

УДК 330.322.001.76

Романішин О. В.

ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ ІННОВАЦІЙНИХ ПІДПРИЄМСТВ

Робота присвячена зародженню та розвитку нового для української економіки фінансового інструменту з залучення зовнішніх ресурсів. У теоретичній частині роботи визначається місце та значення венчурного капіталу поміж інших джерел фінансування підприємств, розглянуто його структуру.

Аналітична частина представлена кількома блоками. Надається порівняльний аналіз діяльності венчурних компаній США та країн Центральної Європи за структурою інвестиційних портфелів.

Спираючись на досвід діяльності закордонних венчурних компаній, аналізуються закономірності розвитку венчурного фінансування та зроблено деякі припущення щодо розвитку цієї галузі в Україні.

Вступ

Будь-яка фірма в ринковій економіці одночасно розвиватися і залишатися прибутковою без додаткових інвестицій не може. Власних зароблених коштів у підприємства, як правило, недостатньо,

щоб забезпечити зростаючі потреби в оборотному й основному капіталі.

Однак, інвестиції у нові фірми дуже ризиковані. І справді, якби шанси на успіх можна було серйозно перевірити, то деякі прагматичні ділові люди

навіть і не пробували б створювати нові підприємства. Але їх штовхає на ризик вроджений оптимізм і віра в себе.

Новостворені, переважно малі, підприємства звичайно фінансуються з власних ресурсів — коштів засновників і, можливо, пасивних партнерів, які поділяють їхню віру в успіх. Коли стає зрозумілим, що у таких підприємств з'являються всі шанси на успіх, то виникає потреба у додаткових коштах. Звичайні банківські кредити можуть виявитись недоступними для них. Саме в такій ситуації з'являється венчурний капітал і венчурні капіталісти.

"Венчурний" або "ризикований" капітал — мало зрозумілий для переважної більшості українців феномен. Його плутають з банківським кредитуванням або добродійністю. Інформації про характер і діяльність венчурних фондів та компаній практично немає, не вважаючи кількох плутаних заміток у київських виданнях. Українські і російські пошукові системи в Internet дають усього два-три посилання на сайти, де так чи інакше згадується слово "венчур", яке при цьому не перестає залишатися смутним і неясним.

У країнах з технологічно орієнтованою економікою зростання виробництва й індустріальний розвиток переважно залежать від успішних інновацій, які означають, що результати досліджень і розробок ефективно комерціалізуються (переходять у стадію комерційного випуску продукції). При цьому доступ технологічних компаній до фінансових ресурсів стає ключовим чинником в інноваційному процесі.

Венчурний капітал, як специфічний тип фінансування, який розвивався для підтримки вельми ризикованих проектів, відіграє важливу роль у зв'язку з цим.

Участь венчурного капіталу є принциповим чинником в інноваційному процесі. З різних причин для великих компаній реалізація ризикового проекту є надто складною. Такі проекти мають більший шанс на успіх, якщо вони зроблені малими технологічними фірмами. Венчурний капіталіст здатний за допомогою відповідних фінансових інструментів брати участь у підтримці таких вельми ризикових інноваційних проектів. Це підтвер-

джується тим, що технологічні революції, які привели до трансформації індустріального виробництва, були ведені компаніями, котрі підтримуються венчурним капіталом. Наприклад, фірми, які лідирували в кожному новому поколінні комп'ютерних технологій (ПК, програмне забезпечення), фінансувалися за рахунок венчурного капіталу.

Венчурний капітал, за визначенням Європейської Асоціації Венчурного Капіталу (EVCA — European Venture Capital Association) [1], є пайовим капіталом, що надається професійними фірмами, які інвестуються також і керівниками стартовими, що розвиваються, або приватними компаніями, які трансформуються і демонструють потенціал для помітного зростання.

Має бути також відмічений такий істотний елемент, як зростання вартості компанії, яке відбувається в середньо- або довгостроковій перспективі і приводить до зростання вартості частки венчурного інвестора. Цей приріст капіталу вище, ніж прибуток від альтернативних вкладень, компенсуючий ризик і неліквідність таких вкладень. Молоді компанії в партнерстві з коштами венчурного капіталіста і його професійним досвідом мають більший прогрес. Венчурні інвестиції мають переважно такі риси:

- венчурний капіталіст ділить ризик з підприємцем;
- довгий інвестиційний горизонт — від 3 до 7 років;
- в доповнення до інвестицій здійснюються також взаємовідносини з менеджментом компанії для забезпечення підтримки, заснованої на досвіді і зв'язках інвестора;
- повернення коштів здійснюється у вигляді реалізації частки інвестора, що зросла в ціні у власності компанії в кінці інвестиційного періоду.

Порівняльна схема джерел фінансування

У залежності від різних ситуацій, рис і структури компанії менеджмент може вибирати відповідний необхідності тип фінансування за рахунок зовнішніх коштів. Порівняльна характеристика описаних вище джерел капіталу показує, відповідно, обмеження і переваги для компанії, що фінансується [2]:

Джерела фінансування	Обмеження і вимога	Переваги	Недоліки
Кредити	Ліквідна застава. Спроможна кредитна історія компанії. Вимоги до плану розвитку проекту, що прогнозується.	Гнучкість у запозиченні та обслуговуванні позики. Відсутність оперативного контролю над використанням коштів	Ризик неплатоспроможності. Високі процентні ставки. Вимоги до ліквідної застави.
Державне фінансування	Соціальна значущість. Компанія повинна відповідати певним стандартам. Фінансування може використовуватися тільки для певних видів діяльності.	Здійснюється навіть у випадках, коли неможливо отримати фінансування з комерційних джерел, звичайно вимагає до виплати менший об'єм коштів і довший термін.	Обмеження на використання. Труднощі в отриманні, переважно обсяги невеликі.

Джерела фінансування	Обмеження і вимога	Переваги	Недоліки
Венчурний капітал	Компанія повинна показувати потенційне зростання, унікальність ідеї, високу кваліфікацію керуючого персоналу.	Венчурний капіталіст як власник акцій реалізує досвід в управлінні і фінансовій області, що дозволяє компанії додатково прогресувати.	У владі інвестора здійснювати кадрові перестановки. Процес отримання фінансування довгий і важкий. Проблематичний вихід венчурного капіталу.
Цільові інвестиції	Стійка позиція на ринку. Кваліфікований і досвідчений менеджмент.	Інвестор вносить досвід у даному напрямі діяльності. Важкий вихід для інвестора.	Інвестор контролює процес прийняття рішень.

Тож, як бачимо з наведених переваг та недоліків венчурного фінансування, воно має свою певну нішу на ринку капіталів та своїх споживачів, які відповідають вимогам венчурних капіталістів.

Види венчурного фінансування

Єдиного визначення венчурного капіталу поки що не існує. У загальному вигляді його можна охарактеризувати як економічний інструмент, що використовується для фінансування введення в дію компанії, її розвитку, захоплення або викупу інвестором при реструктуризації власності. Інвестор надає фірмі необхідні кошти шляхом вкладення їх у статутний капітал і (або) виділення пов'язаного кредиту. За це він отримує обумовлену частку (необов'язково в формі контрольного пакету) в статутному фонді компанії, яку він залишає за собою доти, поки не продасть її і не отримає належний йому прибуток.

Для ризикового капіталу на відміну від кредиту гарантії фірми не мають вирішального значення. Важливіше для нього наявність привабливого і реального підприємницького задуму, а також менеджменту, здатного втілити його в життя. Довгострокові вкладення здійснюються не тільки у формі грошей, а й шляхом надання конкретної допомоги дрібним і середнім фірмам, що сприяє перетворенню їх у великі компанії.

Через підвищений ризик венчурний капітал надається під більш високий відсоток, ніж кредит, як правило, з розрахунку 25—35 % річних (точна ставка встановлюється при деталізації інвестицій).

Венчурні вкладення можна розділити на чотири групи: стартові, в період розвитку компанії, при реалізації певної операції, інші (див. таблицю).

- *Стартові інвестиції* — найризикованіша форма вкладень. Іноді вони діляться на дві підгрупи: передстартове і власне стартове фінансування.

Передстартове фінансування торкається початкових етапів підприємницької діяльності. Часто воно здійснюється до безпосереднього утворення підприємства. Прикладом може служити фінансування робіт по створенню прототипу нового виробу і його патентному захистові, аналізу ринку збуту або надання послуг, правовому забезпеченню вигідних франчайзингових договорів і догово-

рів купівлі-продажу, а також по формуванню плану підприємницької діяльності, добору менеджерів і утворенню компанії аж до моменту, коли можна перейти до стартового фінансування.

Стартове фінансування — це інвестування з метою забезпечення початку виробничої діяльності компанії. Передбачається, що вже сконструйована продукція, підібраний колектив менеджерів, отримані результати дослідження ринку. Ризик у цього разі високий, і вкладення навряд чи окупляться раніше, ніж через 5—10 років.

- *Фінансування розвитку*, як правило, ділилося на фінансування його початкової і наступної стадій.

Фінансування початкової стадії розраховане на надання допомоги невеликим підприємствам, котрі володіють значним потенціалом зростання. Як правило, вони не можуть забезпечити фінансування розвитку за рахунок кредиту в зв'язку з нездатністю гарантувати його повернення. Враховуючи відносно високу міру передбачуваності результатів інвестування, ризик капіталовкладень у цьому разі трохи менший, ніж при стартовому фінансуванні, але все ще значний. Часто таким чином фінансуються фірми, які існують менше трьох років і ще не одержували прибутку.

Фінансування пізньої стадії передбачає виділення коштів підприємствам з діючим виробництвом, що володіє великим потенціалом для розширення, скажімо, за рахунок введення в дію нової виробничої лінії або створення торговельної мережі на нових територіях. Ризик таких інвестицій набагато менший, ніж у попередніх випадках, а термін їх окупності значно коротший (приблизно 2—5 років). При цьому венчурний капітал є альтернативою класичному кредитуванню.

- *Фінансування певної операції* здійснюється як одноразовий акт. Як правило, кошти виділяються на дуже невеликий термін (наприклад, на два роки). Таким чином фінансується, наприклад, купівля підприємств для певного клієнта, здійснюється проміжне фінансування, що забезпечує діяльність компанії в період між іншими видами фінансування, а також надаються кошти (і це має першорядне значення) для придбання підприємства його управлінським персоналом.

Основні характеристики видів вкладень венчурного капіталу [3].

Вигляд венчурного фінансування	Термін інвестицій (років)	Об'єм інвестицій, млн крон	Очікуваний прибуток, % в рік	Частка компаній, що пропонують даний вид фінансування, %
Передстартове	7–12	0,2–4,0	до 100	1–2
Стартове	5–10	4–20 (але може доходити до 200)	35–50	5
Початкової стадії розвитку	4–7	10–40	30	10
Безпосередньо розвитку	2–5	20–80	25	50
Купівля підприємства управлінським персоналом	2–4	200–1000 (але може доходити до 20 000)	20–25	майже 100

• Існують різновиди венчурного капіталу, що не входять до жодної з перерахованих вище груп. До їх числа належать: *рятувальне фінансування*, що передбачає виділення коштів для реалізації заходів, які забезпечують відродження підприємства потенційного банкрута; *замінююче фінансування*, призначене для заміни частини зовнішніх ресурсів фірми власним капіталом; *фінансування операцій, пов'язаних з виходом компанії на ринок цінних паперів*.

Приблизний портфель американського венчурного капіталіста представлений на схемі:

Стадія ризикового вкладення	Структура портфеля	Необхідний прибуток від інвестицій
Стартові інвестиції	10 %	60 % річних та більше
Фінансування початкової стадії	20 %	Понад 50 % річних
Фінансування розвитку	40 %	Від 35 % до 40 %
Фінансування певної операції	30 %	Понад 30 % річних

Таким чином венчурне інвестування проводиться за допомогою спеціально створених фондів, якими володіють компанії. Вони можуть бути незалежними або належати фінансовим інститутам, але виступати як незалежні у виборі певного виду фінансування, балансуючи між нормою прибутковості та рівнем ризику.

Порівнюючи західноєвропейську та американську моделі фінансування, розклад між обсягами в різні стадії та очікуваний прибуток, бачимо, що у більшості випадків збігається, а це свідчить про подібні умови розвитку венчурного капіталу. Проте помітні амбіції європейських ВК щодо ризикового фінансування ранніх стадій проектів. Це ще раз свідчить про малу історію фінансової галузі та про брак значного досвіду, оскільки, як свідчить практика американських венчурних компаній, най-

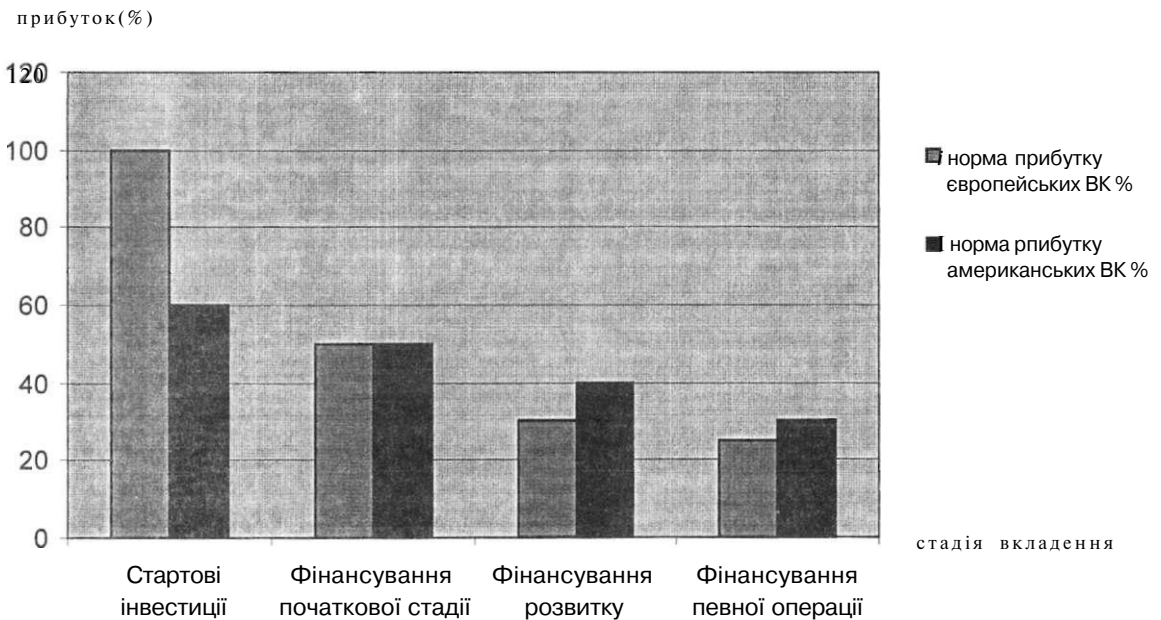
більш реальними є проекти, котрі вже стоять на шляху розвитку, як це видно з діаграми, а також фінансування окремої операції, оскільки в цьому випадку рівень ризику значно менший.

Необхідно зазначити, що високий прибуток на ранніх стадіях зв'язаний з високим ризиком, тобто невизначеністю в отриманні саме цієї ставки прибутку. Прибутковість і ризикованість зменшуються при просуванні проекту по життєвому циклу. Прибутковість також міняється в залежності від типу промисловості.

Для компенсації високого ризику і довгого інвестиційного періоду, в якому кошти є неліквідними, венчурний капітал має показувати високий прибуток інвестору. Цей прибуток повинен перекивати зростання інфляції, прибуток від безризикових інвестицій і перевищувати прибутки фондового ринку. У Сполучених Штатах інтегральні прибутки були більш помірними, ніж очікувалося, але перевищували прибутковість по індексу Стандарт та Пулз 500 (Standard & Poors 500). Іншими словами, такі прибутки можуть бути привабливі і для інституційних інвесторів. Як уже зазначалося раніше, з підвищенням стадії розвитку компанії знижується ризик і прибутковість інвестицій. Необхідно врахувати також, що віддача міняється в залежності від галузі промисловості. Європейський досвід засвідчує, що найменший зведений показник прибутковості показували фонди, що інвестують в ранні стадії технологічних компаній.

Британська Асоціація Венчурного Капіталу опублікувала (грудень, 1995) попередні дані про значення чистого прибутку інвесторів у кінці 1994 року для незалежних британських венчурних фондів, які залучали капітал протягом періоду 1980–1990 років. Дані показали, які значення внутрішньої норми рентабельності (IRR) становило 12.1 % річних. Однак, це усереднене значення приховує значну різницю в результатах роботи різних фондів, які варіюються від негативних до 30 % річних. Такий рівень прибутків перевищує прибуток

Очікуваний прибуток від різних стадій фінансування.



від інвестицій в інші типи активів з прийнятним рівнем ризику і ліквідності. Прибутковість фондів, що фінансують реструктурування, також перевищувала прибутки фондів, які спеціалізуються на стартових компаніях.

Ринок венчурного капіталу в Україні перебуває нині в стадії формування. Проте, можна говорити про ряд чинників, які сприяють його розвитку у сфері інноваційного бізнесу:

- в тіньовому секторі України накопичено значні фінансові ресурси, зокрема, у сфері торгівлі, паливно-енергетичному комплексі, реабілітація яких дасть можливість інвестувати їх у "реальний" сектор;
- внаслідок девальвації росте актуальність створення імпортозамінюючих та експортоорієнтованих виробництв.

На думку автора, в Україні існує ряд умов для розвитку венчурного бізнесу, які впливають з ментальних та історичних особливостей сучасної української нації:

- дух підприємництва та "розумного авантюризму";
- високий рівень освіти населення;
- злиття особливостей азійської та європейської культур — поєднання індивідуалізму з колективізмом;
- наявність багатьох ВНЗ та НДІ;
- зростання кількості приватних малих та середніх підприємств;

- зростання попиту на фахівців інженерної спеціальності [5];

- високий кваліфікаційний рівень трудових ресурсів, особливо — на існуючих та колишніх підприємствах ВПК.

З іншого боку, на шляху розвитку ринку ВК у сфері інноваційного бізнесу в Україні стоять серйозні проблеми:

- високі ризики, властиві інноваційним проектам на ранніх стадіях реалізації, в Україні накладається загальна економічна і політична нестабільність та невизначеність;
- складність пошуку відповідних кандидатів для інвестицій внаслідок слабого розвитку інфраструктури;
- низька міра підприємницької культури і навичок, необхідних при підготовці інвестиційних проектів;
- значний об'єм кримінального капіталу в українській економіці, що посилює насторожене ставлення підприємців до інвесторів.

Якщо загальноекономічну нестабільність доводиться визнати як дійсність, і вона, скоріш за все, ще довгий час знижуватиме в Україні ефективність бізнесу загалом, то інші перешкоди можна суттєво ослабити. Ефективним механізмом розвитку ринку ВК в Україні може бути створення мереж на базі консалтингових служб, які надають послуги

Динаміка кількості малих підприємств в Україні [4].

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Україна, всього	84780	85799	96019	96270	136238	151372
Наука і наукове обслуговування	4748	4151	3587	3487	3800	4469

малим підприємствам у науково-технічній сфері. По-перше, вони могли б стати для венчурних компаній джерелом інформації про перспективні проекти, що вимагають інвестицій. По-друге, вони могли б сприяти доведенню технологічних розробок до стадії продуктів, готових до комерціалізації, і встановлення контактів між підприємцями та інвесторами. По-третє, вони ж могли б здійснювати ретельний відбір учасників мережі як з боку потенційних інвесторів, так і з боку підприємців, які потребують фінансових ресурсів.

Тож, зважаючи на вищесказане, можна зробити висновки.

Наявність приватних підприємств є необхідною умовою розвитку венчурних компаній. Із зрос-

танням розвитку приватного сектора економіки у порівнянні з державним зростає як потреба, так і можливість венчурного фінансування.

ВК має низку переваг над іншими формами інвестицій, що створює альтернативу банківським кредитам, доступ до яких для більшості підприємств є ускладненим. Венчурний капітал потребує створення і розвитку власної інфраструктури, наявності фондів, консалтингових компаній, відкритого ринку цінних паперів тощо та забезпечення стабільного законодавства для інвесторів.

Венчурний капітал бере значну участь у розв'язанні проблеми безробіття, оскільки потребує високоосвічених кадрів у технологічній галузі, тим самим створює додаткові робочі місця.

1. <http://www.evca.com/>

2. Гарнер Д. и др. Привлечение капитала // Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р.— М.: Джон Уайли энд Санз, 1995.— (Пособия Эрнст и Янг).

3. http://www.ptpu.ru/Issues/6_99/пу6_23.htm

4. <http://www.techbusiness.ru/index.htm> Михайлов В. Развитие малого и среднего инновационного бизнеса в Украине в 1990-е годы

5. Бізнес / Вакансії / 1999—2000 гг.

Romanishin A. V.

VENTURE FINANCING INNOVATION ENTERPRISERS

This work says about development of a new financial tool for Ukrainian economy, which deals with oversight resource. Theoretical part of work determines role, significance and sense of venture capital through other finance recourses of enterprisers. It was analyzed his structure.

Analytical part include comparative analyze of investment structure of venture company's activity USA and Center Europe.

Base on experience of foreign venture company's activities. I analyzed pattern of existing venture financing and made some supposition about development this finance tool in Ukraine.