

ТРАНСФОРМАЦІЯ ВЗАЄМВІДНОСИН БАНКІВСЬКИХ УСТАНОВ ТА ВЕНЧУРНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ

Сьогодні в Україні в умовах нестійкості економічного розвитку, бюджетного дефіциту, недосконалості механізмів довгострокового фінансування і кредитування, дефіциту власних коштів більшості підприємств і, як наслідок – незвиненості ринкових механізмів, одними з основних постачальників інвестиційних ресурсів для інноваційної діяльності стають банки. Але слід зауважити, що банківський сектор сьогодні орієнтується переважно на великі інноваційні проекти, гарантом у кредитуванні яких виступає держава і які характеризуються швидкою окупністю, низькою ставкою рефінансування, а кредити надаються тим підприємствам, які мають значний досвід діяльності на ринках і стабільний дохід в останні роки своєї діяльності. Виходячи з цього, малі та середні інноваційні підприємства, діяльність яких пов'язана з науково-технічною сферою та відзначається значним ступенем ризику, нажаль, залишаються поза полем зору інтересів більшості кредитних інститутів України. В цих умовах розвиток теоретичних засад та практичних інструментів участі банківських установ у венчурному фінансуванні, що є альтернативою банківського кредитування інноваційної діяльності й одним з нових і перспективних напрямків діяльності банків в інноваційній сфері, можна вважати цілком актуальним для України.

Окремі аспекти фінансово-кредитного забезпечення інноваційного розвитку в Україні досліджені сучасними вітчизняними економістами, а саме О.Амошею, М.Ареф'євим, Ю.Бажалом, Ю.Василенком, О.Васюренком, Є.Галушком, А.Гальчинським, В.Геєцем, А.Гриньовим, Б.Данилишиним, Г.Добровим, П.Завліним, М.Крупкою, А.Кузнецовою, Т.Косовою, С.Онишко, А.Пересадою, П.Перервою, М.Чумаченком, А.Яковлевим та ін. Але, незважаючи на значну кількість наукових досліджень щодо фінансово-кредитного забез-

печення інноваційної діяльності, проблема залишається не вирішеною остаточно. Подальшого дослідження потребує комплекс питань, пов'язаних з визначенням ролі банківських у функціонуванні вітчизняного венчурного бізнесу, трансформацією організаційних механізмів участі банків в венчурних фондах, пошуком можливих шляхів удосконалення нормативно-правового та організаційно-економічного забезпечення їх взаємодії.

Мета статті полягає у дослідженні організаційних засад формування венчурних фондів, визначенні переваг та обмежень участі вітчизняних банківських установ у функціонуванні венчурних фондів, обґрунтуванні необхідності зміни організаційної форми побудови венчурних фондів з закритого пайового інвестиційного фонду на командітне товариство.

Аналізуючи досвід становлення механізму венчурного інвестування в Україні, слід зазначити, що в 2002-2005 рр. у країні стала складатися власна національна модель венчурних інвестицій, відмінною рисою якої стало формування венчурних фондів переважно великими фінансово-промисловими групами, концернами й холдингами в рамках великих компаній, а не поза ними, як це передбачено традиційною моделлю венчурного інвестування. Істотний недолік даного механізму полягає в тому, що коло технологічних компаній, здатних одержати підтримку з боку венчурного капіталу, є досить вузьким, оскільки фінансуються в основному інноваційні проекти, реалізовані в рамках великих корпорацій. Склад потенційних джерел капіталу для венчурної індустрії в Україні та в промислово розвинутих країнах практично нічим не відрізняється, однак розподіл часток цих джерел в загальному обсязі інвестицій у венчурні фонди значно різниться. Так, якщо в США основними джерелами капіталу є кошти пенсійних фондів і страхових компаній, то в Україні центр ваги зміщений у бік банківського й державного секторів.

Питома вага банківських структур у венчурному бізнесі значно більше в країнах Західної Європи, ніж у США. Так, наприклад, у Німеччині на частку банків у середині 1990-х років доводилося більше половини всього працюючого в країні венчурного капіталу. Цим частково пояснюється переважна орієнтація західноєвропейських інвесторів на більш традиційні й менш ризиковані

підприємницькі проекти. У середньому в Європі приблизно 1/3 усього венчурного капіталу надається банками, про що свідчать дані табл. 1.

Таблиця 1

Питома вага джерел капіталу для венчурної індустрії в країнах ЄС [1]

<i>Тип інвестору</i>	<i>Європа</i>	<i>Австрія</i>	<i>Данія</i>	<i>Великобританія</i>	<i>Чехія</i>	<i>Венгрія</i>	<i>Польща</i>
Корпоративний	10,9	4,4	8,7	8,0	8,0	0,0	0,8
Приватний	7,4	10,1	10,6	6,3	26,9	0,0	0,7
Уряд	5,6	15,9	16,4	3,7	0,0	0,0	8,6
Банки	21,7	48,0	29,0	9,6	63,2	93,4	32,6
Пенсійні фонди	24,2	8,8	5,8	40,1	0,0	0,0	25,7
Страхові компанії	12,9	12,7	16,4	14,7	0,0	0,0	23,1
Фонди фондів	11,4	0,0	7,2	13,6	0,0	5,1	7,7
Академічні інститути	0,4	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0
Грошовий ринок	1,3	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Інші	4,2	0,0	5,9	3,0	1,8	1,6	0,8

Розглянемо організаційні механізми участі банківських установ у функціонуванні венчурного бізнесу.

Як відомо, венчурний капітал в залежності від джерела фінансування й методів управління може виступати в трьох основних формах, що представлені на рис. 1.

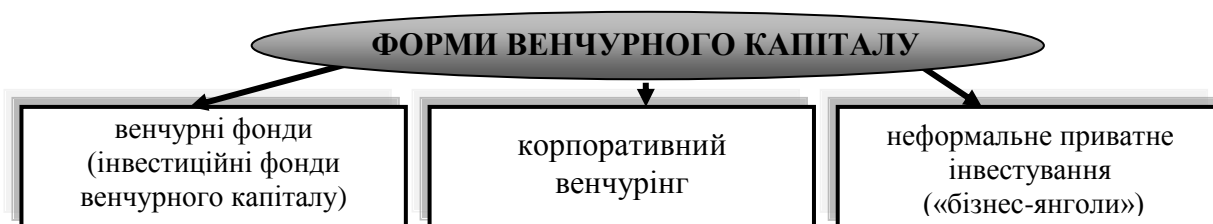


Рис.1. Форми венчурного капіталу

Безпосередня (пряма) участь банківських установ у ризиковому фінансуванні обмежена через острах високого ризику, пов'язаного з відсутністю матеріального забезпечення, неліквідністю капіталовкладень у венчурні фірми, високою часткою їхніх банкрутств на початкових стадіях існування. У свою чергу, і високотехнологічні фірми також воліють утримуватися від банківських кредитів. Але, як і промислові компанії, банки часто беруть участь у ризиковій

грі опосередковано, тобто через формування венчурних фондів. Такі фонди являють собою посередників між джерелом інвестицій та компаніями, що здійснюють реалізацію інноваційних проектів та не котуються на фондовій біржі. Фонди венчурного капіталу об'єднують ресурси кількох синдікованих інвесторів: приватних і державних пенсійних фондів, благодійних фондів, страхових компаній, корпорацій, іноземних інституціональних або приватних інвесторів, приватних осіб – власників венчурного капіталу, банківських установ, банківських холдингів тощо. Традиційні джерела коштів для венчурних фондів позначені на рис. 2.

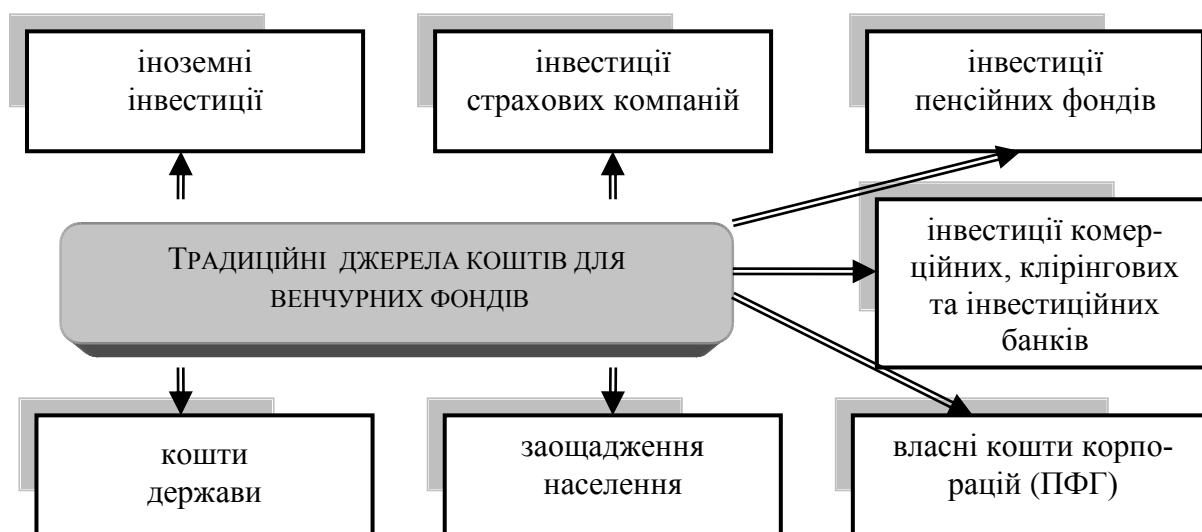


Рис. 2. Традиційні джерела коштів для венчурних фондів

Мета діяльності венчурного фонду полягає в отриманні прибутку від продажу пакета акцій інвестованих компаній. Залучаючи значні фінансові ресурси, подібні фонди зацікавлені в інвестуванні невеликого числа компаній середнього розміру, що перебувають на стадіях розширення й підйому. Венчурні фонди спеціалізуються на різних способах інвестування залежно від обраної ними стратегії. Так, деякі фонди венчурного капіталу є загальними й інвестують кошти у фірми на різних стадіях розвитку, що функціонують у різних секторах економіки й географічних регіонів. Інші, навпаки, зосереджуються на фінансуванні компаній на певних стадіях, у певних секторах економіки й регіонах. Крім того, управляюча компанія може організовувати кілька фондів різних спеціалізацій з метою диверсифікації ризиків і максимізації можливих доходів.

Участь у венчурному фонді як в інституті спільного інвестування (ІСІ) надає цілий ряд переваг для банківської установи, а саме:

- дозволяє суттєво оптимізувати оподаткування. Так, наприклад, коли емітент самостійно розміщує такі цінні папери, як цільові (безпроцентні) облігації, то при їх погашенні шляхом передачі об'єкту, під який вони були випущені, у нього виникають податкові зобов'язання щодо нарахування та сплати податку на додану вартість. Якщо ж це здійснюється через венчурний фонд, який спочатку викуповує ці цінні папери, то згідно з абз.1 пп. 3.2.1 п. 3.2 ст. 3 Закону України «Про податок на додану вартість» [2], такі зобов'язання не виникають. Крім того, кошти спільного інвестування (в тому числі, прибутки, отримані від активів ІСІ) не підлягають оподаткуванню. До складу валового доходу не включаються кошти, залучені від інвесторів ІСІ, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ та доходи, нараховані за активами ІСІ відповідно до пп. 4.2.8 п. 4.2 ст. 4 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» [3];
- створює можливості для концентрації корпоративних прав (контрольних пакетів акцій);
- створює можливості для скуповування боргів;
- створює можливості для інвестування в нерухомість, що набуває особливої актуальності у зв'язку з існуванням цілого ряду обмежень щодо способів інвестування в будівництво Згідно з Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [4];
- створює можливості для інвестування за кордон;
- створює можливості для використання вексельних схем через механізми ІСІ;
- надає певні переваги, обумовлені закритістю механізму доступу до інформації, пов'язаної з діяльністю венчурного фонду;
- створює можливості для здешевлення кредитних ресурсів (шляхом кредитування за рахунок ІСІ).

Нажаль, існуюче на сьогоднішній день в Україні законодавство певним чином обмежує участь банківських установ в венчурному бізнесі.

Так, наприклад, банки не можуть виконувати функції з управління активами венчурних фондів. Згідно з визначенням, наданим у Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [5], компанія з управління активами, яка може створювати та управляти пайовими інвестиційними фондами, – це господарське товариство, яке здійснює професійну діяльність з управління активами інституту спільного інвестування на підставі ліцензії, що видається Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. У частині III ст. 29 цього Закону зазначається, що забороняється поєднання діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів. Для вирішення цієї проблеми в 2003 р. НБУ виступив з ініціативою щодо внесення відповідних змін у цей Закон.

Крім того, обсяг банківської участі в капіталі венчурних фондів обмежений. Так, згідно з Законом України «Про банки і банківську діяльність» [6] та Інструкцією про порядок регулювання діяльності банків в Україні [7] банки мають право здійснювати інвестиції лише на підставі письмового дозволу НБУ (правила встановлі ст. 47 цього Закону). Банк має право здійснити інвестицію без письмового дозволу НБУ у разі, якщо інвестиція в будь-яку юридичну особу становить не більше ніж 5 % регулятивного капіталу банку або юридична особа, в яку здійснюється інвестиція, веде виключно діяльність з надання фінансових послуг (що не відповідає завданням венчурних фондів). Пряма чи опосередкована участь банку у капіталі будь-якого підприємства, установи не повинна перевищувати 15% капіталу банку, а сукупні інвестиції банку не повинні перевищувати 60 відсотків розміру капіталу банку (ст.50 цього Закону).

Крім того, форми участі банків в діяльності венчурних фондів обмежені. Банку забороняється інвестувати кошти в підприємство, установу, статутом яких передбачена повна відповідальність його власників (ст. 50 Закону України «Про банки і банківську діяльність» [6]).

З метою підвищення ефективності участі банківських установ України у діяльності венчурних фондів ми пропонуємо внести цілий ряд принципових змін у технологію формування та функціонування венчурних фондів.

По-перше, пропонується змінити організаційну форму венчурних фондів. Найбільш поширеною організаційною формою створення венчурних фондів на сьогоднішній день в Україні є форма закритого пайового інвестиційного фонду (ЗПІФ). Такий висновок підтверджує порівняльний аналіз структури українських та російських ІСІ, результати якого представлені на рис. 3.

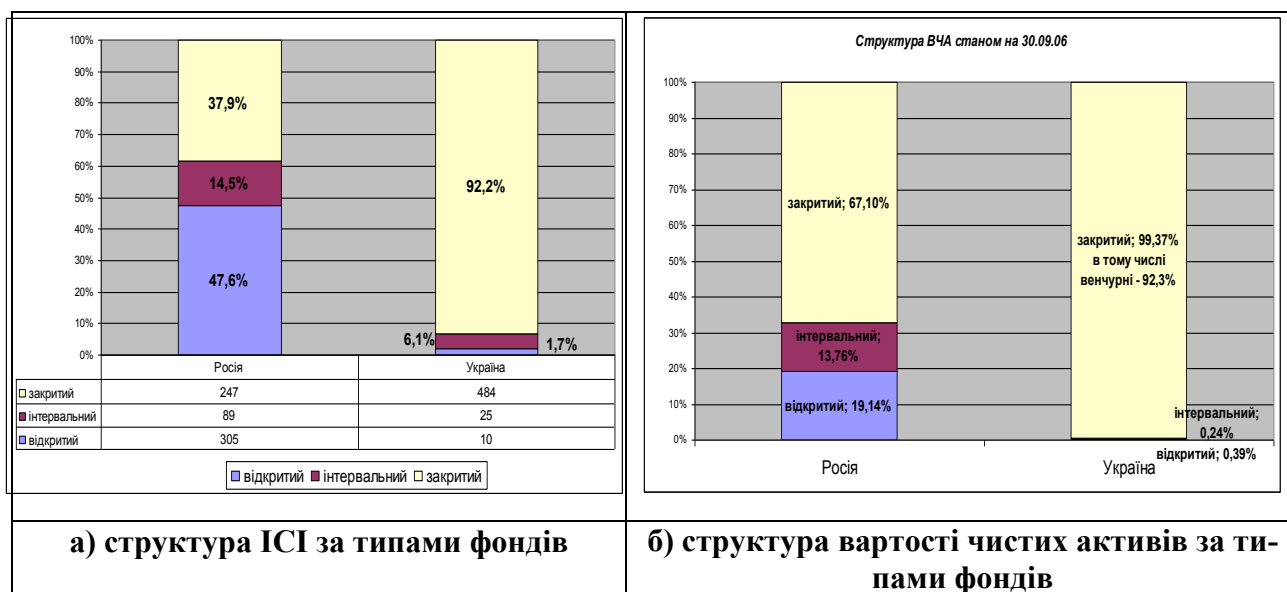


Рис. 3. Порівняльний аналіз структури інститутів спільного інвестування в Росії та Україні станом на 30.09.2006 р. за видами та вартістю активів [8]

Згідно з Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [5] інститут спільного інвестування належить до закритого типу, якщо він (або компанія з управління його активами) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) до моменту його реорганізації або ліквідації. У разі якщо недиверсифікований ІСІ закритого типу здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більш ніж на 50 % складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній

системі, він вважається венчурним фондом. Учасниками венчурного фонду можуть бути тільки юридичні особи.

Стосовно масштабів участі банків в венчурних фондах, сформованих як ЗПФ, то слід зазначити, що згідно з рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування» [9], кількість цінних паперів одного емітента в активах ІСІ не може становити більше 10 % загального обсягу їх емісії.

Безсумнівними перевагами, які й визначають популярність ЗПФ, є відсутність подвійного оподаткування та обмежена відповідальність інвесторів. За прогнозами аналітиків, український фондовий ринок зростатиме ще щонайменше 1,5-2 роки, причому за цей період середньорічна дохідність закритих фондів не впаде нижче ніж 50%. Закриті фонди часто створюють для мінімізації оподаткування, оскільки на законодавчому рівні вони звільнені від сплати податку на прибуток за умови реінвестування доходу (інвестори платять податки тільки після припинення діяльності фонду, а період з моменту відкриття і до закриття є легальними податковими канікулами).

Однак, на нашу думку, поруч з цим, ЗПФ як організаційна для форма венчурних фондів характеризується низкою суттєвих недоліків, які роблять її незручною для інвесторів, зокрема – банківських установ.

По-перше, мова йде про неможливість практичної реалізації принципу поетапного фінансування в рамках цієї форми. Сутність цього принципу полягає в тому, що фінансування венчурного підприємства здійснюється поетапно, вкладення збільшуються в міру успішного ходу реалізації інноваційного проекту й негайно припиняються у випадку невдачі. Причому порційне здійснення фінансування в часі збігається з відповідними етапами інноваційного процесу або життєвого циклу підприємства. Кошти для реалізації чергового етапу надаються тільки при досягненні якихось заздалегідь установлених показників, що свідчать про успішне завершення попереднього етапу. Втім, як відомо, згідно з вітчизняним законодавством, ЗПФ повинен бути закритий до визначеного моменту часу (це відноситься також і до додаткової емісії паїв). У закритий фонд

вкладають гроші на 3-5 років, і в цей період інвестор не може продати свій пай керуючому фондом.

По-друге, діяльність ЗПФ вимагає ведення масштабної та дуже деталізованої звітності, що є обтяжливим та небажаним для будь-якого бізнесу. Так, керуюча компанія зобов'язана надавати щомісячно довідку про відповідність розміру статутного та власного капіталу вимогам ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку, перелік інституційних інвесторів, активами яких вона управляє.

По-третє, з метою забезпечення гарантованого доходу інвесторів законодавчо передбачена жорстка регламентація напрямків вкладень ЗПФ, що унеможливує вільний вибір венчурним фондом об'єктів інвестування.

Наявність зазначених вище особливостей ЗПФ призводить до того, що практично всі вітчизняні венчурні фонди, що створені таким чином, не відповідають класичним вимогам венчурного бізнесу. Вони найчастіше є фондами прямих приватних інвестицій, що орієнтуються на фінансування найпізніших стадій інноваційного бізнесу або на інвестування в компанії, що вже активно працюють на фондовому ринку.

Таким чином, враховуючи наведений вище перелік недоліків існування венчурних фондів у формі ЗПФ, які обмежують участь банківських установ у фінансуванні ризикового бізнесу, ми вважаємо за доцільне запропонувати змінити організаційну форму функціонування венчурних фондів. На нашу думку, більш доцільною буде організація венчурних фондів у формі обмежених партнерств (командітних товариств). В рамках цієї форми всі учасники венчурного фонду поділяються на обмежених партнерів (відповідають по зобов'язанням лише в межах своїх вкладів) та генеральних (приймають основні управлінські рішення та відповідають по зобов'язанням всім своїм майном). Таким чином, керуюча компанія венчурного капіталу (КУА) може виступати головним партнером, відповідальність якого не обмежена, а різні інституціональні інвестори (в тому числі – банки), які надають фінансові ресурси – партнерами з обмеженою відповідальністю (вкладниками). Як вже зазначалося вище, оскільки згідно ст.50 Закону України «Про банки і банківську діяльність»

банку забороняється інвестувати кошти в підприємство, установу, статутом яких передбачена повна відповідальність його власників, то при утворенні венчурного фонду у формі командитного товариства банк може виконувати лише функції партнера з обмеженою відповідальністю (тобто учасника).

Форма обмеженого партнерства з погляду оподаткування є прозорою, оскільки податки сплачуватимуть лише його учасники, а не партнерство в цілому як юридична особа. Крім того, для банків ця організаційна форма характеризується низьким рівнем трансакційних витрат, значно меншим (у порівнянні з ЗПФ) обсягом звітності, можливістю укладання гнучких та складних контрактів між банками як інвесторами та керуючою компанією, можливістю забезпечення високого рівня юридичного захисту цих контрактів. Крім того, в рамках командитного товариства, на відміну від ЗПФ, є абсолютно повні можливості для реалізації принципу поетапного фінансування, адже згідно зі ст. 79 Закону України «Про господарські товариства» [10] вкладник командитного товариства (тобто банк) має право після закінчення фінансового року вийти з товариства та одержати свій вклад у порядку, встановленому засновницьким договором (меморандумом), або в будь-який момент часу передати свою частку (її частину) у складеному капіталі іншому вкладнику або третій особі. Безумовно, цей шлях вирішення досліджуваної проблеми не позбавлений і певних недоліків, а саме, він не вирішує завдання запобігання подвійному оподаткуванню (для банків як інвесторів це є виключно важливим). В такому разі держава має на законодавчому рівні звільнити венчурні фонди, створені у формі командитних товариств, від оподаткування.

По-друге, для того, щоб обійти законодавче обмеження щодо неможливості банків виконувати функції з управління активами венчурних фондів, ми вважаємо за доцільне створення компаній по управлінню активами безпосередньо при банках або венчурів як складових підрозділів банків. В промислово-розвинених країнах на частку венчурних фондів, які є складовими структурами підрозділів банків, припадає близько третини їхнього загального обсягу. Наприклад, у Великобританії ця величина становить 18,7%, а в Голландії – 29,17%. Хоча ці фонди не мають ніяких пільг і їм складно конкурувати з неза-

лежними фондами венчурного капіталу, великі інвестиційні банки все ж створюють у своїх структурах і забезпечують фінансовими ресурсами спеціалізовані венчурні підрозділи з метою диверсифікації портфеля послуг і розширення бази клієнтів [11]. Безумовно, такий шлях є достатньо витратним для банку, оскільки статутний капітал компанії з управління активами повинен бути не менше 200 тис. євро, але наявність переваг для банку від застосування такого механізму, на нашу думку, робить його рентабельним.

Як свідчить світовий досвід, венчурний капітал є досить прибутковим за певних умов його використання, що передбачають по суті створення індустрії венчурного фінансування як складової всього господарського механізму, дія якого має бути підкорена меті побудови інноваційної моделі розвитку економіки. В Україні, на жаль, такий механізм ще не діє: незважаючи на достатньо велику кількість офіційно зареєстрованих венчурних фондів, тільки 4 з них, за свідченням експертів, є активними, обсяг вкладень венчурних фондів у високотехнологічний сектор вітчизняної економіки незначний і не перевищує 5% загального обсягу прямих інвестицій. Подальший розвиток венчурного бізнесу в Україні потребує удосконалення відповідного законодавства, створення інноваційного конкурентного середовища, підвищення кваліфікаційного рівня підприємців та управлінського персоналу венчурних фірм тощо

Список використаної літератури

1. Бунчук М. Роль венчурного капіталу в фінансуванні малого інноваційного бізнесу. – М., 1999.
2. Закон України «Про податок на додану вартість» від 03.04.97 №168/97-ВР // Відомості Верховної Ради. – 1997. – № 21. – С.156.
3. Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28.12.94 р. № 334/94-ВР // Відомості Верховної Ради. – 1995. – № 16. – С. 116.
4. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.01р. № 2664-III // Відомості Верховної Ради. – 2002. – № 1 . – С. 1.

5. Закон України від 15.03.2001 р. №2299-III «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» // Відомості Верховної Ради. – 2001. – № 21. – С.103.
6. Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 р. № 2121-3 // Відомості Верховної Ради. – 2001. – № 5-6 (09.02.2001). – С. 30.
7. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні від 28.08.2001 № 368.
8. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування в 2006 р.// www.ufs.com.ua/stories/docs/uaib2006.doc
9. Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування» № 12 від 11.01.2002.
10. Закон України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 №1576-XII // Відомості Верховної Ради. – 1991. – № 49. – С. 682.
11. Хесин Е. Великобритания // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – № 8. – С. 16.

Шпиг Ф.І. Трансформація взаємовідносин банківських установ та венчурних фондів в Україні / Ф.І. Шпиг., Т.А. Васильєва // Збірник наукових праць "Європейський вектор економічного розвитку". – 2008. – №2(5). – С. 198-206.