансування на стадії, що передує ІРО, у комбінації з корпоративними кредитами для компаній середнього розміру, приватні та венчурні інвестиції, випуск цінних паперів, що забезпечені активами ("securitization"). При цьому у застосуванні КФ немає галузевих обмежень: видобуток корисних копалин, інфраструктура, нерухомість, промисловість, роздрібний продаж тощо.

Враховуючи нижчу вартість КФ порівняно з акціонерним капіталом та можливість віднесення відсотків за ним на собівартість продукції як за боргового фінансування, використання КФ може покращити структуру балансу підприємства та знизити середньозважену вартість капіталу (WACC), а також підвищити рентабельність власного капіталу та збільшити суму прибутку, що можна продемонструвати на невеликому прикладі. Наведені нижче три випадки (табл. 2) ілюструють перехід від традиційної структури капіталу компанії (Випадок 1) до ефективнішої через невелику рекапіталізацію (Випадок 2) типової компанії з боргами, а далі знову через рекапіталізацію оптимізується структура з використанням високого ступеня кредитного плеча (Випадок 3)²⁰.

Розвиток видів КФ матиме переваги не тільки для підприємств, а й для постачальників капіталу за такими схемами. Зокрема, це дасть змогу банкам

¹⁹ Згідно з законодавством ЄС до класу середніх компаній відносяться компанії з персоналом менше 250 осіб, максимальним річним оборотом менше 50 млн євро та активами балансу не більше 43 млн євро. До малих компаній належать компанії з персоналом менше 50 осіб, максимальним річним оборотом менше 10 млн євро та активами балансу не більше 10 млн євро. Для порівняння: в Україні до категорії малих підприємств (незалежно від форми власності) входять підприємства, в яких середньооблікова чисельність працюючих за рік не перевищує 50 осіб, а обсяг валового доходу від реалізації продукції за рік не перевищує 70 млн грн. Середніми підприємствами визнаються підприємства, в яких середньооблікова чисельність працюючих за рік не перевищує 1000 осіб, а обсяг валового доходу від реалізації продукції за рік не перевищує суму, еквівалентну 5 млн євро за середньорічним курсом НБУ.

²⁰ *Silbernagel C. Mezzanine Finance / C. Silbernagel, D. Vaitkunas // Bond Capital. – 2010. – June. – P. 5 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bondcapital.ca/media/pdf/Bond_Capital_Mezzanine_Finance.pdf.*

**Вартість капіталу та рентабельність власного капіталу
за різної структури капіталу компанії**

	Випадок 1. Традиційний	Випадок 2. Типовий борг	Випадок 3. Високий леверидж
Структура капіталу	100 % акціонерного капіталу	50 % акціонерного та 50 % боргового капіталу	20 % акціонерного, 60 % боргового та 20 % комбінованого капіталу
Середньозважена вартість капіталу (WACC), %	35	19	11
Рентабельність власного капіталу, %	12	21	40

розширити клієнтську базу за рахунок компаній, що не мають можливості надавати необхідний для традиційних видів кредитування обсяг майнового забезпечення. Також використання інструментів КФ знижує ризик фінансових втрат у разі банкрутства позичальника через пріоритетніший статус учасника проекту порівняно зі звичайними акціонерами. До того ж КФ передбачає можливість нагляду за результатами освоєння залучених ресурсів та надання відповідних консультацій з боку спеціалістів компанії-постачальника капіталу при виникненні проблем у реалізації проекту. Договором може також передбачатися можливість введення у раду директорів власного представника. У будь-якому разі використання інструментів КФ сприяє виконанню вимог Базеля II, що є важливим як для іноземних банків, що функціонують в Україні, так і для вітчизняних.

Отже, враховуючи катастрофічну нестачу ресурсів для оновлення матеріально-технічної бази та впровадження інновацій на українських підприємствах, КФ може стати досить перспективним видом фінансування інвестиційної діяльності вітчизняних компаній у найближчому майбутньому. Використання субординованих кредитів, кредитів з правом участі у прибутку компанії, негласної участі, привілейованих акцій та конвертованих облігацій у схемах фінансування може забезпечити не тільки кількісне зростання обсягів фінансування інвестиційної діяльності, а й перехід його на якісно новий рівень. Безперечно, переваги цього виду фінансування є істотним стимулом для впровадження та розвитку інструментів КФ в Україні. Першим кроком у сприянні розвитку видів КФ має стати урегульованість проведення угод з надання такого фінансування на законодавчому рівні. З часом необхідно створити спеціальні фонди як приватні, так і за державної участі, які постачатимуть капітал на умовах КФ.