

УДК 347.19+336.63

Ю. В. Хорт

### ЕФЕКТИВНІСТЬ РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙ ФОНДІВ ПРЯМИХ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНСЬКІ БАНКИ

На сьогодні ефективним способом фінансування високотехнологічних, а останнім часом і фінансових установ виступають фонди прямих інвестицій (private equity funds) [1]<sup>1</sup>. Специфіка їх діяльності полягає в тому, що вони вкладають капітал у компанію, оптимізують її менеджмент, щоб через 5–7 років продати компанію за вартістю, яка в декілька разів є вищою від вкладеного в неї капіталу.

В Україні інвестування фондів прямих інвестицій у фінансові установи є відносно новим напрямом. Воно отримало свій розвиток у середині 2000-х рр., проте за відносно короткий проміжок часу змогло досягти істотного підйому; хоча рівень розвитку українського ринку фондів прямих інвестицій у банківські установи досить складно порівнювати із закордонним, особливо американським, що є батьківщиною вказаних фондів.

Після фінансової кризи 2008 р., яка насамперед є кризою банківської системи, увага законодавців була прикута до відновлення платоспроможності банків та підвищення їхньої ліквідності. Водночас можливості інших банків та урядів надати всім проблемним банкам фінансову підтримку в необхідному їм обсязі є обмеженими.

Українські банки намагаються позбутися проблемних активів шляхом їх продажу колекторським компаніям. У світовій практиці поширеними є ще два способи рятування неплатоспроможних банків: придбання фондами прямих інвестицій проблемних активів банків та/або частки участі в їхньому капіталі. Український уряд здійснив певні кроки, спрямовані на звільнення банків від проблемних активів за допомогою залучення капіталу фондів прямих інвестицій: наприкінці 2011 р. стартував спеціальний пілотний проект [2].

Що стосується придбання фондами прямих інвестицій частки участі в капіталі банків, то після фінансової кризи в розвинених країнах розпочався перегляд законодавчого регулювання (зокрема, в США) у напрямі його лібералізації з метою залучення інвестицій фондів прямих інвестицій до банківських установ, натомість в Україні було введено регуляторні обмеження, які істотно їм перешкоджають. Виникає питання: наскільки виправданим є таке регулювання?

Незважаючи на актуальність вказаної проблематики, у зарубіжній літературі існує всього декілька академічних досліджень, а саме професорів Ф. Мартіна (2010 р.) та Р. Таммеро (2011 р.), які аналізували проблеми інвестицій фондів прямих інвестицій у неплатоспроможні американські банки [3; 4], а в Україні подібні дослідження взагалі не проводилися (за винятком декількох публікацій у юридичній пресі).

Мета статті – надати правову оцінку ефективності чинного регулювання інвестування фондів прямих інвестицій у банківські установи України в контексті міжнародного досвіду.

<sup>1</sup>В Україні фонд прямих інвестицій може бути створено лише в організаційно-правовій формі венчурного фонду. Термінологічно більш правильним є вживання терміна «фонд прямих інвестицій» (private equity fund) щодо інвестицій у фінансові установи.

Нещодавно до українського банківського законодавства було внесено низку змін, які істотно обмежують інвестиції фондів прямих інвестицій у банківські установи. Так, спочатку Законом України «Про внесення змін до деяких законів щодо регулювання діяльності банків» № 3024 від 16 червня 2011 р. було внесено зміни, які заборонили інститутам спільного інвестування придбавати акції банків. Однак під тиском венчурної індустрії України згодом вказане регулювання було дещо пом'якшено. Законом України «Про інститути спільного інвестування» № 5080-VI від 5 липня 2012 р. передбачалася можливість придбання участі в банку, що не є істотною, а саме не більше 10% (ч. 4 ст. 14, ч. 1 ст. 34 Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. № 2121-III), що у свою чергу значно обмежує можливість фондів прямих інвестицій у їх ефективному управлінні банками.

Мотивацією запровадження вищезазначених обмежень було забезпечення прозорості банківської системи, а саме доступності даних про реальних власників банківських установ. Як зазначає В. Пасочник, саме «туманність» структури власності українських банків, активне кредитування компаній, пов'язаних з акціонерами, призвели до нагромадження в системі токсичних активів на десятки мільярдів гривень і до банкрутства низки установ [5].

Якщо звернутися до зарубіжного досвіду щодо аналізованого питання, то, наприклад, законодавством США теж передбачено обмеження на інвестування фондів прямих інвестицій у фінансові установи, однак мета такого регулювання є зовсім іншою, порівняно з українським законодавством. Обмеження американського федерального банківського законодавства обумовлюється специфікою банківської системи США, яка передбачає відокремлення банківської діяльності від комерційної. Фактично така політика спрямовувалася на попередження привнесення системного ризику в банківський сектор. Закон США «Про банківські холдингові компанії» має намір забезпечити умови для здійснення компаніями безпечним та належним чином контролю в банківських операціях, а також умови, необхідні для забезпечення фінансової стабільності та управлінської компетенції [6]. Тому багато уваги приділяється саме визначенню поняття «контроль», під яким розуміють таке: а) пряме чи непряме володіння або тримання голосуючих акцій (одноосібно чи разом з іншими інвесторами) у розмірі більше 25%; б) можливість призначення більшості директорів фінансової установи; в) можливість здійснення контрольного впливу на управління чи внутрішню політику фінансової установи (§ 1467a(a)(2) Закону США «Про банківські холдингові компанії»).

Якщо фонд прямих інвестицій отримує контроль над фінансовою установою, то він підлягає низці суттєвих обмежень, установлених Федеральним резервним банком, зокрема обмеження на леведріж та угоди з пов'язаними особами; зобов'язання гарантувати план відновлення капіталу, якщо банк стає недостатньо капіталізованим; підвищений нагляд із боку Федерального резервного банку; обов'язкове отримання дозволу на придбання контрольного пакету акцій як фінансової, так і нефінансової установи з боку Федерального резервного банку; фонди прямих інвестицій, які контролюють фінансові установи, є відповідальними за зобов'язання фінансової установи в певних випадках [7].

У зв'язку з тим, що після фінансової кризи 2008 р. істотно збільшилася кількість фінансових установ, які перебували в тяжкому фінансовому становищі,

Федеральний резервний банк здійснив низку кроків із реформування банківського регулювання з метою залучення інвестицій до банківського сектора. Так, зокрема, було переглянуто поняття «контроль», що міститься в Законі США «Про банківські холдингові компанії». Федеральний резервний банк збільшив відсоток акцій банку до 33% (за умови, що не більше 15% із них є голосуючими), який фонд прямих інвестицій може набувати без кваліфікації такого придбання, як встановлення контролю над банком, та, відповідно, на такого акціонера не будуть поширюватися всі обмеження, пов'язані з його набуттям [6, с. 2].

Незважаючи на певну лібералізацію поняття банківського контролю, Програмний акт з акціонерних інвестицій у неплатоспроможні банки (2010 р.) містить низку обмежень на інвестиції фондів прямих інвестицій. Зокрема, передбачається детальне розкриття інформації про фонд прямих інвестицій, інвесторів фонду та всіх юридичних осіб, що знаходяться в його власності, включаючи розмір фонду, його диверсифікацію, прибутки, бізнес-план та менеджмент; встановлюються збільшені вимоги щодо капіталізації таких фондів; забороняються будь-які кредити банку фондам прямих інвестицій, їхнім афілійованим особам та будь-яким компаніям цих фондів, а також зобов'язання відчужувати чи іншим чином здійснювати переведення цінних паперів банку протягом трьох років.

На сьогодні відбувається гостра дискусія щодо доцільності покладення вказаних обмежень. Деякі коментатори підтримують таке регулювання у вищезазначеному Програмному акті, стверджуючи, що фонди прямих інвестицій є дуже ризиковими інвесторами, які намагаються вилучити максимальні прибутки за відносно короткий проміжок часу [8, с. 7]. Однак у декількох паралельних дослідженнях такі вчені, як С. Каплан та П. Стрьомберг (2009 р.) [9], Н. Бейкон, М. Райт та інші (2012 р.) [10], а також Дж. Харфорд та А. Коласінські (2014 р.) [11], проаналізувавши дані щорічних звітів компаній та оглядів уряду щодо розвитку тієї чи іншої індустрії, не знайшли доказів, що фонди прямих інвестицій створюють короткострокові прибутки за рахунок довгострокових. До того ж фонди прямих інвестицій працюють краще, ніж публічні ринки капіталу. Випереджальна динаміка фондів прямих інвестицій протягом усього строку їх функціонування в середньому становить 27% (порівняно з 20% публічних ринків капіталу) та перевищує останні більше ніж на 3% щорічно [12]. Я підтримую точку зору тих коментаторів, які зазначають, що регулювання не повинне істотно перешкоджати притоку інвестицій до банків, та обмеження на їх здійснення мають бути частково переглянуті [8, с. 7].

Проведений аналіз показує такі відмінності між регулюванням інвестицій фондів прямих інвестицій у банківські установи України та США: 1) менш суворий характер регулювання в США, порівняно з Україною: якщо в США покладаються обмеження щодо діяльності фондів прямих інвестицій у випадку встановлення їхнього контролю над банками, то в Україні повністю забороняється встановлення такого контролю; 2) різна мета такого регулювання: забезпечення прозорості структури власності банків (Україна) та відмежування банківської діяльності від комерційної (США), остання є такою, що склалася історично.

У країнах ЄС прямі обмеження на інвестування фондів прямих інвестицій у банківські установи відсутні, адже європейська банківська система є універсальною

та не передбачає відмежування банківської діяльності від комерційної. Забезпечення ж прозорості банківської системи покладено на такі механізми, як розкриття інформації про власників придбаного пакету акцій (Директива 2004/109/ЄС «Про гармонізацію вимог до прозорості щодо інформації про емітентів, цінні папери яких допускаються до торгів на регульованих ринках»).

У Російській Федерації проводиться розмежування між інвестуванням фондів прямих інвестицій та венчурних фондів у банківські установи, де останнім воно прямо забороняється (адже їх основною метою є інвестування в інноваційні об'єкти), а щодо перших жодних обмежень немає [13]. З метою забезпечення прозорості фінансової системи встановлено, що придбання більше 1% акцій вимагає повідомлення Центрального банку Російської Федерації, придбання ж більше 10% акцій вимагає його попереднього чи наступного погодження [14].

Безперечно, держава має спрямовувати всі свої зусилля на забезпечення прозорості структури власності банків. Однак вважаю, що покладення існуючих обмежень на інвестування фондів прямих інвестицій до банківських установ не є виправданими із цієї причини.

По-перше, інвестування фондів прямих інвестицій у банківські установи є вигідним однаковим чином для обох із них.

Українським банківським установам вкрай необхідні кошти інвесторів. Згідно з даними НБУ за останні 10 років із державного реєстру було виключено 67 банків, за якими було завершено процедуру ліквідації (ще 10 установ було ліквідовано в результаті реорганізації). Нині на стадії ліквідації перебувають 23 установи, причиною чого є погіршення фінансових показників [15]. Деякі банки вдалося б зберегти, якщо можна було б своєчасно знайти необхідні інвестиції для відновлення їх фінансового становища.

Перевага інвесторів-фондів прямих інвестицій для банківських установ, порівняно з іншими, полягає в тому, що вони привносять до придбаних компаній не лише капітал, а й досвід управління; однак його можливо реалізувати в повному обсязі лише за наявності контролю над компанією, тому законодавець не повинен перешкоджати його отриманню фондами прямих інвестицій.

Фонди прямих інвестицій як в Україні, так і за кордоном, зацікавлені в інвестиціях до банківських установ. За даними УАІБ станом на 2011 р. 178 інститутів спільного інвестування тримають у своїх портфелях акції 27 банків загальною балансовою вартістю близько 500 млн грн [15]. Якщо звернутися до світової статистики, то в період з 2008 р. по 2012 р. фонди прямих інвестицій інвестували мільярди доларів у більше ніж 60 фінансових установ (згідно з даними Dealogic). Як повідомляє відоме видання The Wall Street Journal, фонди прямих інвестицій, які вклали кошти в період фінансової кризи, отримали значні прибутки, у низці випадків вони збільшили їхні кошти вдвічі. До найбільш успішних придбань прав участі в банках за кордоном за останні роки належать Boston Private Financial Holdings Inc., Bank United Inc., Webster Financial Corp [17]. До успішних портфелів проданої частки участі в банках України фондами прямих інвестицій належать Platinum Bank, ProCredit Bank та інші.

По-друге, покладення надто суворих обмежень на інвестиції фондів прямих інвестицій до банківських установ порушує баланс між захистом публічного інтересу та задоволенням потреб банків у капіталі на користь першого.

По-третє, транзакційні витрати (transaction costs) такого регулювання є вагомими. На сьогодні обмеження джерел інвестування до банківських установ України є особливо небезпечним, коли значна їх кількість перебуває в скрутному фінансовому становищі внаслідок фінансової кризи 2008 р. Водночас існує низка інших, не менш ефективних, шляхів забезпечення прозорості банківської системи, зокрема вдосконалення системи обміну інформацією між регуляторами, а також між НБУ та депозитаріями [16].

На підставі вищевикладеного я пропоную переглянути існуючу систему регулювання інвестицій фондів прямих інвестицій до банківських установ України в напрямі її лібералізації. Якщо фонд прямих інвестицій має намір встановити контроль над банківською установою, у цьому випадку має бути підвищено нагляд та контроль із боку Національного банку України з метою гарантування надійного захисту інвесторів банків. Вважаю, що в такий спосіб можна було б забезпечити банківський сектор у необхідних інвестиціях та досвіді фондів прямих інвестицій, а гарантування прозорості банківської системи має бути покладено на інші механізми.

### Література

1. Хорт Ю. Проблеми класифікації інститутів спільного інвестування за законодавством України / Ю. Хорт // Актуальні питання правової теорії та практики : матеріали міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 11–12 жовтня 2013 р.). – Херсон : Гельветика, 2013. – С. 113–114.
2. Гончарук М. Спасение банков от стресса / М. Гончарук // ДеньгиUA [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://dengi.ua/blog1012661.html>.
3. Martin F. Private Equity Investment in Failed Banks: Appropriate Investors Welcome / F. Martin // North Carolina Banking Institute Journal. – 2010. – Vol. 14. – P. 403–433.
4. Tammero R. Private Equity Investment in Failed Banks: Controlling Risks to the Federal Safety Net / R. Tammero // Journal of Business and Securities Law. – 2011. – № 11. – P. 53–85.
5. Пасочник В. Банківська система: на шляху до прозорості / В. Пасочник // Дзеркало тижня. – 2011. – № 30. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/bankivska\\_sistema\\_na\\_shlyahu\\_do\\_prozorosti.html](http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/bankivska_sistema_na_shlyahu_do_prozorosti.html).
6. Policy statement of Federal Reserve Bank on equity investments in banks and bank holding companies from September 23, 2008 (12 C.F.R. § 225.144) // The Federal Reserve [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20080922b1.pdf>.
7. Peter G. Private Equity Investments in Financial Institutions / G. Peter // Hunton & Williams Newsletter. – 2009. – № 4. – P. 4–14. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.hunton.com/files/News/6e12925c-d007-465d-b51d-3741769fe524/Presentation/NewsAttachment/c5e67173-40d9-44f8-8dc6118e974e6703/private\\_equity\\_investments\\_in\\_financial\\_institutions\\_alert.pdf](http://www.hunton.com/files/News/6e12925c-d007-465d-b51d-3741769fe524/Presentation/NewsAttachment/c5e67173-40d9-44f8-8dc6118e974e6703/private_equity_investments_in_financial_institutions_alert.pdf).
8. Final Statement of Policy on Qualifications for Failed Bank Acquisitions of Federal Deposit Insurance Corporation // Federal Deposit Insurance Corporation [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.fdic.gov/news/board/Aug26no2.pdf>.
9. Kaplan S. Leveraged buyouts and private equity // S. Kaplan, P. Stromberg // Journal of Economic Perspectives. – 2009. – № 23. – P. 121–146.
10. Bacon N. The Impact of Private Equity on Management Practices in European Buyouts: Short-termism and Anglo American Effects / N. Bacon, M. Wright, M. Meuleman // Industrial Relations: A Journal of Economy and Society. – 2012. – Vol. 51. – Issue Supplement s 1. – P. 605–626.
11. Harford J. Do private equity returns result from wealth transfers and short-termism? Evidence from a comprehensive sample of large buyouts / J. Harford, A. Kolasinski // Management Science. – 2014. – Vol. 60. – Issue 4. – P. 888–902.
12. Robert S. Private Equity Performance: What Do We Know? / S. Robert, H. Jenkinson, S. Kaplan // Chicago Booth. – 2013. – № 11–44. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstract\\_id=1932316##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?Abstract_id=1932316##).
13. Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов : Приказ ФСФР РФ от 28 декабря 2010 г. № 10-79/пз-н (ред. от 31 мая 2011 г.) // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. – 2011. – № 18. – С. 17–20.

14. О порядке принятия Банком России решения о государственной регистрации кредитных организаций и выдаче лицензий на осуществление банковских операций (с изменениями и дополнениями): Инструкция Банка России от 2 апреля 2010 г. № 135-И (пункты 5.1 и 5.4) // Вестник Банка России. – 2010. – № 23. – С. 10–15.

15. Скільки банків збанкрутує в Україні найближчим часом // ВКурсе [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://vkurse.ua/ua/business/obankrotitsya-v-ukraine-v-blizhayshee-vremya.html>.

16. Кириченко О. ІСІ вивели з банків / О. Кириченко // FINANCE.UA [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/~2/10/all/2011/06/30/243485>.

17. Sidel R. Private-Equity Investors Take Profits on Bank Stakes Buyout Shops Cash In on Purchases Made During Financial Crisis / R. Sidel // The Wall Street Journal. – 2013. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887324144304578621873670138056>.

### Анотація

**Хорт Ю. В. Ефективність регулювання інвестицій фондів прямих інвестицій в українські банки.** – Стаття.

У статті надається правова оцінка ефективності регуляторних обмежень, покладених на інвестиції фондів прямих інвестицій до банківських установ України. Автором пропонується їх суттєво спростити з метою забезпечення потреб банків у капіталі.

*Ключові слова:* венчурний фонд, фонд прямих інвестицій, банк, фінансові установи, інвестиції.

### Аннотация

**Хорт Ю. В. Эффективность регулирования инвестиций фондов прямых инвестиций в украинские банки.** – Статья.

В статье даётся правовая оценка эффективности ограничений, положенных на инвестиции фондов прямых инвестиций в банки Украины. Автором предлагается их существенно упростить с целью удовлетворения потребностей банков в капитале.

*Ключевые слова:* венчурный фонд, фонд прямых инвестиций, банк, финансовые учреждения, инвестиции.

### Summary

**Khort J. V. Effectiveness of private equity investments' regulation in the Ukrainian banks.** – Article.

Regulatory limitations put on private equity investments in the Ukrainian banks are analyzed in this article. The author proposes to simplify them significantly in order to satisfy needs of banks in capital.

*Key words:* venture fund, private equity fund, bank, financial institutions, investment.

УДК 347.672:341.954

*Т. С. Хороша*

## ПОНЯТТЯ КОЛІЗІЙНИХ НОРМ ТА КОЛІЗІЙНЕ РЕГУЛЮВАННЯ СПАДКОВИХ ВІДНОСИН, УСКЛАДНЕНИХ ІНОЗЕМНИМ ЕЛЕМЕНТОМ

**Постановка проблеми.** 13 березня 2014 р. було прийнято Постанову Верховної Ради України № 874-VII «Про підтвердження курсу України на інтеграцію до Європейського Союзу та першочергові заходи у цьому напрямі», а 21 березня 2014 р. в Брюсселі підписано політичну частину Угоди про асоціацію з ЄС. Безумовно, усі ці важливі кроки нашої держави в напрямі приєднання до ЄС сприятимуть активнішому зростанню міжнародних зв'язків. Це вже можна спостерігати за такими процесами, як зростання міжнародної міграції населення, збільшення кількості укладення міжнародних шлюбів, збільшення випадків міжнародного усиновлення. І як наслідок, з плином часу всі ці процеси неминуче приводять до необхідності спадкування, ускладненого іноземним елементом, адже в межах будь-якого правопорядку природним явищем є смерть фізичних осіб, що припиняє правоздатність людини й відкриває спадщину.