

АДАПТАЦІЯ РИНКУ ІСІ УКРАЇНИ ДО АКТУАЛЬНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО БІЗНЕСУ ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ

Кібкало Г.О., Щербина В.С.

Харківський національний економічний університет імені Семена Кузнеця

У статті розглянута проблема імплементації європейського права, що регулює діяльність довгострокових та венчурних фондів до українського законодавства. Проаналізовано проект Регламенту Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу «Європейські довгострокові інвестиційні фонди» та Регламенту Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу «Європейські венчурні фонди». Проведена порівняльна характеристика європейських довгострокових фондів та венчурних фондів з вітчизняними аналогами. На основі проведеного дослідження автори дійшли до висновку, що європейське законодавство є більш гнучким та сприяють інтенсивнішому розвитку інвестиційного бізнесу, ніж в Україні. Представлено рекомендації щодо адаптації українського ринку ІСІ до актуальних трансформацій під дією інтеграційних процесів.

Ключові слова: інвестиції, інститути спільного інвестування, інтеграція, довгострокові інвестиційні фонди, венчурні фонди.

Постановка проблеми. Характерною рисою сучасного світового розвитку країн є активізація інтеграційних процесів у світі та Європі зокрема. Вступ України в ЄС як повноцінного та конкурентоспроможного члена визначено однією зі стратегічних цілей нашої держави, проте вимагає величезних змін в усіх сферах економіки, політики та соціального розвитку. Активізація інвестиційного процесу є одним з найбільш дієвих механізмів соціально-економічних перетворень. Запозичення європейського досвіду в сфері акумуляції фінансових ресурсів з метою інвестування в реальні проекти є особливо актуальним питанням.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вагомий внесок в розвиток теорій інвестицій зробили вчені О. Амоша [4], І. Бланк [6], Р. Брейли [7], Ю. Бригхем [8], У. Шарп [12] та інші. Серед науковців, що приділяють особливу увагу сучасним інтеграційним процесам та пов'язаними з ними економічними трансформаціями можна виділити: Л. Антонюк [5] В. Геєць [9] В. Сиденко [11] Шнірков [13].

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. У цих роботах всебічно розглядаються питання визначення пріоритетних напрямів інвестування, формування інвестиційної привабливості, оцінки ефективності реалізації інвестиційних проектів, інтеграційні проблеми та перспективи тощо. Проте, проблема імплементації європейського права, що регулює діяльність довгострокових та венчурних фондів до українського законодавства не отримала належного висвітлення

Мета статті. Аналіз новітніх інститутів спільного інвестування (ІСІ) ЄС, зокрема довгострокових та венчурних фондів, порівняння з вітчизняними продуктами ринку ІСІ та визначення особливостей імплементації європейського права стосовно регулювання їх діяльності до українського законодавства.

Виклад основного матеріалу. Ринок ІСІ в Європі характеризується інтенсивними інституціональними трансформаціями. У галузі колективних інвестиційних схем європейське право було доповнено низкою Директив та Регламентів щодо нормативно-правового регулювання створення та діяльності нових видів інвестиційних

фондів. Надзвичайно перспективними є фонд довгострокових інвестицій (ELTIF), запропонований у проекті Регламенту Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу «Європейські довгострокові інвестиційні фонди» [2] та венчурний фонд (EuVECA) затверджений Регламентом Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу «Європейські венчурні фонди» [3].

Об'єктами інвестування довгострокових інвестиційних фондів будуть активи, які не обертаються на вторинному ринку і чий власники потребують значного часу для пошуку покупця (рис. 1).

Таким чином, якщо актив не є об'єктом регулярних торгів на регульованому ринку, то він буде кваліфікуватися як довгостроковий актив. Ці активи є неліквідними просто через те, що без торгового місця їх власники не можуть знайти покупців для даного активу. Крім того, ці активи часто є дуже своєрідними і привабливими тільки для інвесторів,

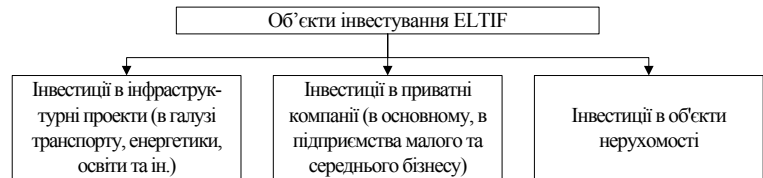


Рис. 1. Об'єкти інвестування Європейських довгострокових інвестиційних фондів

Джерело: розроблено авторами на основі [2]

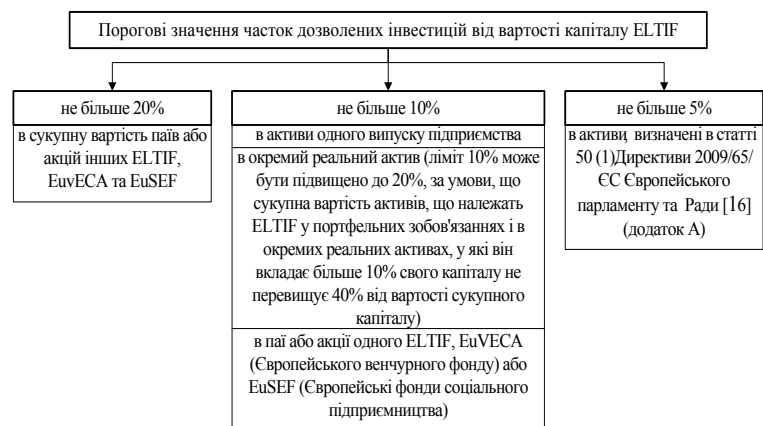


Рис. 2. Порогові значення дозволених інвестицій ELTIF в окремі види активів

Джерело: розроблено авторами на основі [2]

які можуть проводити власну експертизу, фахівців у відповідній галузі.

Надмірна концентрація в одному активі або зобов'язанні створює ризики для інвесторів, керувати якими надзвичайно складно. Щоб зменшити цей ризик ELTIF доведеться дотримуватися правил диверсифікації. Крім того, обмеження накладаються також на використання похідних по відношенню до активів ELTIF. Фонд довгострокових інвестицій повинен інвестувати не менше 70% свого капіталу в прийнятні інвестиційні активи. При цьому деякі види інвестицій мають порогове допустиме значення (рис. 2).

ELTIF має право розміщувати кошти як в альтернативні інвестиції, так і в більш традиційні інструменти (цінні папери). Тоді як суворі правила диверсифікації щодо UCITS (Інституту спільного інвестування в цінні папери, що знаходяться в обігу) [1] можуть зробити його дорогим або взагалі непридатним для роботи в сфері довгострокових інвестицій. ELTIF виграє від розумного рівня диверсифікації активів.

Європейські довгострокові інвестиційні фонди не мають аналогів в Україні. Проте їх можна порівняти з вітчизняними закритими інвестиційними фондами. Авторами на основі Закону України «Про інститути спільного інвестування» [10] та проекту Регламенту Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу ЄС «Європейські довгострокові інвестиційні фонди» визначено критерії та порівняно ELTIF із закритими фондами (табл. 1).

Також ELTIF можна порівняти з недиверсифікованими інвестиційними фондами, а саме з венчурними фондами, які можуть повністю формувати свої активи з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не догущені до торгів на фондовій біржі. Проте українські венчурні фонди не мають такої чіткої направленості, як ELTIF, який створюється з метою підтримки реального сектору економіки, тому і має 70%-й поріг обов'язкового інвестування в довгострокові активи.

EuVECA фонди надають фінансування для підприємств, які, як правило, дуже маленькі і знаходяться на початкових етапах їх корпоративного існування, а також показують великий потенціал для зростання та розширення. Крім того, вони забезпечують підприємства цінним досвідом і знаннями, бізнес-контактами, брендом і стратегічним консалтингом. Надаючи фінансування та консультації цим підприємствам, венчурні фонди стимулюють економічне зростання, сприяють створенню

Європейський кваліфікаційний венчурний фонд

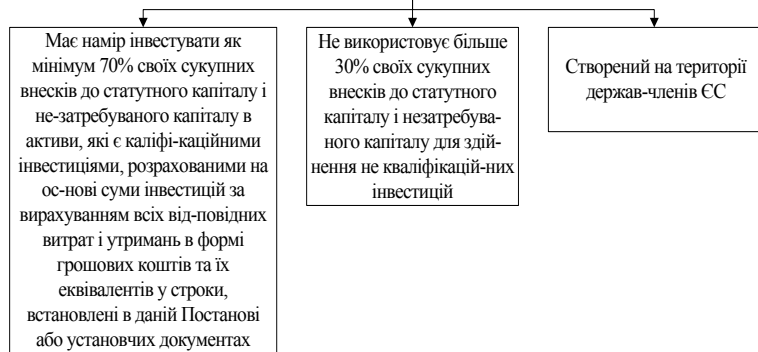


Рис. 3. Характерні особливості Європейського кваліфікаційного венчурного фонду

Джерело: розроблено авторами на основі [3]

робочих місць та мобілізації капіталу, сприяють створенню та розширенню інноваційних підприємств, збільшують їх інвестування в дослідження і розвиток, сприяють підприємству, інноваціям і конкуренції

Кваліфікаційний венчурний фонд – це інститут спільного інвестування, який має певні особливості (рис. 3).

Для того, щоб більш точно описати ІСІ, які повинні регулюватися цим Регламентом [3], і для того, щоб забезпечити орієнтацію на надання капіталу для малих підприємств на початкових етапах їх існування, кваліфікаційними венчурними фондами слід вважати фонди, які мають намір інвестувати не менше 70% їх сукупних внесків до статутного капіталу і незатребуваного капіталу в такі підприємства.

Це означає, що в той час як 30%-й поріг повинен бути максимальною межею для некваліфікаційних інвестицій, 70%-й поріг повинен бути зарезервованим для кваліфікаційних інвестицій (табл. 2) протягом існування кваліфікаційного венчурного фонду.

Регламент щодо європейських венчурних фондів [3] спрямована на сприяння венчурних інвестицій в інноваційні малі та середні підприємства (МСП), які закріплені в реальному секторі економіки. Тому кредитні установи, інвестиційні компанії, страхові організації, фінансові холдингові компанії та холдингові компанії зі змішаною діяльністю виключено з визначення кваліфікаційних портфельних підприємств.

Для того, щоб гарантувати відмінності кваліфікаційних венчурних фондів від більш широкої категорії альтернативних інвестиційних фондів, які торгують емісійними цінними паперами на вторин-

Таблиця 1

Відмінності між українськими закритими інвестиційними фондами та Європейськими довгостроковими інвестиційними фондами

| Критерії | Українські закриті інвестиційні фонди | Європейські довгострокові інвестиційні фонди |
|--|--|--|
| 1. Частка цінних паперів в активах | Не мають право тримати в цінних паперах менш як 70% активів фонду. | Інвестує переважно у неліквідні активи, а цінні папери не мають перевищувати 5% капіталу. |
| 2. Право придбавати інвестиційні сертифікати інших фондів | Не мають права. | Має право за умови, що частка одного ELTIF, EuVECA або EuSEF не перевищує 10% капіталу даного фонду, а сукупна вартість паїв або акцій ELTIF, EuVECA і EuSEF в його портфелі не перевищує 20% від вартості його капіталу |
| 3. Право придбавати цінні папери повних та командитних товариств | Не має. | Діють ті ж правила, що й для інших організаційно-правових форм. |

Джерело: розроблено авторами на основі [2; 10]

Активи, що належать до кваліфікаційних інвестицій EuVECA в ЄС

| Вид активу | Умови |
|---|--|
| 1. Акції або квазі-капітальні інструменти | 1) випущені кваліфікаційними портфельними підприємствами та придбані EuVECA безпосередньо у цього підприємства; 2) випущені кваліфікаційними портфельними підприємствами в обмін на пайові цінні папери, випущені кваліфікаційним портфельним підприємством; 3) випущені підприємством, для якого кваліфікаційне портфельне підприємство є дочірнім і які придбані EuVECA в обмін на інструменти капіталу, випущені кваліфікаційним портфельним підприємством. |
| 2. Забезпечені або незабезпечені кредити надані кваліфікаційному портфельному підприємству, в якому EuVECA уже тримає кваліфікаційні інвестиції | Не більше 30% від сукупних внесків до статутного капіталу і незатребуваного капіталу кваліфікаційного венчурного фонду має використовуватись для таких кредитів. |
| 3. Акції кваліфікаційного портфельного підприємства, придбані в існуючих акціонерів цього підприємства | - |
| 4. Паї або акції одного або декількох інших EuVECA | EuVECA, в які інвестуються кошти, не повинні інвестувати понад 10% своїх сукупних внесків до статутного капіталу і незатребуваного капіталу інших EuVECA |

Джерело: розроблено авторами на основі [3]

Відмінності між вимогами до «EuVECA» та венчурних фондів України

| Критерій | «EuVECA» | Венчурний фонд України |
|--|--|--|
| 1. Основний склад активів | Зосереджує свої інвестиції (як мінімум 70%) в кваліфікаційні активи, а саме в акції та квазі-капітальні інструменти МСП, а також в позики для МСП. | Активи можуть повністю складатися з коштів, нерухомості, корпоративних прав, прав вимоги та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі. |
| 2. Обмеження у складі учасників | Держава може бути учасником, якщо вона обізнана з існуючими ризиками такого фонду. Обмежень щодо інших вище названих учасників немає. Головною умовою є лише визнання таких учасників професійними інвесторами. | Держава або територіальна громада, а також юридичні особи, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25 %, не можуть бути учасниками ІСІ. |
| 3. Вимоги до учасників-фізичних осіб | 100 000 євро – мінімальна сума вкладів для фізичної особи. | Фізична особа може бути учасником венчурного фонду за умови придбання цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 1 січня 2014 року. Тобто мінімальна сума для інвестування фізичними особами залежить від суми мінімальної заробітної плати. |
| 4. Можливість надавати позику за рахунок коштів фонду | Не має вимог щодо розміру частки венчурного фонду у статутному капіталі підприємства-позичальника. Проте є умова, що не більше 30% від сукупних внесків до статутного капіталу і незатребуваного капіталу кваліфікаційного венчурного фонду використовується для таких кредитів. | Позики за рахунок коштів венчурного фонду можуть надаватися тільки юридичним особам, за умови що не менш як 10% статутного капіталу відповідної юридичної особи належить такому венчурному фонду. |
| 5. Право включати цінні папери інших ІСІ до складу своїх активів | Може здійснювати інвестиції в інші кваліфікаційні венчурні фонди за умови, що ці кваліфікаційні венчурні фонди самі не вклали більше 10% їх сукупних внесків до статутного капіталу і незатребуваного капіталу в інші кваліфікаційні венчурні фонди. | Не має. |
| 6. Право залучати позиковий капітал | Має ширші можливості для запозичень. Їх обсяг не має перевищувати суму вкладів інвесторів. | Не мають право брати позику або кредит, що підлягає поверненню за рахунок активів ІСІ, в обсязі більш як 10% вартості чистих активів ІСІ на строк понад три місяці з іншою метою, ніж використання цих коштів для викупу цінних паперів ІСІ. |

Джерело: розроблено авторами на основі [3; 10]

ному ринку, в даному Регламенті встановлюється правило, що кваліфікаційні венчурні фонди інвестують, в першу чергу, в первинні інвестиції.

Проаналізувавши Закон України «Про інститути спільного інвестування» [10] виявлено суттєві відмінності в умовах функціонування українських та європейських венчурних фондів, особливо в частині структури портфеля (табл. 3).

В українському законодавстві поняття «кваліфікаційний венчурний фонд» відсутнє. Згідно Закону [10] венчурний фонд – це недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб. Кваліфікаційні ІСІ складають окрему групу і вони не можуть бути венчурними фондами. У той же час, Регламент [3] об'єднує несумісні для українського законодавства поняття «венчурного фонду» та «кваліфікаційного інституту спільного інвестування».

Проте і тут існують протиріччя, в Україні ІСІ вважається кваліфікаційним, якщо він інвестує активи виключно в один із кваліфікаційних класів активів та кошти, а також не має будь-яких вимог до структури активів. У свою чергу, Європейський кваліфікаційний венчурний фонд має право інвестувати не лише в кваліфікаційні активи, а й в некваліфікаційні. При цьому існує вимога до структури таких активів. Як уже зазначалось вище, некваліфікаційні активи не мають перевищувати 30% сукупних внесків до статутного капіталу і незатребуваного капіталу.

Проект Регламенту Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу «Європейські довгострокові інвестиційні фонди» [3] поки що залишається лише проектом, проте він містить норми, на які слід пропонуватися звернути увагу при реформуванні українського законодавства, оскільки вони можуть мати значну стимулюючу дію на реальну економіку України.

Що стосується Регламенту ЄС «Європейські венчурні фонди», то вона уже вступила в дію. Тому

має певний вплив і на Україну, проте лише з позиції кваліфікаційних портфельних підприємств. Враховуючи, що Україна не входить в «Чорний список» FATF (включає країни і території, які ухиляються від співпраці з FATF у боротьбі з відмиванням грошей), малі та середні підприємства України мають змогу залучення інвестицій від Європейських венчурних фондів.

Вітчизняні венчурні фонди зможуть підпадати під дію даної Регламенту, та, відповідно, використовувати назву «Європейський венчурний фонд» лише у разі вступу до Євросоюзу, що визначено однією з стратегічних цілей України.

Введення в дію Регламенту щодо Європейських венчурних фондів [3] на території України безперечно мало б позитивний вплив на економіку України. По-перше, використання бренду «Європейський венчурний фонд» давало б сигнал інвесторам про певну надійність фонду. По-друге, це б надало змогу безперешкодно залучати капітал на території всього Європейського Союзу. І, по-третє, це б дало значний поштовх у розвиток інноваційних малих та середніх підприємств України.

У результаті проведених досліджень розглянуто проект Регламенту Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу «Європейські довгострокові інвестиційні фонди» та Регламенту Європейського парламенту та Ради Європейського Союзу «Європейські венчурні фонди», а також виділено основні їх положення. Порівнявши європейське законодавство з українським, можна стверджувати, що законодавчі норми, що регулюють Європейські венчурні фонди є більш гнучкими та сприяють інтенсивнішому розвитку венчурних фондів, ніж в Україні. Закон України «Про інститути спільного інвестування» встановлює багато вимог, що можуть стримувати розвиток венчурного капіталу.

Подальші дослідження будуть пов'язані з розробкою пропозицій до зміни Закону України «Про ІСІ» для підвищення ефективності діяльності та конкурентоспроможності суб'єктів ринку спільного інвестування за зразком ЄС.

Список літератури:

1. Directive 2009/65/Ec Of The European Parliament And Of The Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/ucits-directive/directive_2009_65_ec_en.pdf.
2. European long term investment funds : proposal of the Commission – 26.06.2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ec.europa.eu/internal_market/investment/long-term/index_en.htm.
3. Regulation (Eu) No 345/2013 Of The European Parliament And Of The Council of 17 April 2013 on European venture capital funds [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eurlex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0345&from=EN>.
4. Амоша О. І. Інвестиційне забезпечення реформ у промисловості / О. І. Амоша, Ю. П. Яценко // Соц.-екон. дослідж. в перехід. період. Україна в ХХІ ст.: концеп. та моделі екон. розв.: Щорічник наук. пр. – 2001. – № 23 – С. 211-219.
5. Антонюк Л. Л. Шляхи інтеграції України в глобальну інноваційну систему // Спільний європейський економічний простір: гармонізація мегарегіональних суперечностей: Монографія; за заг. ред. Д. Г. Лук'яненка, В. І. Чужикова. – К. : КНЕУ, 2007. – 544 с.
6. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : Учеб. курс / И. А. Бланк. – К. : Ника-Центр: Эльга-Н, 2001. – 448 с.
7. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов. / Р. Брейли. – М. : Олимп-Бизнес, 1997. – 1120 с.
8. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент. / Ю. Бригхем. – в 2-х т. – С-Пб. : Экономическая школа, 1997. – 497 с.
9. Геєць В. М. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку : Моногр. / В. П. Александрова, Т. І. Артёмова, Ю. М. Бажал, О. І. Барановський, В. В. Близнюк, О. Ю. Болховітінова, Є. В. Бридун, Т. П. Вахненко, В. М. Геєць, В. І. Голіков; НАН України. Ін-т екон. прогнозування. – К. : Фенікс, 2003. – 1006 с.
10. Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17/page>.
11. Сиденко В. Р. Глобализация – европейская интеграция – экономическое развитие: украинская модель. Т. 1. Глобализация и экономическое развитие / В. Р. Сиденко; Ин-т экономики и прогнозирования НАН Украины. – К. : Фенікс, 2008. – 374 с.
12. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М., 2003. – 1028 с.
13. Шнирков О. І. Україна – Європейський Союз: економіка, політика, право : Моногр. / О. І. Шнирков, В. В. Копійка, В. І. Муравйов. – К. : ВПЦ «Київ. ун-т», 2006. – 268 с.

Кибкало А.А., Щербина В.С.

Харьковский национальный экономический университет имени Семена Кузнецца

АДАПТАЦИЯ РЫНКА ИСИ УКРАИНЫ К АКТУАЛЬНЫМ ТРАНСФОРМАЦИЯМ ИНВЕСТИЦИОННОГО БИЗНЕСА ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА

Аннотация

В статье рассмотрена проблема имплементации европейского права, регулирующего деятельность долгосрочных и венчурных фондов с украинским законодательством. Проанализированы проект Регламента Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Европейские долгосрочные инвестиционные фонды» и Регламента Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Европейские венчурные фонды». Проведена сравнительная характеристика европейских долгосрочных фондов и венчурных фондов с отечественными аналогами. На основе проведенного исследования авторы пришли к выводу, что европейское законодательство более гибкое и способствуют более интенсивному развитию инвестиционного бизнеса, чем в Украине. Представлены рекомендации по адаптации украинского рынка ИСИ к актуальным трансформациям под действием интеграционных процессов.

Ключевые слова: инвестиции, институты совместного инвестирования, интеграция, долгосрочные инвестиционные фонды, венчурные фонды.

Kibkalo A.A., Shcherbyna V.S.

Simon Kuznets Kharkiv National University of Economics

ADAPTATION OF UKRAINIAN CII MARKET TO THE CURRENT TRANSFORMATIONS OF INVESTMENT BUSINESS OF THE EUROPEAN UNION

Summary

The problem of implementation of European law that regulates the long-term and venture capital funds to Ukrainian legislation was considered in this article. the project Regulation of the European Parliament and of the Council «European long-term investment funds» and the Regulation of the European Parliament and of the Council «European venture capital funds» were analyzed. Comparative characteristic of European long-term funds and venture capital funds with domestic counterparts was made. Based on the research authors concluded that European legislation was more flexible and facilitated more intensive investment business development than in Ukraine. Recommendations of adaption the Ukrainian CII market to the actual transformation under the influence of the integration process were offered in this article.

Keywords: investments, collective investment institutions, integration, long-term investment funds, venture capital funds.