

пріоритетів динамічного розвитку економіки України / В. В. Петрушевська // Міжнародна науково-практична конференція "Стратегія інноваційного розвитку підприємств України", 17–20 вересня 2003 р.: Зб. наук. пр. – К., 2003. – Т.1. – С.137–141. 14. Подмазко О. М. Державне регулювання інноваційного процесу / О. М. Подмазко // Вісник соціально-економічних досліджень: Зб. наук. пр. – Одеса, 2002. – Вип.11. – С.131–134. 15. Смеричевський С. Ф. Державне регулювання інноваційно-інвестиційної стратегії активізації діяльності промислових підприємств / С. Ф. Смеричевський, Н. М. Ткачова, Т. А. Гончарова // Прометей: Регион. сб. науч. тр. по экономике. – Донецк, 2003. – № 1 (10). – С.146–157.

УДК 330.341.1

Т.О. Смірнова., Х.Ю. Малкуш

Національний університет "Львівська політехніка"

КРИТЕРІЇ ВИБОРУ ПЕРІОДУ ВИХОДУ З ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ

© Смірнова Т.О., Малкуш Х.Ю., 2012

Розглянуто шляхи фінансування ризикових інвестиційних проектів та узагальнено і визначено етапи достартового, стартового, початкового та швидкого розширення та ліквідності бізнес-проектів. Проведена типологізація стадій виходу інвесторів із венчурного капіталу .

Ключові слова: інвестиції, фінансування, капітал, венчурні капіталовкладення, ризики, бізнес-проекти .

T.O. Smirnova, H.Y. Malkush

Lviv Polytechnic National University

CRITERIA OF CHOOSING THE PERIOD FOR WITHDRAWAL FROM VENTURE CAPITAL

In the article the ways of financing of risk investment projects are considered and generalized and certainly the stages of to starting, starting, initial and rapid expansion and liquidity of projects of businesses. Conducted the typologies' stages of output of investors from a venture capital .

Keywords: investments, financings, capital, venture capital investments, risks, projects of businesses .

Постановка проблеми. Однією з найважливіших областей венчурних вкладень є поетапне фінансування ринкових бізнес-проектів. Розподілення інвестиційних потоків за етапами пояснюється бажанням знизити рівень фінансового ризику у випадках відхилення планової реалізації проекту. Також це викликано потребою залучення додаткового обсягу грошових засобів за умови рентабельного розвитку інвестиційного проекту.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У сучасних наукових публікаціях недостатньо висвітлюються питання щодо стадій виходу з венчурного капіталу. Зокрема, багато вчених не поділяють ці стадії на окремі процеси, на яких заснований вибір горизонту виходу з капіталу: врахування плану отримання першої рентабельності; впевненість інвестора у позитивному розвитку інвестиційного проекту у перспективі; ранг оцінювання інвестором майбутнього економічного простору. На підставі дослідження наукової літератури та практичного досвіду підприємництва можна зробити висновок, що вітчизняний ринок венчурного інвестування розвивається низькими темпами, і це важливе джерело фінансування інноваційних підприємств ще не відіграє належної ролі.

Постановка цілей. Зроблено спробу сформулювати основні стадії щодо критеріїв вибору періодів виходу з венчурного капіталу .

Виклад основного матеріалу. Сутність венчурного фінансування полягає в акумуляції вільних фінансових коштів і вкладанні їх у венчури (наукомісткі фірми чи окремі науково-дослідні підрозділи великих підприємств) з метою проведення наукових досліджень й експериментів і комерціалізації інновацій.

До середини ХХ століття єдиним доступним джерелом фінансування інноваційної діяльності підприємств були банківські кредити, під забезпечення яких потрібно було закладати майно або інші боргові зобов'язання. Як правило, цих джерел не вистачало, і тому не було шансів на реалізацію навіть самих перспективних ідей. Значні зміни в організацію фінансування інноваційних процесів внесло виникнення венчурного бізнесу. Мобільність венчурного капіталу в поєднанні з його високою прибутковістю підтверджують, що для вирішення питань підвищення інноваційної активності підприємств при реалізації трансформаційних процесів в економіці венчурне інвестування перетворюється на найефективніший фактор розвитку.

Учасниками інвестиційного процесу при венчурному інвестуванні завжди є три сторони: винахідник як носій ідеї – інтелектуальної власності; підприємець, що розвиває бізнес на основі використання цієї власності; венчурний інвестор, що вкладає гроші в розвиток бізнесу. Всі вони мають свої частки у фірмі (підприємстві), яке функціонує і розвивається на засадах ефективного використання інтелектуальної власності, причому частка венчурного інвестора не завжди є домінуючою [6].

Економічна природа венчурного капіталу, або, як його ще називають, ризикового капіталу, будується на тісній взаємодії і переплітанні різних механізмів та інструментів дольової, акціонерної та боргової форм капіталу і залежить від національних особливостей фінансової системи країни. Останнє значно розширює коло джерел венчурного фінансування, якими можуть бути: власні ресурси підприємства (прибуток, амортизаційний фонд, та інші ресурси, прирівняні до власних); залучений капітал шляхом випуску і розміщення акцій на ринку цінних паперів; інвестиційні вкладення пенсійних і венчурних фондів, корпорацій та іноземних інвесторів, заощадження приватних осіб або позика (державних структур, комерційних банків та ін.)

Першою стадією більшості нових проектів бізнесу є стадія достартового фінансування. На цьому етапі підприємству потрібна фінансова підтримка для структурування робіт з практичних та теоретичних доказів комерційної привабливості майбутнього інвестиційного проекту.

Ініціатор проекту або невеличка команда під його керівництвом здійснює попередні розробки та дослідження, оцінює потенційні ринки для збуту нової продукції, підготовлює бізнес-план діяльності майбутньої компанії.

Стадія достартового фінансування може продовжуватися від декількох місяців до одного року і в середньому потребує інвестиційних вкладень у розмірі до 500 тис. дол. США. Усе залежить від масштабів проекту. Ці інвестиції мають найбільший рівень ризику, оскільки достовірної інформації, яка б дала змогу визначити майбутню життєздатність бізнес-плану, практично немає.

Згідно із статистикою, яка заснована на багатьох оцінках, у кінці стадії достартового фінансування із розгляду виключається 70 процентів нових ідей. Водночас узгоджені ідеї приносять інвесторам, які увійшли у проект на етапі достартового фінансування, максимальну норму рентабельності – за різноманітними аналітичними спостереженнями, від 40 до 80 процентів річних.

У випадку успішного завершення першого етапу настає стадія стартового фінансування. На цій стадії практично до кінця оформлюється робота із реєстрування нової компанії та підбору його штатних співробітників, завершуються розроблення та дослідження прототипу інноваційного продукту, технології або послуги, а також починається моніторинг потреб ринкового простору.

У керівництві нової компанії вже присутній формальний бізнес-план. Формальний бізнес-план є основною передумовою ведення переговорів з новими інвесторами ризикового капіталу – компанії необхідні фінансові обсяги для того, щоби почати виробництво, випуск та реалізацію своєї продукції. У деяких випадках також необхідні операційні витрати на додаткові дослідження та розробки.

Етап стартового фінансування займає від шести місяців до декількох років і, як правило, коштує інвесторам від одного до трьох мільйонів доларів США.

Через високий рівень ризику найчастіше використовуються спільні капіталовкладення декількох учасників венчурного капіталу.

Стадія початкового розширення характеризується переходом інноваційної компанії до практичної діяльності з виробництва нового товару або комерційного впровадження нових послуг.

На цьому етапі компанія відчуває потребу у маркетинговій підтримці, закріпленні свого іміджу у споживачів, у подоланні конкурентної боротьби, організуванні каналів збуту продукції, оптимізації менеджменту бізнесу.

Норма прибутку від продажів продукції на цій стадії ще не забезпечує необхідних фінансових обсягів для подальшого розвитку, погашення поточних зобов'язань та створення фондів оборотних засобів. Водночас активи компанії не є надійною гарантією для залучення кредитних ресурсів із банківського сектора. Отже, засновники знову змушені залучати венчурних інвесторів.

Етап початкового розширення може продовжуватися декілька років і характеризується витратами у декілька мільйонів доларів США. Саме така сума необхідна для забезпечення стабільного функціонування нової фірми. За цієї умови в інвестуванні нововведень зазвичай беруть участь декілька венчурних фондів.

За успішного завершення стадії початкового розширення за нею йде етап швидкого розширення, на якому нова компанія гостро потребує значних засобів для збільшення виробничих потужностей, обсягу оборотних коштів, оптимізації системи збуту, а також для покращання якості продукції.

Після того, як нова компанія перейшла на етап швидкого розширення, ймовірність її банкрутства істотно знижується. Тепер фірма може вдатися до інструментів залученого капіталу з традиційних фінансових каналів. Залучення нових інвесторів ризикового капіталу, як правило, призупиняється. Підготовлюються та узгоджуються критерії для виходу на фінансовий ринок акцій нової компанії.

Підготовча стадія випуску акцій може займати до трьох–чотирьох місяців та зумовлювати витрати на рівні трьохсот тисяч доларів США.

Підсумковою метою венчурних інвесторів є наступна стадія – стадія ліквідності, тобто початок процесу продажу отриманих в обмін на вкладення акцій комерційної компанії зацікавленому холдингу або первинна виставка акцій на фінансовому ринку.

Для полегшення продажу акцій нових компаній, які ще не мають міцної репутації на ринку потенційних споживачів, у США сформувався позабіржовий ринок цінних паперів. Офіційно цей ринок має назву – NASDAQ. Критерії виходу на цей ринок простіші порівняно з традиційними фондовими. Платформа NASDAQ не є локалізованою у будь-якому місці та забезпечує рух цінних паперів на території усієї країни. Для обробки та розподілу інформаційних потоків впроваджено глобальний комп'ютерний простір, а операції між учасниками здійснюються за допомогою телекомунікаційних каналів.

Ризикові інвестиції також застосовують для контролю над новими компаніями або холдингами через заміну їх менеджменту у тому випадку, якщо через некомпетентність або слабкість керівництва не вдається повністю розкрити потенціал бізнесу.

Можлива й протилежна ситуація – керівництво за допомогою венчурних інвестицій ставить мету викупити частину акцій інвесторів й тим самим зміцнити свій вплив всередині компанії.

Основний обсяг венчурного капіталу (близько 70 %) зазвичай витрачається під час перших трьох етапів венчурного фінансування. Хоча ці інвестиції найризикованіші, вони, як правило, мають найвищий рівень рентабельності за умови успішного функціонування проекту. Тривалість повного циклу венчурних вкладень в одну інноваційну компанію варіюється в достатньо широкому діапазоні. Відомі випадки, коли із моменту створення фірми до її офіційної реєстрації проходило менше трьох років. Однак, частіше всього, цей термін становить від п'яти до десяти років. Тобто, безумовним принципом ризикових інвестицій є принцип надання фінансових обсягів без виплати процентів та з врахуванням погашення боргової суми протягом достатньо довготривалого періоду.

При цьому варто враховувати той факт, що вкладення у науковомісткі галузі не гарантує отримання прибутку та є доволі ризиковими для інвестора. Однак, якщо інвестиційний проект успішно реалізується, то доходи від цієї реалізації будуть достатньо високими.

Прибуток від вкладеного венчурного капіталу інвестор отримує у вигляді надбавки, яка утворюється від продажу акцій після декількох років рентабельності бізнесу. Реалізація акцій, як правило, здійснюється через продаж їх партнерам по бізнесу або великому підприємству аналогічної галузі. Ще одним засобом продажу є реалізація портфелю акцій на ринку цінних паперів. Отже, строк прибутковості інвестицій складається із двох стадій – стадії окупності вкладеного капіталу та етапу прибутковості інвестицій.

У більшості випадків планування порогу рентабельності при вкладеннях венчурного капіталу триває п'ять-сім років. Необхідно зазначити, що максимальна питома вага венчурних інвестицій припадає на інноваційний, науковомісткий комплекс, який вже має оптимістичні моделі прогнозу розвитку. Венчурні інвестиції характеризуються високим рівнем потенційного ризику. За цієї умови довготривалий період вкладень інвестори зазвичай не розглядають.

Як правило, термін вкладення інвестицій – п'ять років.

Окрім аналізу інвестиційної привабливості та оцінювання майбутньої прибутковості проекту, необхідно спрогнозувати можливі корективи у структурі операційних витрат. Варто проаналізувати динаміку ринку нерухомості та ринку оплати праці. Саме можливі відхилення на цих ринках часто не враховуються при бізнес-плануванні. Без повного аналізу неможливо визначити достовірну вартість інвестиційного проекту у перспективі.

Також варто звертати увагу на те, що у випадку розширення бізнесу, як правило, виникають значні корективи у структурі операційних витрат, кадрової політики та оцінці потенційних ризиків. Від зазначених критеріїв залежатиме окупність венчурного капіталу.

Виділяють короткотерміновий, середньотерміновий та довготерміновий період виходу із венчурного капіталу. Як правило, якщо строк виходу із капіталу визначається строком у один–два роки, то цей період виходу називають короткостроковим. Він використовується при стратегії “зняття вершків”. Цей стратегічний менеджмент має на меті отримання швидкого прибутку й оперативного виходу з ринку. Це виникає у тих випадках, коли інвестор, проаналізувавши проект інноваційного бізнесу, розуміє, що триваліший період виходу є найризикованішим.

Короткостроковий період виходу з капіталу зазвичай буває при захопленні нових ринків. Компанія виводить свою яскраву, інноваційну продукцію на ринок та пріоритетом вважає отримання максимальної рентабельності у короткій термін (один–два роки).

Може постати питання стосовно виходу з ринку через один–два роки замість продовження політики активного позиціонування продукції з метою захоплення частки ринку. Це пояснюється тим, що швидкий вихід є доцільним у тих випадках, коли інноваційна фірма не досягла високого рівня протекції у частці ринку. Відповідно, існує велика ймовірність ризику, який полягає у тому, що за довготривалішого періоду виходу компанія може не витримати жорсткої конкуренції. У такому випадку фірма може втратити всі завойовані позиції. Цей ризик оцінює власник венчурного капіталу, чистий дохід якого напряму залежить від чистих доходів компанії.

Отже, при впровадженні стратегії “зняття вершків” використання середньострокового виходу може призвести до втрати раніше отриманих фінансових результатів. Середньостроковим періодом виходу з венчурного капіталу називається період, який обмежується часовим проміжком від двох до п'яти років. Як правило, цей термін виходу використовується у тих випадках, коли повноцінне впровадження інноваційного товару займає від одного до двох років, і тільки після завершення періоду впровадження починається етап виходу на рентабельність. Інвестор обирає середньостроковий період виходу, коли оцінює інвестиційну привабливість проекту лише оптимістично, навіть враховуючи можливі ризики.

При цьому постає питання – чому інвестор не позиціонує свій продукт у довгостроковому періоді? Річ у тім, що власник венчурного капіталу боїться такі непередбачувані ризики в економіці, як катаклізми на світових товарних і фінансових ринках. Отже, обираючи середньостроковий період виходу, інвестор впевнений в успіху інноваційного проекту, але не повністю впевнений у сприятливому розвитку економічного простору у довгостроковій перспективі – більше п'яти років. З цією причиною інвестор обирає середньостроковий період виходу з венчурного капіталу.

Для довгострокового періоду виходу характерним є часовий інтервал понад п'ять років. У цьому випадку максимальний термін виходу із капіталу – десять років. Основна відмінна риса довгострокового періоду полягає у тому, що венчурний капіталіст впевнений не тільки в успішному функціонуванні проекту протягом найближчих п'яти–десяти років, але і у стабільному зростанні економіки в перспективі. Безумовно, інвестор ризикує потонути у хвилі дефолту, але при цьому прибуток, який він планує отримати, компенсує можливі загрози.

Тут ми стикаємося з основним постулатом фінансового аналізу – чим вищим є плановий рівень прибутковості проекту, тим з більшою кількістю ризик-факторів стикається інноваційний проект.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Отже, можна окреслити критерії, на яких заснований вибір виходу з капіталу.

По-перше, враховують план отримання першої рентабельності. По-друге, беруть до уваги впевненість інвестора у позитивному розвитку інвестиційного проекту у будь-якій перспективі. По-третє, ранг оцінювання інвестором майбутнього економічного простору. За цими критеріями, як правило, моделюється система прийняття рішення про вибір виходу з капіталу.

Венчурний бізнес – інвестування, як правило, у вигляді акціонерного капіталу у потенційні підприємства, які розвиваються швидкими темпами. Цей вид підприємництва є характерним для комерціалізації результатів наукових досліджень у науковомістких та високотехнологічних галузях, де перспективи не гарантовані та існує значна імовірність ризику. Зважаючи на відсутність практичного досвіду та методичного забезпечення, перспективним є виконання відповідних досліджень і розроблення рекомендацій із формування та систематизації відповідної системи критеріїв із вибору періодів виходу з венчурного капіталу.

1. *Илляшенко С.М. Экономический риск. – К.: Центр учебной литературы, 2004. – 220 с.*
2. *Каржаев А.Т., Фоломьев А.Н. Национальная система венчурного инвестирования. – М.: Экономика, 2005.*
3. *www.pwcglobal.com – сайт Интернет Price Waterhouse-Coopers.*
4. *Концепция формирования и развития ОАО “Технопарк — Зеленоград” // www.tech-park.ru/intro.htm.*
5. *Лобойко С.В. Позитивний досвід венчурного інвестування в український експортний ІТ-сектор // Наука та інновації. – 2006. – № 1. – С. 97–104.*
6. *Лапко О. О. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку економіки [Текст] / О.О. Лапко // Економіка і прогнозування. — 2006. — № 3. — С. 25–42.*
7. *Микитюк О.П. Особливості венчурного фінансування в Україні // Фінанси України. – 2005. – № 8. – С. 83–89.*