

# СТИМУЛЮВАННЯ РОЗВИТКУ НОВИХ ВИДІВ ФІНАНСУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ У КРАЇНАХ ЄС

Наталія  
Коноваленко,  
аспірант,  
ДВНЗ «Київський  
національний  
економічний  
університет імені  
Вадима Гетьма»

МАКРОЕКОНОМІКА

*Розкрито нові види фінансування інвестиційної діяльності підприємств. Проаналізовано програми стимулювання розвитку таких видів фінансування в країнах ЄС. Обґрунтовано необхідність впровадження нових видів фінансування в Україні.*

В умовах кризи постає питання пошуку альтернативних джерел та умов фінансування інвестиційно-інноваційних проектів, що покликані підвищити ефективність діяльності як окремо взятого підприємства, так і економіки в цілому. Вирішити цю задачу можна шляхом розроблення та вибору найбільш прийнятних для конкретного сектору економіки та даних економічних умов схем фінансування. При цьому вивчення зарубіжного досвіду стимулювання розвитку нових видів фінансування є необхідною умовою впровадження їх в Україні.

Питанням пошуку та залучення додаткових джерел фінансування інвестиційної діяльності підприємств з використанням зарубіжного досвіду присвячена значна кількість праць вітчизняних науковців, зокрема Бланка І.А., Черваньова Д.М., Осецького В.Л., Михальського В.В., Поручника А.М., Антонюк Л.Л., Пересади А.А., Туріянської М.М., Майорової Т.В. та ін. Але на сьогоднішній день дана проблема залишається актуальною, зважаючи на критичний рівень зносу основних засобів українських підприємств та брак коштів для їх оновлення. Недостатньо дослідженими залишаються види фінансування, що поєднують у собі ознаки як боргу, так і акціонерного капіталу.

До відносно нових видів фінансування, використання яких швидко поширюється в економічно розвинутих краї-

нах та які досить рідко 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. Всі зазначені види фінансування мають спільні ознаки: поєднання рис як боргу, так і акціонерного капіталу в кожному виді; відносно тривале залучення капіталу на таких умовах; рівень доходності/ризик для постачальника такого капіталу вищий, ніж при звичайному борговому фінансуванні, та нижчий, ніж при інвестуванні в акції; спрямування залучених коштів на фінансування інноваційних проектів; підпорядкованість до основного боргу компанії; суворі вимоги до фінансової надійності та звітності компанії-реципієнта; додатковий характер фінансування. В ЄС та США такі види фінансування об'єднуються під загальною назвою мезонінне (mezzanine)<sup>1</sup> або гібридне (hybrid) фінансування. В Україні даний термін не є поширеним як через відсутність операцій з надання даних видів фінансування, так і через відсутність його теоретичного обґрунтування та законодавчого регулювання. Виходячи з цього, в цій статті буде застосовуватись назва *комбіноване фінансування* (далі – КФ).

Найбільш поширеним різновидом КФ є *субординований кредит* – це

<sup>1</sup> 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.

кредит, котрий у разі ліквідації позичальника сплачується в останню чергу, тобто після того, як будуть задоволені вимоги решти кредиторів, але до задоволення вимог акціонерів. Він є незабезпеченим. Постачальники субординованих кредитів отримують фіксовану відсоткову ставку. 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, даний вид кредитів не передбачає відносин власності. Участь кредитора у погашенні збитків підприємства не передбачається.

Одним з найбільш поширених видів КФ в Німеччині є так звана *негласна (пасивна) участь (silent participation)*. Вона передбачає укладення договору між власником підприємства та особою, що вносить вклад в майно власника без його оприлюднення. Як правило, така особа бере участь у прибутках підприємства у розмірі своєї частки, але без будь-якої відповідальності перед кредиторами компанії.

Іншими різновидами КФ, що є більш схожими на акціонерне фінансування, є фінансування з використанням привілейованих акцій, конвертованих облігацій або облігацій з опціонами/варантами. Такі інструменти є більш ризиковими для кредитора і, у свою чергу, мають більш високу 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 в договірні документи. Іншим інструментом є *конвертовані облігації*. Окрім звичайного права на фіксований відсоток та виплату основної суми, власники конвертованих облігацій та облігацій з варантами мають право придбати акції компанії замість виплат боргу. Це право може бути використане протягом визначеного періоду та за попередньо визначеною конверсійною ціною.

Обсяги залучення капіталу з використанням КФ складають досить значну частку в обсязі капіталу, залученого інноваційно активними компаніями в світі. В 2008 році обсяг ресурсів, зо-

середжених в мезонінних фондах, перевищив 40 млрд дол. [1], а об'єм реалізованих операцій з надання КФ в 2007 році згідно з даними Dealogic склав 37,6 млрд дол. [2]. Слід відзначити, що географічний ринок КФ розвинутий вкрай нерівномірно і основними його гравцями є США та Західна Європа. За даними Standard&Poor's, в країнах останньої частки КФ в 2008 році становила 14,2% від загального обсягу фінансування, при тому, що ще в 2007 році обсяг КФ становив 5,8%. Взагалі досить важко отримати достовірні дані про обсяг ринку КФ. Основна причина полягає в тому, що визначення КФ відрізняється в різних державах – членах ЄС. Окрім того, не всі операції з КФ є зареєстрованими, наприклад, негласна участь.

В ЄС комбіноване фінансування набуває все більшого розвитку, але все ж таки не настільки розвинуте, як боргове фінансування та акціонування. При цьому розвиток КФ стимулюється на рівні держави, що говорить про його велике значення. На сайті Європейської комісії [3] опубліковано звіт про результати круглого столу між банками та підприємствами малого та середнього бізнесу (МСП), присвяченому питанням розвитку КФ. В звіті сформувано ряд рекомендацій 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, в тому числі гібридного, нейтральним (у ряді держав-членів ЄС виплата відсотків по деяких видах 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;

— 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.

Як правило, в країнах ЄС розвиток КФ розглядається у розрізі трьох рівнів МСП: 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). В різних країнах ЄС передбачено програми розвитку КФ для МСП відповідного рівня.

Традиційним ринком КФ в Європі є МСП *вищого* рівня. Це високорейтингові компанії. Щоб отримати КФ, підприємство має відповідати жорстким критеріям: воно повинно мати міцну репутацію, стабільні грошові потоки та досвідчену команду менеджерів. Окрім того, компанія повинна мати надійну фінансову та бізнес-інформацію відносно платоспроможності, що дозволяє постачальникам КФ здійснити моніторинг ключових ризиків. Наявність сертифікатів аудиторських фірм підвищує довіру до інформації підприємства і таким чином може зменшити непередбачувані ризики для банків. Через відносно високу вартість постачальники КФ вимагають рівень дохідності 20% і вище від вкладених коштів. На сьогоднішній день КФ для даного рівня МСП використовується в основному для покращення структури балансу, передачі прав власності, передачі бізнесу за спадковістю або розширення компанії. В таких випадках КФ часто надається у комбінації з кредитом та/або акціонуванням. Основним фактором розвитку в даному 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-ангели<sup>2</sup>. Після успіху у наданні КФ для МСП високого рівня деякі фінансові інституції почали пропону-

вати мезонінні продукти для МСП нижчих рівнів. Метою цих програм є зміцнення регіональної економіки шляхом фінансування проектів стійких компаній, що бажають розширити свою діяльність. Розрізняють дві основні цільові групи КФ серед МСП середнього рівня: МСП, що прагнуть до подальшого розширення, та компанії, що вже довго функціонують на ринку та потребують планової зміни власників.

Хоча зазвичай приватні банки пропонують КФ у обсягах більших, аніж 1 млн. євро, деякі регіональні стимулюючі банки намагаються розширити ринок даного 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 (табл. 1). Також прикладом може бути програма «Mezzanine-Kapital fur den Mittelstand» від регіонального банку Nord/LB у північній частині Німеччини. Основними цілями цих фінансових установ є зміцнення регіональної економіки через фінансування амбіційних планів надійних компаній, що бажають розширити свою діяльність в регіоні.

Схожі ініціативи підтримки надання КФ МСП середнього рівня є і в інших державних фінансових установ. Так, багато членів Мережі Європейських Фінансових Інституцій (NEFI)<sup>3</sup> для МСП досить активні в цій сфері. Прикладом ініціативи надання КФ через приватні банки є програма Innovation Development Contract від OSEO (табл. 1). Спеціалізовані мезонінні фонди також стають активнішими у сегменті середнього рівня МСП. Вони зосереджуються на специфічних групах МСП. Наприклад, фонд FIDEME, що забезпечує КФ французькі компанії сфери відновлювальної енергетики (табл. 1).

Фінансові інструменти програми Competitiveness&Innovation, розрахованої на 2007-2013 роки, мають на меті

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> 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

допомогти МСП отримати доступ до КФ через Фонд Гарантій для малого і середнього бізнесу (SME Guarantee Facility). Гарантії для інвестицій фондів у МСП включають інвестиції регіональних фондів, що забезпечують початковим капіталом та/або капіталом на етапі стар-апу, а також фондів КФ, щоб зменшити труднощі, з якими стикаються МСП через їх слабку фінансову структуру, а також тих, що виникають в процесі передачі власності. Даний фонд покриватиме частину ризиків фінансових посередників.

МСП *низького* рівня в більшості випадків не відповідають вимогам для отримання КФ стосовно тривалості їх існування, доходів або звітності. Надання гібридного фінансування для цієї групи підприємств часто здійснюється через державну підтримку. Постачальниками КФ для МСП низького рівня можуть бути державні банки розвитку, агенції розвитку або інвестиційні компанії (наприклад, як RaboBank Eindhoven-Veldhoven у Нідерландах), що можуть виступати гарантами в таких угодах. В 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) (табл. 1).

Одним із способів стимуляції надання КФ приватними інвесторами є зменшення ризиків для інвестора через розробку різних програм гарантій. Наприклад, Austrian promotion agency

AWS пропонує гарантії для інвесторів, що покривають приблизно 50% їх капіталів (табл. 1). В останні роки деякі державні фінансові установи, що функціонують в національних масштабах та входять до NEFI, все частіше намагаються забезпечити КФ МСП низького рівня. Вони зосереджені на багатобічючих молодих інноваційних компаніях. Наприклад, програма Innovation Loan у Швеції (табл. 1).

Державні фінансові інституції на регіональних рівнях також розширюють свою присутність на ринку КФ. Декілька років тому 20 таких установ, що функціонують в 9 країнах-членах ЄС, запустили сітьовий проект FinNetSME, щоб покращити фінансування МСП низького рівня. В деяких випадках КФ пропонується регіональними та місцевими державними фінансовими установами, що підтримуються за рахунок фінансування урядом. Зокрема, у Великобританії, де програма Early-Growth Funding забезпечує регіональні фонди ризиковим капіталом, в середньому приблизно 70 тис. євро для кожного підприємства.

Приватні фінансові установи в Європі з етичними мотивами, такі як Triodos Bank, що діє у Великобританії, Голландії, Бельгії та ще деяких економічно розвинутих країнах, також стають активними в наданні КФ для МСП низького рівня. Досить часто вони забезпечують КФ підприємств цієї групи, що є соціально відповідальними та забезпечують стійкий розвиток навколишнього природного середовища.

Детальніше зміст деяких вже зазначених та інших програм стимулювання розвитку видів КФ наведено в *таблиці 1*.

Таблиця 1

Програми мезонінного фінансування в країнах ЄС\*

Країна/організація, що підтримує програму	Зміст програми
Німеччина (для МСП середнього рівня)/ NRW.BANK	<p>Стандартизована програма КФ для МСП Північної Рейн-Вестфалії, націлена на компанії з доходом менше, ніж 20 млн. євро, потребою у фінансуванні менше, ніж 2 млн. євро та із субінвестиційним ступінчастим рейтингом. В той час як мінімальний рейтинг для приватного бізнесу - ВВ-, для NRW. BANK прийнятним є рейтинг починаючи з ВВ. Дана програма має наступні ключові характеристики:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• фінансування в межах від 250 тис. євро до 1 млн євро, з середнім обсягом транзакцій 500 тис. євро;</li> <li>• незабезпеченість позики;</li> <li>• зазвичай структуроване фінансування як акціонерний капітал;</li> </ul>

Країна/організація, що підтримує програму	Зміст програми
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• вартість залежить від ступеня ризику;</li> <li>• звичайна оцінка кредитоспроможності;</li> <li>• використовуються типові договори;</li> <li>• диверсифікація секторів, що представлені в портфелі.</li> </ul> <p>Потенційний ринок для цієї програми приблизно 9900 МСП у Північній Рейн-Вестфалії з виручкою від 5 до 50 млн. євро.</p>
Франція (для МСП середнього рівня)/ OSEO/BDPME (у партнерстві з комерційними банками)	<p>Програма здійснюється у партнерстві з комерційними банками. Є 2 варіанти поєднання субординованого боргу та гарантії за позицією:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) OSEO/BDPME, SME Development Bank в рамках OSEO, співфінансує до 50% вартості проекту з субординованим кредитом, що залежить від обсягу нематеріальних активів, задіяних у вартості проекту. Комерційний банк та OSEO/BDPME мають гарантії від OSEO/Solaris, гарантійного фонду в рамках OSEO, що покриває до 60% ризиків.</li> <li>2) проект повністю фінансується за рахунок OSEO/BDPME. В свою чергу, OSEO/BDPME розділяє ризики із Solaris та комерційним банком. Знову ж таки, OSEO/Solaris гарантує до 60% вартості проекту; 40% ризику, що залишилися, розділяються порівну між комерційним банком та OSEO/BDPME.</li> </ol> <p>Таким чином, державними фондами забезпечується гарантія та субординований борг до 80% вартості проекту, державна участь досить висока.</p>
Франція (для МСП середнього рівня)/ FIDEME	<p>FIDEME – це державно-приватне інвестиційне товариство з 45 млн. євро активів, що забезпечує КФ для компаній відновлюваної енергетики у Франції. French Environment та Energy Management Agency (ADEME) забезпечують субординованими позиками. Капітал приватних інвесторів складає більшу частину фонду. Їх ризики знижені меншою часткою інвестиції в особі держави. Окрім цього, вкладення коштів у цей фонд є привабливим для цілей оподаткування. FIDEME надає КФ для проектних компаній, щоб полегшити їм залучення фінансування через звичайні кредити. Фінансування проектів завжди базується на надійних технологіях, що перевірені ADEME та зосереджені на покращенні навколишнього середовища.</p>
Німеччина (для МСП низького рівня)/ Mittelstandische Beteiligungsgesellschaften (MBG)	<p>MBG представляє приблизно 50% всіх інвестицій Німецької Асоціації Венчурного Капіталу, в основному забезпечує приховану участь з привабливими відсотками. Фінансуються інноваційні компанії на етапі старт-апів та розширення. Обсяги фінансування окремого проекту складають від 50 тис. до 2,5 млн. євро. Середній обсяг інвестицій складає 350 тис. євро, що відноситься до підприємств низького рівня. Прихована участь через MGB має ряд переваг: банки можуть зменшувати їх загальні ризики через інвестиції MGB в структурі їх фінансової пропозиції для клієнтів. Прихована участь є привабливою для швидко зростаючих компаній, що фінансуються за рахунок венчурних фондів, так як MBG не втручається в їх бізнес-політику. Також слід відзначити, що MBG обслуговує компанію всіх секторів економіки та виділяє ресурси для діяльності довгострокових інвестицій зазвичай приблизно на 10 років. Інвестиції забезпечуються до 70% гарантією банком-партнером Guarantee bank, що покращує доступ компаній до фінансування за рахунок кредитів.</p>
Австрія (для МСП низького рівня)/ Austria Wirtschaftsservice (AWS)	<p>Покриваючи частину ризиків, дана програма пропонує інвестувати в МСП через акції та квазіакціонерні інструменти. Гарантія покриває 50% капіталу, інвестованого в МСП. Максимальна сума гарантії становить 1 млн. євро на одну компанію. Програма в основному спрямована на приватних інвесторів, що інвестують в молоді компанії, що є інноваційними або розширюються. Згідно AWS 75% гарантованих інвестицій було здійснено з використанням інструментів КФ.</p>

Швеція (для МСП низького рівня)/ ALMI	Стимулююча кредитна програма ALMI, державний фінансовий інститут у Швеції, має на меті фінансування компаній на етапі старт-апів. ALMI виділяє ресурси на дуже ранній стадії для фінансування частини вартості проекту за допомогою субординованого боргу. Фінансові рішення повністю зосереджені на ідеї проекту та очікуваних доходах. З фінансовим забезпеченням на ранньому етапі завдяки програмі ALMI, для підприємств доступним є додаткове фінансування від інших банків та венчурних компаній, що за відсутності КФ було б неможливим. ALMI забезпечує субординовані позики за фіксованим ринковим відсотком, що відображає відносно високі ризики, пов'язані зі старт-апами. Строк погашення субординованого кредиту становить 5 років. Ризик неплатежу приймається ALMI разом із урядом Швеції. ALMI шукає елементи для розподілу ризиків на національному та європейському рівні. Так як технічні ризики для проектів цієї категорії здаються більш контрольованими у порівнянні з іншими, зовнішні ноу-хау зосереджені на безкоштовних «порадах менеджменту» для підготовки засновників до управлінських та стратегічних питань та сприяти підготовці надійного бізнес-плану. Для цього ALMI використовує своїх власних експертів.
Німеччина/ KfW Mittelstandbank	Capital for Work and Investment є схемою KfW Mittelstandbank, що пропонує субординовані позики для надійних МСП, що функціонують на ринку більше ніж 5 років. Позики надаються під різні відсотки в залежності від кредитного рейтингу компанії. Підприємства із високим кредитним рейтингом отримують позику за нижчою відсотковою ставкою, в той час як слабші компанії отримують позики за скоригованими на степінь ризику ставками. Дана схема є частиною ширшої програми, що пропонує також субординовані позики для старт-апів (ERP Capital for Start-up) та молодих компаній, що розширюються (ERP Capital for Growth). Для банків знижені ризики втрати субординованого капіталу. Ці ризики приймаються урядом Німеччини або KfW Mittelstandbank. Позика, яка пропонується МСП, складається з 2-х траншів з однаковим обсягом: класичний старший борг, що забезпечується KfW через банк-посередник, та в якому ризики повністю несе банк-посередник, та субординований борг від KfW через банк-посередник, але при цьому вже 100% ризиків забезпечені KfW.
Франція/ CDC Enterprises	Основним завданням CDC Enterprises є стимулювання розвитку МСП з високим потенціалом зростання, що базується на технологічних інноваціях через пропозицію капіталу з прийняттям ризику. Нова Інвестиційна програма Франції обсягом 2 млрд євро має 2 основні цілі: перша – збільшити фінансування інвестицій на ранніх стадіях компанії та стадії розширення; друга – розвиток нових процесів, таких як: <ul style="list-style-type: none"> <li>• інвестиції у фонди фондів. France Investissement має меншу частку у венчурних капітальних фондах, що забезпечують МСП акціонерним капіталом. Програма відбирає та фінансує найприбутковіші, довготермінові проекти. Професіоналізм менеджменту фонду та команда фонду та відповідальне ставлення є першочерговим для фінансування бізнесу. КФ через фонди фондів не є основним, але може мати місце;</li> <li>• підтримка фондів бізнес-ангелів через забезпечення їх капіталом, допомога у співпраці, їх організації та управлінні;</li> <li>• інвестиції у невеликі мезонінні фонди. На даний момент у Франції є тільки декілька гравців. Тому програма стимулює створення та розвиток цих гравців як альтернативу венчурному капіталу.</li> </ul> В рамках програми CDC Enterprises також розглядається сек'юритизація. Більше того, програма фінансує OSEO Guarantee system, яка гарантує 35% інвестованого капіталу через фонди та фонди бізнес-ангелів.



Нідерланди/ Rabo Innovatiekapitaal fondsen (Rabobank Innovation Capital Fund)	Rabobank Innovation Capital Fund інвестує в стартапи компаній з інноваційними та якісними товарами та послугами. Кандидат на фінансування має дотримуватись принципів People Planet Profit для соціально відповідального бізнесу. Компанії, в які інвестує RICF, вже пройшли етап розвитку продукту і технічні ризики практично виключені. Щоб підтримати їх на ринку, інвестиції здійснюються, наприклад, у стартапи виробництва та маркетинг. Мінімальна інвестиція становить 125 тис. євро, максимальна – 1 млн. євро у формі ризикового капіталу з або без субординованого кредиту. Фонд стає фінансовим учасником, а також намагається використати мережу Rabobank Group, щоб оптимізувати ймовірність досягнення успіху.
-------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

\*складено автором на основі Звіту європейської комісії [3].

Слід зазначити, що МСП низького та середнього рівня разом складають переважну більшість МСП у Європі. Так званий процес «зменшення розмірів» (забезпечення менших обсягів КФ для низько рейтингових МСП), як очікується, бути поширюватися й надалі по мірі того, як позичальники стають все більш обізнаними про цей вид фінансування. Цьому буде сприяти, зокрема, державна підтримка КФ, що призводить до постачальників КФ від держави, що приймають участь у даному виді фінансування через розподіл ризиків та синдикацію менших приватних інвестицій. Поки цього не станеться, зовнішня підтримка для МСП є необхідною, щоб допомогти їм більш детально ознайомитися з цими інструментами та перевагами від їх використання.

Обсяг угод КФ в Центральній і Східній Європі (ЦСЕ) також постійно зростає останніми роками. Однак великий вплив на нього мали наслідки світової фінансової кризи за останні декілька років. Значне зниження ліквідності на ринках негативно вплинуло на число позикових операцій, що відбуваються в регіоні. Як наслідок, відбулось скорочення числа постачальників КФ в країнах ЦСЕ. Але, незважаючи на це, на думку експертів [4, с. 61], ринок КФ відновиться досить швидко, зважаючи на переваги даного регіону, які є значними, як і раніше: низькі затрати, значна потреба в інвестиціях, кваліфікована робоча сила тощо.

Найбільш привабливими для інвесторів серед країн ЦСЕ залишаються Польща, Чехія, Словаччина і Румунія, що пов'язано з розмірами та стійкістю їх економік [5, с. 2]. Менш привабливими є Росія, Україна, Угорщина та

Україні 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.

В Україні КФ є нововведенням, але його розвиток міг би суттєво розширити позикові можливості у випадку обмежень на залучення акціонерного капіталу. Потенційними постачальниками КФ в Україні можуть бути іноземні комерційні та інвестиційні банки, міжнародні фінансові інститути, фонди мезонінного фінансування (з 2008 року в Україні працює фонд Mezzanine Management Central Europe), фонди приватних інвестицій, фонди венчурного капіталу, українські банки тощо. Серед основних причин, через які КФ поки що не застосовується в Україні та які стримують його розвиток, можна назвати незнання основних характеристик даного виду фінансування; слабка урегульованість питання про випуск та обіг інструментів КФ на законодавчому рівні, зокрема, відсутність понять «гібридні цінні папери» та «мезонінне фінансування» в українському законодавстві; високі вимоги до фінансової звітності та необхідність стабільних cash-flows; недостатнє знання галузей, що фінансуються, юридичних та податкових питань; недостатні навиками фінансового моделювання; відсутність досвіду проведення подібних операцій тощо.

КФ, в силу нерозвиненості його в Україні і пов'язаною з цим високою вартістю витрат на підготовку та здійснення операцій з його надання, підходить, перш за все, для великих підприємств, що знаходяться на рівні

розробки стратегій виходу на нові вершини бізнесу: стадії пре-ІРО, здійснення операцій М&А, реалізації великих, капіталоемних проектів. Але, аналізуючи світовий досвід використання КФ, можна стверджувати, що по мірі розвитку даного ринку капіталу, воно може бути застосоване і для компаній середнього класу в більш широких інвестиційних цілях. Саме така тенденція спостерігається зараз в США та країнах Західної Європи, де КФ поширюється в середовищі МСП, хоча тут треба враховувати відмінності в класифікації розміру підприємств в ЄС порівняно з вітчизняним законодавством<sup>1</sup>.

### ВИСНОВКИ

Дослідження зарубіжного досвіду стимулювання розвитку КФ показало, що в країнах ЄС для розвитку даного виду фінансування створено багато різноманітних програм як для великих підприємств, так і для МСП. Все це говорить про важливість цього виду фінансування, адже використання його інструментів у схемах фінансування може забезпечити не тільки кількісне зростання обсягів фінансування інвестиційної діяльності, але й перехід його на якісно новий рівень. КФ може стати досить перспективним видом фінансування вітчизняних компаній у найближчому майбутньому, а вивчення зарубіжного досвіду може сприяти прискоренню його впровадження. Першим кроком має стати урегульованість проведення угод з надання КФ на законодавчому рівні. А з часом необхідним буде створення спеціальних фондів (як приватних, так і з державною участю), що будуть постачати капітал на умовах КФ.

### Література

1. *Moyer D., Cardinale C.T.* Mezzanine loans may relieve credit crunch woes by // *Washington Business Journal*. January 30, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://washigton.bizjournals.com/washigton/stories/2009/02/02/story11.html>
2. *Kalsi S.* Mezzanine resurfaces in tight credit environment // *Financier Worldwide*. May 2008
3. *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](http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1065)
4. *Arthur D. Robinson, Igor Fert, Mark A. Brod.* Fundamental of Mezzanine Finance. – *Practical Law The Journal*. - June, 2010. – P.61 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.stblaw.com/content/publications/pub1004.pdf>
5. *C. Scott-Priestley.* Mezzanine finance in Central and Eastern Europe // *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](http://www.ssd.com/website/pdf/private_equity/Private_Equity_Alert_Mezzanine_Finance_in_Central_&_Eastern_Europe_102009.pdf)

РІПМ

<sup>1</sup> Згідно з законодавством ЄС до класу середніх компаній відносяться компанії з персоналом менше 250 чоловік, максимальним річним оборотом менше 50 млн.євро та активами балансу не більше 43 млн.євро [3]. До малих компаній відносяться 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 відносяться підприємства, в яких середньооблікова чисельність працюючих за рік не перевищує 50 осіб, а обсяг валового доходу за рік не перевищує 70 млн. грн. Середніми визнаються підприємства, в яких середньооблікова чисельність працюючих за рік не перевищує 1000 осіб, а обсяг валового доходу від реалізації продукції за рік не перевищує 5 млн. євро за середньорічним курсом НБУ.