

ситуації, стану використання природного, виробничого, трудового потенціалу, результатах оцінювання досягнутого рівня розвитку економіки й соціальної сфери та з урахуванням впливу політичних, економічних та інших факторів й очікуваних тенденцій зміни впливу цих факторів у майбутньому.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Барський Ю.М. Стимулювання соціально орієнтованого розвитку економіки регіону за посередництвом фінансових інструментів / Ю.М. Барський // Наука молода: зб. наук. пр. – Тернопіль: ТНЕУ, 2011. – Вип. 15/16. – С. 20–24.
2. Бюджетна підтримка та податкове стимулювання національної економіки України: [монографія] / за заг. ред. Л.Л. Тарангул; Нац. ун-т ДПС України. – Ірпінь; К.: Фенікс, 2012. – 532 с.
3. Луніна І.О. Державні фінанси України та їх вплив на економічний розвиток / І.О. Луніна, О.В. Короткевич. – К.: Ін-т екон. прогнозування НАНУ, 2000. – 432 с.
4. Британська Н.Н. Нерівномірність фінансового розвитку регіонів та шляхи подолання дисбалансів / Н.Н. Британська [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://rusnauka.com/12\\_KPSN\\_2010/Economics/63310.doc.htm](http://rusnauka.com/12_KPSN_2010/Economics/63310.doc.htm)
5. Боронос В.Г. Фінансові інструменти регулювання процесу реалізації екологічної політики розвитку регіону / В.Г. Боронос, І.В. Карпенко, Д.В. Леус // Механізм регулювання економіки. – 2012. – № 4. – С. 139–146.
6. Гура Я.В. Інструменти стимулювання сталого розвитку регіонів України / Я.В. Гура // Науковий вісник Академії муніципального управління. Серія «Управління». – 2012. – Вип. 3. – С. 324–331.
7. Ставнича М.М. Використання бюджетних інструментів у світовій практиці регулювання регіонального розвитку / М.М. Ставнича // Економіка та держава. – 2009. – № 2. – С. 36–38.
8. Сергієнко Л.К. Вплив бюджетно-податкової політики на соціально-економічний розвиток держави / Л.К. Сергієнко // Вісник ЖДТУ. – 2010. – № 3 (53). – С. 342–345.
9. Галась О.І. Внутрішні інвестиції як стабілізаційний інструмент економічного розвитку держави / О.І. Галась, Д.Б. Круцяк // Академічний огляд. – 2010. – № 1 (32). – С. 115–119.
10. Соболева Г.Г. Розробка моделі організаційно-правового поля формування і реалізації регіональної стратегії соціально-економічного розвитку / Г.Г. Соболева // Економіка і регіон. – 2009. – № 2 (21). – С. 49–53.

УДК 658

**Павловський С.В.**

*здобувач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу  
Київського національного економічного університету  
імені Вадима Гетьмана*

### ФІНАНСУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ У ПЕРІОД ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ: АЛЬТЕРНАТИВНІ РІШЕННЯ

В умовах фінансової кризи, класичні інструменти залучення фінансових ресурсів для підприємств здебільшого є недоступними через високі ризики фінансування та непомірні витрати на капітал. У статті розглянуто низку актуальних питань, пов'язаних з обґрунтуванням альтернативних джерел антикризового фінансування.

**Ключові слова:** антикризове фінансування, витрати на капітал, мезонінний капітал, краудфандинг, краудінвестинг.

#### **Павловський С.В. ФИНАНСИРОВАНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ В ПЕРИОД ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА: АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ РЕШЕНИЯ**

В условиях финансового кризиса, классические инструменты привлечения финансовых ресурсов для предприятий в основном недоступны из-за высоких рисков финансирования и непомерных затрат на капитал. В статье рассмотрен ряд актуальных вопросов, связанных с обоснованием альтернативных источников антикризисного финансирования.

**Ключевые слова:** антикризисное финансирование, затраты на капитал, мезонинный капитал, краудфандинг, краудинвестинг.

#### **Pavlovsky S.V. THE BUSINESS FINANCE DURING THE FINANCIAL CRISIS: ALTERNATIVE SOLUTIONS**

Under conditions of financial crisis, in most cases classical instruments of engaging financial resources for enterprises are inaccessible because of the high risks of financing and unreasonable costs for capital. A number of current issues related to the grounds of the alternative sources of the anti-crisis financing were discussed in the article.

**Keywords:** anti-crisis financing, expenses involved in capital, mezzanine capital, crowdfunding, crowdinvesting.

**Постановка проблеми.** Не потребує доведення та обставина, що в період кризи пріоритетним завданням фінансового менеджменту підприємства є залучення капіталу. Фінансові ресурси необхідні, з одного боку, для покращання (відновлення) ліквідності підприємств, а з іншого – для реалізації антикризових заходів стратегічного характеру. Однак антикризове фінансування супроводжується цілою низкою проблем: по-перше, не готовністю капіталодавців фінансувати антикризові проекти через підвищені ризики; по-друге, завищеними вимогами інвесторів та кредиторів щодо доходності вкладень у підприємства, які знаходяться в кризі; по-третє, невідповідністю діючого нормативно-правового забезпечення діяльності підприємств вимогам «нової економіки».

З огляду на окреслені проблеми, традиційні схеми фінансування підприємств у разі їх фінансової кризи здебільшого не діють. Один із варіантів вирішення питання антикризового фінансування лежить у площині викликів, які висувуються «ною економікою» [1]. Мова йде про застосування схем та технологій альтернативного фінансування, які є продуктом інформаційно-комунікаційних технологій. Серед можливих альтернативних рішень можна розглядати інструменти мезонінного та краудфандингового фінансування антикризових проектів. У глобальному вимірі зазначені інноваційні моделі фінансування підприємств набувають все більшого поширення.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретико-методичному обґрунтуванню мезонінного та краудфандингового фінансування присвячено низку

праць як зарубіжних, так і вітчизняних науковців. Так, можливості використання зазначених методів для фінансування інноваційних проектів чи проектів «стартап» досліджені в працях І. Васильчук, Ю. Петрушенка, О. Дудкіна, А. Швінбахера, Б. Ларралда, І. Кравчука. Водночас питання використання згаданих новітніх фінансових інструментів для фінансування антикризових проектів залишаються поза увагою дослідників та не висвітлено у науково-практичній літературі.

**Мета статті** полягає у дослідженні інноваційних фінансових технологій мезонінного фінансування та крудфандингу в контексті можливості їх використання для фінансування підприємств, що знаходяться в кризі.

**Вклад основного матеріалу дослідження.** До традиційних інструментів залучення зовнішніх джерел фінансування антикризових заходів можна віднести залучення додаткових (або реструктуризація існуючих) банківських та комерційних кредитів, внески власників на збільшення статутного чи додаткового капіталу в комбінації із санацією балансу (метод двоступінчастої санації). Як зазначалося, високі ризики своїм наслідком мають завищені вимоги капіталодавців до доходності антикризових проектів. Відтак, ставка витрат на капітал підприємств, що знаходяться в кризі, виявляється надзвичайно високою. Для українських підприємств ситуація ускладнюється тим, що в результаті макроекономічної кризи надто завищеними є базові параметри, які впливають на витрати на капітал: локальна безризикова (базова) ставка та премія за ризик укладень на відповідному ринку. У такій ситуації у менеджменту підприємств залишаються обмежені можливості впливу на здешевлення ставки витрат на капітал. Має місце замкнене коло: для фінансування антикризових заходів слід залучити ресурси, однак цього не можна зробити через високі ризики та обмеження нормативно-правового характеру. Одним зі способів подолання означеної проблеми є узгодження на рівні підприємств та капіталодавців інноваційних технологій, які б дали змогу зменшити ризики фінансування та залучити кошти для реалізації антикризових проектів. Іншою передумовою надання додаткових коштів є готовність усіх інших стейкхолдерів (персонал, співвласників, менеджмент, інших кредиторів) брати участь у реалізації антикризової програми. Ключовий принцип антикризового фінансування має полягати у рівномірному розподілі ризиків між усіма зацікавленими сторонами.

Для заповнення певних прогалів у теоретико-методичному забезпеченні залучення зовнішніх джерел фінансування антикризових заходів дослідимо специфічні інструменти фінансування підприємств, які, за виконання певних умов, дають змогу зменшити ризики для капіталодавців та мобілізувати капітал для здійснення антикризових проектів на особливих умовах. У цьому контексті мова може йти про так звані гібридні (або мезонінні) інструменти фінансування та краудфандинг. Під мезонінним фінансуванням (*Mezzanine Financing*) розуміють проміжний рівень фінансування між позичковим і власним капіталом. Мезонінне фінансування у науково-практичній літературі позначається також як гібрид боргового та дольового (акціонерного) фінансування. Аналіз відповідної літератури засвідчує відсутність уніфікованої дефініції мезонінного капіталу. В окремих вітчизняних джерелах ця форма фінансування позначається як «проміжне фінансування». Здебільшого мова йде про комплекс гібридних інструментів форму-

вання капіталу подвійного походження, які за своїми характеристиками знаходяться на межі власного та позиченого капіталу [2, с. 170–171]. Найбільш відомими інструментами мезонінного фінансування є своп «борг – власність», партисипативні кредити, субординовані кредити, привілейовані акції, конвертовані облигації, права участі в прибутках. У разі мезонінного фінансування капіталодавці несуть підвищені ризики порівняно з борговим фінансуванням, однак нижчий рівень ризиків порівняно з традиційним придбанням корпоративних прав.

Слід зазначити, що мезонінне фінансування відноситься до новітніх інструментів залучення капіталу і лише набуває поширення у міжнародній практиці фінансового менеджменту. Так, відповідно до результатів дослідження компанії KPMG, у Швейцарії для забезпечення ліквідності більшість підприємств вдаються до реалізації такого комплексу фінансових заходів: 72% – оптимізують оборотні активи; 32% – активно використовують кредиторську заборгованість; 17% – залучають додаткові кредити; 8% – збільшують статутний та власний капітал; 2% – використовують інструменти мезонінного фінансування [3]. В Україні інструменти мезонінного фінансування практично не використовуються.

У контексті дослідження економічної сутності мезонінного фінансування варто звернути увагу, що окремі вітчизняні автори прив'язують мезонінний капітал до певних цілей чи об'єктів фінансування. Так, О.В. Люта, Н.Г. Пігуль, Н.А. Дехтяр визначають, що під мезонінним фінансуванням слід розуміти форму фінансового забезпечення, що передбачає поєднання боргового фінансування та фінансування на умовах участі у власному капіталі підприємства з метою реалізації інноваційних проектів суб'єкта господарювання [4]. Водночас аналіз світової практики мезонінного фінансування дає змогу стверджувати, що мезонінні інструменти використовуються для фінансування ризикових проектів. Однак ці проекти можуть бути пов'язані з антикризовими заходами, інноваційними чи венчурними проектами. Таким чином, спірною є дефініція, відповідно до якої мезонінний капітал розглядається виключно у взаємозв'язку з фінансуванням інноваційних проектів.

Незважаючи на те що мезонінне фінансування у кінцевому підсумку передбачає збільшення власного капіталу, інвестори при цьому не вкладають кошти безпосередньо у статутний капітал чи інші позиції власного капіталу. Здебільшого кошти спочатку надаються на умовах позики, однак одночасно інвестор отримує право придбати корпоративні права на заздалегідь визначених умовах. Іншими словами, капіталодавці не заходять у статутний капітал підприємств одразу, а надають ресурси через інструменти боргового фінансування з одночасним отриманням опціону на право придбання певної частки корпоративних прав (акцій) у майбутньому наперед визначених умовах. Преференції інвесторів за мезонінного фінансування забезпечуються через певні переваги при розподілі ліквідаційної виручки (у разі гіпотетичного банкрутства об'єкта фінансування) та завдяки опціонному праву на придбання корпоративних прав (отримання прибутку) у майбутньому. Основні типи преференцій, які отримують капіталодавці, вдаючись до мезонінного фінансування можна класифікувати таким чином:

- переважні права (або опціони) на придбання корпоративних прав;
- право конвертувати позики (облигації або інші боргові інструменти) у власний капітал;

- право на участь у майбутньому збільшенні статутного капіталу;
- преміальні виплати у разі погашення мезонінних боргових інструментів.

Аналіз світових тенденцій фінансування засвідчує, що раніше мезонінне фінансування використовувалося лише крупними транснаціональними корпораціями. Однак останнім часом в усе більшою мірою до зазначених інструментів вдаються також середні за обсягами діяльності підприємства. Це зумовлено тим, що в результаті запровадження досить рестриктивних вимог щодо кредитування, які передбачені Базелем II, багато підприємств зазнають певних складнощів при залученні кредитних ресурсів. З іншого боку, власники малих та середніх підприємств не завжди мають у своєму розпорядженні достатні ресурси для фінансування розвитку власними силами. Згідно з дослідженням консультаційно-аудиторської мережі PWC, близько 20% усіх зобов'язань підприємств у розвинених країнах Європи та Північної Америки складають зобов'язання, які виникли в результаті мезонінного фінансування [5]. У табл. 1 наведено ключові відмінності між позиченим, власним та мезонінним капіталом.

У теорії і практиці розрізняють мезонінний власний капітал (*Equity Mezzanine*) та мезонінний борговий капітал (*Debt Mezzanine*). У першому випадку збільшується власний капітал підприємства, у другому – позичений. Позичений мезонінний капітал може формуватися в результаті отримання позик від співвласників підприємства. Зазвичай надання мезонінного боргового капіталу є першим етапом мезонінного фінансування. Мезонінний власний капітал виникає у разі, коли генерованих підприємством грошових потоків не вистачає для обслуговування мезонінного боргу. Тоді вступає в дію опціон, який дає право на придбання певної кількості корпоративних прав за визначеною ціною та у визначений період. Разом із тим є низка інструментів мезонінного фінансування, у результаті використання яких одразу збільшується власний капітал. Прикладом таких інструментів є привілейовані акції.

Типовим інструментом формування мезонінного власного капіталу в разі антикризового управління

є операція трансформації боргових вимог у корпоративні права (*Debt-Equity-Swap*). Так, за неможливості погасити кредити, отримані під заставу корпоративних прав, може бути здійснена операція трансформації боргових вимог у корпоративні права. Кредитор (наприклад, банк) при цьому перетворюється у співвласника підприємства-боржника, а рівень заборгованості останнього зменшується. Корпоративні права, які передаються кредитору в рамках трансформації боргу у власність, можуть бути передані іншими співвласниками боржника, викуплені самим підприємством або бути емітованими у результаті збільшення статутного капіталу. Слід урахувати, що ця операція не призводить до покращання платоспроможності боржника, оскільки надходження ліквідних ресурсів не здійснюється. Операція пов'язана зі значними ризиками для кредитора, оскільки в разі банкрутства боржника його «внески» у власний капітал будуть погашатися в останню чергу. Із точки зору кредитора, головною метою трансформації вимог у власність є не володіння підприємством-боржником, а пошук адекватних інструментів повернення своїх вимог. Зауважимо, що операція трансформації боргу у власність з економічної точки зору є логічною та виправданою, однак потребує серйозної правової експертизи, оскільки в юридичному плані є досить контроверсійною.

Мезонінний борговий капітал формується на основі використання інструментів, що мають субординовану природу. Зокрема, не потребують додаткового кредитного забезпечення та мають довгостроковий характер (як правило від 5 до 10 років). Такі інструменти дають їх держателям додаткові права, наприклад, на участь у прибутках, на придбання певної кількості звичайних акцій у майбутньому. Типовими інструментами формування мезонінного боргового капіталу є конвертовані облигації, облигації з варантами. До інструментів боргового мезонінного фінансування слід віднести також і операцію випуску облигацій із метою переведення зобов'язань підприємства в облигації. Так, згідно з Положенням про порядок здійснення емісії облигацій підприємств та їх обігу [6], акціонерні товариства можуть здійснити емісію облигацій для переведення своїх зобов'язань в облигації.

Таблиця 1

Відмінності між власним, позиченим та мезонінним капіталом

Критерії	Власний капітал	Мезонінний капітал	Позичений капітал
Цілі капіталодавців	Приріст вартості вкладень та забезпечення контролю над компанією	Повернення початкових вкладень та забезпечення необхідного рівня їх доходності	Повернення тіла кредиту та відсотків у повному обсязі
Відповідальність капіталодавців	Відповідальність щонайменше в обсязі вкладень у статутний капітал підприємства	Лише в обсязі, що вже конвертовано у власний капітал (конвертовані облигації)	Відповідальність відсутня
Участь у розподілі прибутку	Пропорційно до частки корпоративних прав	Залежить від фінансових результатів	Величина відсотків не залежить від фінансових результатів підприємства
Участь в активах	Пропорційно до частки корпоративних прав	Участь у прирості вартості ( <i>Equity Kicker</i> ), опціони на облигації	Вимоги обмежуються номінальною величиною кредиту та відсотків по ньому
Участь в управлінні	Право голосу та контролю	Можливе право голосу та контролю, однак носить формальний характер	Виключено
Часові рамки володіння	Необмежені	Обмежені	Обмежені
Забезпечення	Відсутнє	Відсутнє	Кредитне забезпечення
Вплив на ліквідність підприємства	Не фіксований, лише у разі розподілу прибутку	Можуть бути як фіксовані виплати, так і виплати, залежні від рівня прибутку	Фіксовані виплати відсотків та основної суми боргу
Податкове навантаження	Оподаткування прибутку	Залежно від способу виплати: фіксовані проценти чи прив'язка до прибутку	Фіксовані проценти відносяться на витрати підприємства



Важливим є те, що емісія облігацій для переведення зобов'язань товариства може бути здійснена за умови отримання письмової згоди кредиторів, зобов'язання перед якими будуть переведені в облігації. Для переведення зобов'язань в облігації приймається рішення про закриті (приватне) розміщення облігацій. Причому таке рішення приймається лише за умови відсутності мораторію на задоволення вимог кредиторів або якщо це переведення зобов'язань передбачено планом санації. Загальна номінальна вартість випуску облігацій має бути не більша від розміру зобов'язань товариства, на переведення яких в облігації дали згоду його кредитори. За своїм економічним змістом описана форма мезонінного фінансування є способом реструктуризації заборгованості підприємства-боржника перед кредиторами.

Ключовими питаннями, з якими слід визначитися, приймаючи рішення про залучення зовнішніх джерел фінансування антикризових заходів, є доступність відповідних джерел та їх вартість. Теоретичні та емпіричні дослідження підтверджують, що за відсутності фінансової кризи ціна залучення власного капіталу підприємства є вищою, ніж відсотки на позичковий капітал. Це зумовлено тим, що статус співвласника підприємства є більш ризиковим, ніж статус кредитора [7, с. 165–183]. Водночас у разі антикризового фінансування за рахунок ресурсів діючих співвласників ціна залучення власного капіталу здебільшого є нижчою, ніж ціна залучення позичкового капіталу. Це пояснюється підвищеними ризиками кредитування підприємств, що знаходяться у фінансовій кризі, з одного боку, та особливостями фінансування антикризових проектів співвласниками боржника – з іншого. У разі фінансової кризи у співвласників підприємства залишається вибір: або погоджуватися на ліквідацію і отримати частину ліквідаційної виручки за залишковим принципом, або ж брати участь у фінансуванні санації для того, щоб зберегти вкладений у підприємство капітал. Головний мотив участі співвласників у фінансуванні антикризових заходів полягає не у множенні свого капіталу, а в його збереженні. Таким чином, вони погоджуються на мінімальну плату за капітал, вкладений у підприємство, незважаючи на високий рівень ризиків.

У разі залучення сторонніх інвесторів, у тому числі у результаті корпоративної реструктуризації (реорганізації) боржника, нові співвласники здійснюють придбання корпоративних прав здебільшого за заниженою ціною. Відповідні рішення приймаються з метою реалізації потенціалу вартості, який міститься в прихованих резервах. У результаті таких операцій підприємство-боржник несе досить високі витрати на залучення власного капіталу, а також підвищений ризик розмивання корпоративних прав та власності. У разі використання мезонінних інструментів ціна фінансових ресурсів є децю вищою, ніж ціна класичного позичкового капіталу. Це пояснюється тим, що капіталодавці виступають одночасно в двох іпостасях: кредитора та інвестора (співвласника). За відсутності кредитного забезпечення оференти мезонінного капіталу зазнають вищих ризиків, ніж звичайні кредитори, а тому вимагатимуть вищу премію за ризик. Водночас власники мезонінного капіталу є більш захищеними порівняно зі звичайними власниками, оскільки в разі невдалої реалізації антикризової стратегії вони завжди можуть скористатися своїм статусом кредитора, маючи більш високий пріоритет порівняно із власниками і разі ліквідації компанії.

З іншого боку, співвласники підприємства та саме підприємство зазнають менших витрат у разі обслуговування мезонінного капіталу порівняно з витратами на власний капітал. Мезонінні зобов'язання можна виконати через викуп іншими співвласниками опціонів на купівлю корпоративних прав та погашення мезонінного кредиту самим підприємством. У будь-якому разі це є дешевшим за витрати, пов'язані з обслуговуванням додатково залученого власного капіталу, або ж витратами на зворотній викуп додатково емітованих корпоративних прав. За реалізації схем мезонінного фінансування мінімальним є також розмивання вартості корпоративних прав. Окрім того, сплата винагороди за користування мезонінним капіталом у переважній своїй частині відноситься до складу фінансових витрат, тобто зменшує об'єкт оподаткування податком на прибуток. Завдяки виникненню податкового щита підприємства отримують економію на податкових платежах, що в цілому знижує витрати на залучення цього типу капіталу.

За нашими оцінками, цільова дохідність мезонінного капіталу (наприклад, мезонінних фондів) в Україні може знаходитися в інтервалі між ціною боргового фінансування (20–25%) та доходністю фондів приватних інвестицій (private-equity) – 45–50% і становитиме близько 30–40% у національній валюті України. На ринках економічно розвинених країн витрати на залучення коштів за допомогою стандартних мезонінних продуктів складають близько 7,5–10%. У разі ж використання індивідуальних продуктів витрати на мезонінний капітал коливаються в межах 10–25% (залежно від наближеності капіталу до власного чи позикового) [2, с. 183–184]. Таким чином, можна зробити висновок, що витрати на залучення мезонінного капіталу підприємствами, які знаходяться в кризі, є вищими, ніж у разі залучення класичних комерційних чи фінансових позик, вищими, ніж у разі додаткового фінансування підприємства існуючими власниками, та нижчими за витрати на капітал у разі прямих інвестицій із боку нових інвесторів. Виходячи з природи гібридного фінансування, можна сформулювати таку закономірність: чим ближче інструмент мезонінного фінансування до інструментів залучення позичкового капіталу, тим менший ризик та нижча дохідність, і навпаки, чим ближче відповідний інструмент до власного капіталу, тим більш ризиковим та прибутковим він буде. На нашу думку, ідеальним із точки зору підприємства, що залучає кошти, є мезонінний капітал, який відповідає таким умовам:

- призводить до збільшення частки власного капіталу (а отже, зменшує фінансові ризики підприємства);
- величина відсотків за його користування залежить від фінансових результатів;
- сплачені відсотки відносяться на фінансові витрати та зменшують об'єкт оподаткування;
- «мезонінодавці» не втручаються у фінансово-господарську діяльність та в процесі управління підприємством.

Більшість дослідників виокремлюють такі основні причини, що стримують розвиток мезонінного фінансування в Україні: нерегульованість юридичних питань щодо обігу інструментів мезонінного фінансування, недостатність інформації щодо специфіки функціонування галузей, що потребують даного виду фінансування, відсутність досвіду проведення подібних операцій [4]. Цей перелік доцільно доповнити недостатнім рівнем прозорості підприємств, для яких доцільно залучати мезонінний капітал, та

невмотивованістю потенційних оферентів капіталу. Йдеться про недоліки в антикризовій фінансовій комунікації. Крім того, невірешним залишається питання нормативно-правового забезпечення функціонування мезонінних фондів.

Серед можливих альтернатив до класичного фінансування підприємств, що знаходяться в кризі, можна розглядати також краудфандинг (від англ. *crowdfunding* – колективне, суспільне фінансування). Фінансові інструменти краудфандингу значною мірою є подібними (і відносяться) до мезонінного фінансування, однак схеми залучення коштів дещо різняться. Ідея класичного краудфандинга полягає в об'єднанні значної кількості інвесторів для фінансування певного проекту. Враховуючи стадію стрімкого розвитку краудфандингу, більшість його дефініцій є або надто узагальненими або ж ураховують лише окремі аспекти цього явища. Так, одне з перших визначень краудфандингу знаходимо в праці А. Швінбахера та Б. Ларралда, які інтерпретують це поняття як організований на Інтернет-платформі відкритий конкурс, спрямований на збір фінансових ресурсів шляхом пожертвувань або ж в обмін на різні форми винагороди, та(або) прав голосу щодо підтримки ініціатив для досягнення певних цілей [8]. За визначенням І. Васильчук, краудфандинг – це інноваційна фінансова послуга, головною ідеєю якої ґрунтується на співпраці у формі колективного фінансування ризикових проектів заради досягнення визначених специфічних цілей (фінансових чи нефінансових) або без розрахунку на вигоду у формі пожертви чи спонсорства, або з розрахунком на нефінансову чи фінансову вигоду, що здійснюється шляхом формування пулу капіталу, який надходить у незначних сумах від значної невизначеної кількості осіб на основі відкритого конкурсу за допомогою Інтернет-технологій [9]. Діапазон цілей фінансування в рамках краудфандингу є досить широким: від благодійного колективного збору коштів на лікування дітей до мобілізації коштів для реалізації інноваційних проектів на підприємствах із метою отримання прибутку. Розвиток краудфандингу став можливим завдяки поширенню комунікаційних інструментів та Інтернет-технологій. Колективний збір коштів здійснюється на певній Інтернет-платформі (*Online-Crowdfunding-Portal*), яка виступає свого роду фінансовим посередником у процесі краудфандингу. Найвідомішими прикладами таких платформ є Kickstarter, Indiegogo, Seedmatch, Companisto, Investment, betterplace.org, crowdfunder, zencap. В Україні досить поширеною є краудфандинг-платформа «Велика ідея».

У науково-практичній літературі виокремлюють здебільшого чотири схеми (моделі) краудфандингу [9]:

- благодійні внески (*Donation-based Crowdfunding*) без будь-яких зобов'язань із боку отримувача коштів;
- краудфандинг, заснований на натуральній винагороді (*Reward-based Crowdfunding*), – інвестори отримують від підприємства винагороду в немонетарній формі, наприклад безоплатній рекламі, безкоштовних квитках, першочерговому отриманні готової продукції тощо;

- краудфандинг, заснований на борговому капіталі (*Lending-based Crowdfunding*), – капіталодавці надають кошти на умовах позики і в разі успішності проекту отримують ресурси назад разом із процентами;

- краудфандинг, заснований на інвестиційному капіталі (*Equity-based Crowdfunding*, *Crowdinvesting*), – інвестори надають кошти підпри-

емству на умовах участі у власному капіталі. Можливою є також гібридна модель краудфандингу.

За перших двох моделей капіталодавці не очікують раціональних з економічної точки зору зустрічних послуг. Водночас дві останні моделі приносять капіталодавцям значно вищі обсяги винагороди, ніж існуючі очікування, що мають місце на ринку капіталів. Остання форма краудфандингу позначається також як краудінвестинг. Вона вважається найризикованішою, однак і найбільш перспективною, оскільки дає змогу залучити дрібних інвесторів, що репрезентують середній клас, до фінансування інвестиційних проектів. Незважаючи на те що краудфандинг асоціюється передусім із колективним фінансуванням певних соціальних проектів, цю модель мобілізації коштів можна з успіхом використовувати для фінансування різного роду проектів у бізнесі, зокрема антикризових проектів. У результаті узагальнення досліджень сутності та функцій краудфандингу, що згадуються у різних науково-практичних джерелах, наведемо авторське бачення функцій цього виду фінансових послуг:

- функція мобілізації незначних за обсягом капіталів та залучення їх в інвестиційні процеси;
- функція диверсифікації капіталодавців для фінансування проекту;
- функція селекції інвестиційних проектів за критерієм соціально-економічної значимості напрямів витрат;
- функції виявлення кола зацікавлених осіб (таргет-стейкхолдерів) у фінансуванні релевантних проектів;
- функція пом'якшення принципал-агент конфліктів та зниження трансакційних витрат, а відтак, витрат на капітал.

Найпоширенішими інструментами залучення коштів у рамках краудфандингу є партисипативні кредити та субординовані позики. В обох випадках у разі банкрутства підприємства заборгованість кредиторів, які володіють зазначеними інструментами, погашається після вимог поточних та конкурсних кредиторів. Різниця між зазначеними інструментами полягає у формі винагороди за їх володіння. У випадку партисипативних кредитів винагорода кредитора прив'язана до фінансових результатів підприємства. За субординованих позик встановлюється фіксована ставка відсотка. Обидва інструменти характеризуються вищим рівнем ризику порівняно з облігаціями чи стандартними банківськими позиками. Незважаючи на те що в балансі підприємства-емітента залучені кошти відносяться до складу позиченого капіталу, з точки зору рейтингових агенцій та банків зазначені інструменти (непрямо) покращують структуру капіталу та кредитоспроможність підприємств.

У контексті антикризового фінансування з використанням інструментів краудфандингу можна розглядати фінансування проектів із перебудовання екологічно небезпечних підприємств за межі крупних населених пунктів, проектів із упровадження екологічних технологій на хімічних підприємствах, проектів із фінансової санації містоутворюючих підприємств та ін. Схеми та об'єкти фінансування можуть бути самими різними: від спільного фінансування стейкхолдерами проектів санації важливого постачальника сировини (напіфабрикатів) до збору коштів для фінансування новостворених у результаті поділу крупного підприємства господарських одиниць. Краудфандингове фінансування антикризових проектів окремих підприємств носиме інвестиційний характер і має передбачати отримання певної (прямої чи непрямої)

вигоди для оферентів капіталу. Коло зацікавлених інвесторів, окрім того, може включати всіх стейкхолдерів підприємства. Із цією метою пропонується створення краудфандингової платформи «Фінансування антикризових бізнес-проектів». Дью-ділідженс та експертиза санаційної спроможності відповідних проектів має проводитися організатором краудфандингової платформи або ж на його замовлення.

З вищевикладеного випливає, що краудфандинг є специфічним видом фінансових послуг. Для запобігання зловживанню краудфандинговими схемами мобілізації коштів, підвищення рівня захищеності як капіталодавців, так і кінцевих бенефіціарів коштів (власників ідей) необхідним є державне регулювання цього сегменту послуг. Передусім слід розробити та прийняти законодавчий акт, який би регулював фінансові відносини, пов'язані з краудфандингом, зменшив би високий потенціал шахрайства за використання відповідних моделей фінансування. Закон має містити інструменти захисту дрібних інвесторів від укладення коштів у необґрунтовані, недобросовісні та нетранспарентні проекти. Для цього слід передбачити норми щодо:

1) регламентування порядку участі у краудфандингових проектах фандерів – фізичних осіб, у тому числі:

– визначення максимальної межі вкладень одного інвестора (фізичної особи), що здійснюються в рамках краудфандингу (наприклад, не більше трикратного розміру середньомісячних доходів);

– самодекларування: надання фандером інформації краудфандинговій платформі щодо джерел доходів та розміру його статків;

– встановлення мінімального рівня місячних доходів, що дають змогу бути фандером;

2) регламентування порядку участі у проектах фандерів – юридичних осіб;

3) функціонування краудфандингових платформ як фінансових посередників на ринку краудфандингу;

4) оприлюднення актуальної інформації про проекти, що фінансуються через краудфандинг. Проспект до проекту має містити вичерпний опис продукту, в який пропонується вкладати кошти;

5) застереження щодо ризиків, які можуть призвести до повної втрати фандерами своїх внесків, а також неотримання очікуваних прибутків;

Із метою мотивації інвесторів та кредиторів у фінансуванні антикризових на умовах мезоніну чи краудфандингу необхідно розробити та презентувати перед потенційними капіталодавцями концепцію фінансового оздоровлення та майбутню модель підприємства. Завдяки якій розробленій концепції та плану санації, які завірені санаційним аудитом, має бути зменшена інформаційна асиметрія між капіталодавцями та об'єктом санації, а також знижено рівень трансакційних витрат.

**Висновки.** До числа альтернативних до традиційних форм антикризового фінансування можна віднести мезонінне та краудфандингове фінансування. Мезонінне фінансування дає змогу збалансувати ризики окремих форм залучення ресурсів, а краудфандинг – залучити максимальне число дрібних інвесторів, які зацікавлені в подальшому функціонуванні підприємства. Як і будь-яке інше рішення щодо фінансування ризикових проектів, рішення щодо краудфандингу чи надання мезонінного капі-

талу має ґрунтуватися або на результатах санаційного аудиту або ж на основі дью-ділідженсу.

Для технічної реалізації ідеї мезонінного фінансування найкращим способом є заснування мезонінних фондів із широким залученням до цього процесу банків та страхових компаній. Поряд із мезонінними фондами мезонінний капітал може надаватися також банками у вигляді мезонінних кредитів. Зазначені кредити можна віднести до інноваційних банківських продуктів із високим рівнем доходності та ризику.

Альтернативним інструментом залучення капіталу для фінансування антикризових заходів є краудфандинг. Йдеться про краудфандинг, заснований на борговому капіталі (капіталодавці надають кошти на умовах позики і в разі успішності проекту отримують ресурси назад разом з процентами) та краудфандинг, заснований на інвестиційному капіталі (краудінвестинг) – інвестори надають кошти підприємству на умовах участі у власному капіталі. До основних функцій краудфандингу слід віднести такі: мобілізація незначних за обсягом капіталів та залучення їх у інвестиційні процеси; диверсифікація капіталодавців; селекція інвестиційних проектів; виявлення кола таргет-стейкхолдерів, зацікавлених у фінансуванні релевантних проектів; функція пом'якшення принципал-агент конфліктів та зниження трансакційних витрат. Краудфандинг дасть змогу залучити стейкхолдерів підприємств та дрібних інвесторів до фінансування антикризових проектів. Для практичної реалізації краудфандингових та мезонінних схем фінансування необхідним є прийняття нормативно-правових актів, які урегулювали б фінансові відносини у відповідних сферах.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Терещенко О.О. Антикризовий фінансовий менеджмент – вимога «нової економіки» / О.О. Терещенко // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 9. – С. 25–33.
2. Wöhe G., Bilstein J., Ernst D., Häcker J. Grundzüge der Unternehmensfinanzierung. 10., überarbeitete und erweiterte Auflage / G.Wöhe, J. Bilstein, D. Ernst D, J. Häcker – München: Vahlen, 2009. – P. 170–171.
3. KPMG: Restrukturierungs studie 2015. Електронний ресурс. – Режим доступу: <https://kpmg.ch/restructuring>.
4. Люта О.В. Мезонінний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку підприємства / О.В. Люта, Н.Г. Пігуль, Н.А. Дехтяр // Інноваційний розвиток економіки: процеси та явища: [монографія]; за ред. В.Я. Швеця, М.С. Пашкевич. – Дніпропетровськ: НГУ, 2013. – С. 353–361.
5. Fälligkeit Standard-Mezzanin // Herausgegeben von PwC AG, 2011. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.pwc.de/de\\_DE/de/finanzierung/assets/PwC-MezzaninStudie\\_2011.pdf](http://www.pwc.de/de_DE/de/finanzierung/assets/PwC-MezzaninStudie_2011.pdf).
6. Положення про порядок здійснення емісії облігацій підприємств та їх обігу, затверджене Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17.07.2003 р. № 322 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0706-03/print1377538214973862>.
7. Терещенко О.О. Фінансовий контролінг / О.О. Терещенко, Н.Д. Бабяк. – К.: КНЕУ, 2013. – 407 с.
8. Schwienbacher A., Larralde B. Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. SSRN Electronic Journal. – 2010. – papers.ssrn.com. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID1699183\\_code301672.pdf](http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1699183_code301672.pdf).
9. Васильчук І.П. Краудфандинг як феномен постіндустріальної економіки / І.П. Васильчук // Ефективна економіка. – 2013. – № 11 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2500&p=1>.