

// Вестник Московского университета. — 1997. — №6. — С. 22—44.

7. *Musgrave R.A., Musgrave P.B. Public Finance in Theory and Practice.* — McGraw-Hill, 1976.

8. *Afonso A., Schuknecht L., Tanzi V. Public Sector Efficiency: Evidence for New EU Member States and Emerging Markets // Working Paper. European Central Bank.* — 2006. — №581 (January) // www.ecb.int.

9. *Длугопольський О.В. Суспільний сектор економіки: сутність, тенденції розвитку та ефективність // Вісник Тернопільського державного економічного університету.* — 2006. — №3.

ВЕНЧУРНІ ІНВЕСТИЦІЇ: СУТНІСТЬ, ФОРМИ, КОНТРАГЕНТИ



I.S. Кузнєцова,
канд. екон. наук

Світовим досвідом доведено, що інститут венчурних інвестицій відіграє вагомий роль в активізації інноваційних процесів і прискоренні структурних трансформацій економіки, створюючи сприятливі умови для реалізації перспективних високотехнологічних проєктів, що виникають поза організованими інноваційними ланцюгами державного та корпоративного секторів економіки. В умовах України розвиток інституту венчурних інвестицій є важливим чинником реалізації накопиченого науково-технічного потенціалу і використання його в процесі інноваційного оновлення національної економіки. Метою статті є конкретизація теоретичних аспектів венчурних інвестицій, тобто:

— уточнення сутності та генезису категорії,

— аналіз організаційних форм здійснення венчурних інвестицій,

— характеристика донорів і реципієнтів венчурного капіталу.

Категорія "венчурні інвестиції" відображає форму прямого приватного інвестування, специфіка якої полягає в єдності підвищеного рівня ризику втрати вкладеного капіталу з імовірністю високої його прибутковості.

З наведеного визначення випливає підпорядкованість категорії венчурних інвестицій більш загальній категорії "прямих приватних інвестицій", яка, у свою чергу, є похідною від змісту категорії "інвестиційна діяльність". Відпо-

відно, базовий набір стереотипів поведінки представників інституційної форми інвесторів венчурного капіталу є подібним до стереотипів поведінки інвесторів прямих приватних інвестицій. Зупинімось на конкретизації змістового навантаження категорії "прямі приватні інвестиції".

За визначенням, що належить фахівцями Європейської асоціації прямих приватних інвестицій і венчурного капіталу, *прямі приватні інвестиції* являють собою інвестиції в акціонерний капітал компаній, акції яких не котируються на організованому ринку цінних паперів.

У результаті здійснення операції з прямого інвестування інвестор стає власником частки вартості компанії-реципієнта. Звідси, рівень прибутковості (або збитковості) інвестиційної операції залежить від перспективної динаміки вартості компанії-реципієнта, її відхилення від початкового рівня. Безпосередня матеріальна зацікавленість інвестора в економічному зростанні компанії є однією з ключових "видових ознак" прямого приватного інвестування, що відбивається в стереотипах поведінки представників цієї інституціональної форми.

Спектр практичних признаков прямих приватних інвестицій для компанії-реципієнта є достатньо широким. Це, зокрема, фінансування операцій з реалізації інноваційних проєктів, поглинання інших компаній, поліпшення структури балансу компанії, врегулювання питань власності та управління компанією тощо. Однак усі напрями застосування прямих приватних інвестицій мають на меті зростання вартості компанії-реципієнта, у тому числі зростання

вартості тієї частки вартості компанії, що належить інвестору.

Венчурні інвестиції є найбільш ризикованою формою прямих приватних інвестицій і це зафіксовано в семантиці терміну "венчурний" — від англ. *Venture* — "ризикована, авантюрна справа"). Агенти венчурних інвестицій зберігають у стереотипах поведінки "видову ознаку" материнської інституційної форми — спрямування фінансових ін'єкцій безпосередньо в акціонерний капітал компанії-реципієнта і пов'язану з цим безпосередню зацікавленість в її економічному успіху.

Спробуємо встановити, яка саме особливість інвестицій венчурного капіталу є запорукою його екстремального характеру, тобто максимального рівня ризику і максимального рівня очікуваної прибутковості. Відповідь на це запитання — один із ключових аспектів визначення венчурного капіталу, запропонованого фахівцями Національної асоціації венчурного капіталу США. Згідно з ним, *венчурний капітал* являє собою "грошові кошти професійних інвесторів, що надаються ними спільно з менеджерами компаній як інвестиції в нові, швидко зростаючі компанії, які мають потенціал розвитку та перетворення на великий економічний суб'єкт" [1, с. 16—17] (*курсив наш — І.К.*). З наведеного визначення випливає, що коріння екстремального характеру венчурних інвестицій полягає в екстраординарності об'єкта їх спрямування, що полягає в наявності високого потенціалу зростання ринкової вартості компанії-реципієнта венчурного капіталу і, відповідно, зростання вартості частки компанії, яку отримує інвестор в обмін на свій внесок.

Результат операції з венчурного інвестування коливається в межах від втрати вкладеного капіталу до надвисокого рівня прибутку і залежить від таких чинників:

чи виявиться спроможним інвестор на доінвестиційному етапі визначити серед проектів-претендентів такий, що в існуючих умовах дійсно має високий потенціал зростання,

чи виявиться спроможною компанія-реципієнт реалізувати власний потенціал до зростання.

Високі ставки у грі в поєднанні з балансуванням тривалий час на межі між ризиком втрати інвестицій і ймовірністю отримання надприбутків є чинником, що спонукає інвесторів венчурного капіталу вдаватися до виняткових (відносно інших форм інвестиційної діяльності) зусиль щодо відбору та супроводження проектів.

Для венчурних інвесторів характерним є виключно ретельний аналіз і тривалий скрупульозний відбір інвестиційних пропозицій. Так, з 1000 заяв від претендентів на інвестиції до стадії отримання інвестицій доходить лише 3—5 (тобто 0,3—0,5%).

Венчурний інвестор бере активну безпосередню участь у зростанні проінвестованої компанії. Як пише С.Хармон, "роль венчурного капіталіста полягає в тому, що він на третину функціонує як тренер, на третину — як член команди, на останню третину — як фінансовий аналітик, в основну функцію якого входить попередження та запобігання можливих помилок" [1, с. 70].

Отже, процес становлення інституту венчурного капіталу відбувається як винайдення, відбір і закріплення правил поведінки венчурних інвесторів щодо відбору об'єктів інвестування і щодо сприяння зростанню проінвестованих компаній.

Високий ризик венчурних інвестицій обумовлений принциповою непередбачуваністю перспектив розвитку компанії-реципієнта. З одного боку, традиційні методики передбачення перспектив розвитку інвести-

ційного проекту не є адекватними специфіці венчурної діяльності. З іншого боку, методики якісного аналізу, звичні у вирішенні проблем, які не піддаються формалізації і розв'язанню математичними методами, не дають повною мірою вірогідних висновків. За даними світової статистики, лише кілька відсотків із загальної кількості венчурних проектів, що були визнані аналітиками за перспективні, виявляються прибутковими й на практиці. Причина непрогнозованості венчурних інвестицій полягає в переважній відсутності аналогів проектів-претендентів на венчурні інвестиції, а також у високому рівні залежності результатів інвестиційної операції не тільки і не стільки від об'єктивних умов (наприклад, технічні характеристики проекту), а й від низки суб'єктивних чинників (у тому числі особисті якості ініціатора проекту).

Обмежені можливості щодо передбачення перспектив венчурних інвестицій у поєднанні з надвисокою часткою проектів, що не привели до очікуваних прибутків, виступають чинником еволюції засобів диверсифікації ризику венчурних інвестицій, що закріплюються у відповідних організаційних формах. Російський дослідник А. Дагаєв [2] відстежує ланцюг еволюції організаційних форм венчурних інвестицій, вектор якого спрямований на зниження рівня ризику для окремого інвестора.

Елементарною організаційною формою венчурних інвестицій є *пряме фінансування одним інвестором одного інвестиційного проекту*. Для неї характерне поєднання максимального рівня ризику втрати інвестицій з максимальним рівнем ймовірного прибутку. При цьому співвідношення ризику та прибутку тут само по собі є специфічним і його сприйняття інвестором є неоднозначним.

По-перше, ймовірність втрати інвестицій у цьому випадку є на порядки вищою, ніж ймовірність отримання надприбутків. Адже, як відмічалось раніше, навіть за умов ретельно-

го і професійного відбору проектів-претендентів дійсно прибутковими є лише декілька проектів з сотні таких, що визнані перспективними і потенційно прибутковими.

По-друге, вважається емпірично доведеним, що під час прийняття інвестиційних рішень чинник ризику відіграє пріоритетну роль перед чинником імовірного прибутку.

З огляду на це, така організаційна форма здійснення венчурних інвестицій не набула поширення на практиці. Сьогодні її використовують в окремих випадках переважно неформальні інвестори за умов, коли є особиста суб'єктивна впевненість інвестора в перспективності проекту, а також інституційні інвестори, які мають на те власні мотиви, що виходять за межі простого безпосереднього приросту вкладеного капіталу. Як приклад можна навести великі корпорації, що зацікавлені не стільки в отриманні фінансового прибутку на інвестиції, скільки у факті реалізації конкретного ризикового проекту.

Використання цієї форми венчурного інвестування в загальному випадку має суттєві недоліки.

З одного боку, шанси на успіх індивідуального інвестора обмежені одним проектом. Ураховуючи специфіку венчурного інвестування, це означає надвисоку вірогідність втрати коштів у противагу декількавідсотковій вірогідності отримання прибутку.

З іншого боку, можливості індивідуального інвестора є об'єктивно обмеженими, у той час як специфіка венчурних інвестицій вимагає широких можливостей щодо додаткового фінансування та нефінансової підтримки проінвестованої компанії. Охарактеризуємо фінансовий та нефінансовий аспекти навантаження, що припадає на індивідуального інвестора венчурного капіталу.

Фінансовий аспект. Індивідуальний інвестор має самостійно нести відповідальність за наслідки прийнятого ним інвес-

тиційного рішення, при цьому сума, що піддається ризику втрати, є значною. Більше того, в процесі реалізації проінвестованого венчурного проекту нерідко виникають непередбачені критичні потреби в залученні додаткових фінансових ресурсів, а незадоволення цих потреб призводить до суттєвого скорочення шансів компанії-реципієнта на успіх, а отже — й на отримання інвестором прибутку на інвестиції. У такому, до речі, досить поширеному випадку, інвестор спільно з менеджментом компанії постає перед проблемою погашення фінансових потреб за рахунок залучення інвестицій ззовні або власним коштом. Враховуючи той факт, що пошук інвестицій ініціаторами венчурного проекту є справою тривалою (за даними П. Гулькіна — до 1,5 років) [1, с. 35] і далеко не завжди успішною, інвестор змушений знов і знов ставати донором капіталу для компанії-реципієнта або бути готовим до втрати інвестицій.

Нефінансовий аспект. На доінвестиційній стадії, оскільки інвестор самостійно приймає інвестиційне рішення, то рівень професійності аналізу претендентів на інвестиції обмежується компетенцією одного інвестора. Більше того, об'єктивна обмеженість аналізу проекту ускладнюється значним впливом суб'єктивного чинника на процес прийняття рішення. За таких умов вибір індивідуальним інвестором об'єкта інвестування з числа претендентів має високий ризик виявитися неоптимальним. На постінвестиційній стадії обсяги і якість підтримки ризикової компанії обмежені лише обмеженими можливостями індивідуального інвестора.

Означені вади прямого інвестування одним інвестором одного проекту усуваються за допомогою таких організаційних форм венчурних інвестицій:

По-перше, *розподіл капіталу індивідуального інвестора між декількома венчурними проектами.* Це надає можливість знизити ризик втрати інвестицій,

оскільки збитки одних проектів будуть нівельовані прибутками від інших проектів. За оцінками фахівців, у середньому прибутки від успішної реалізації 20% проектів інвестиційного портфеля не тільки спроможні компенсувати збитки 80% інших проектів, але й забезпечити відносно високу норму прибутків інвесторів [2]. Ця форма венчурних інвестицій широко використовується великими компаніями, що таким чином "розкладають тенета" для малих інноваційних компаній. Здійснюючи венчурні інвестиції через так звані кептивні фонди, великі компанії отримують доступ до десятків перспективних інноваційних проектів. Зиск великих компаній від такого роду інвестування є багатоплановим:

— безпосередній дохід на інвестиції;

— пріоритетна можливість перекупити готовий інноваційний продукт проінвестованої компанії,

— доступ до оновлення власного персоналу за рахунок креативних фахівців з проінвестованих компаній.

По-друге, *спільне фінансування декількома інвесторами одного ризикового проекту.* Цей спосіб інвестування венчурного капіталу забезпечує розподіл між декількома інвесторами необхідної суми інвестицій, а також поєднання компетенцій інвесторів щодо аналізу проектів-претендентів та постінвестиційної підтримки компанії-реципієнта.

Найбільш досконалою організаційною формою здійснення венчурних інвестицій є венчурний фонд, що опікується кількома ризиковими проектами і об'єднує кошти декількох індивідуальних інвесторів. Окрім диверсифікації ризику окремого інвестора за рахунок об'єднання капіталів і одночасного фінансування декількох проектів, суттєвим внеском у зростання вірогідності прибутковості інвестицій є професійне управління інвестиціями, яке беруть на себе спеціалізовані фірми венчурного капіталу.

У складі сучасного прошарку *донорів венчурного капіталу* традиційно виокремлюють формальну (інституційну) і неформальну складові.

Акумулявання коштів *формального сектору венчурного капіталу* здійснюється за рахунок фондів і фірм венчурного капіталу; спеціалізованих фондів з підтримки малих компаній, що працюють в науково-технічній сфері; інвестиційних компаній; інституційних фінансових інвесторів (наприклад, пенсійні фонди, страхові компанії); нефінансових корпорацій; промислово-фінансових груп; національних банків; комерційних банків; транснаціональних венчурних фондів [3].

У формальному секторі основна маса операцій з венчурного інвестування відбувається через фонди венчурного капіталу. Активи цих фондів формують внески пенсійних фондів, страхових компаній, банків, приватних осіб тощо.

Управління діяльністю фондів венчурного капіталу здійснюється спеціалізованими професійними *фірмами венчурного капіталу*. Функціональне призначення фондів венчурного капіталу полягає у сприянні мінімізації ризику окремих інвесторів і забезпеченню високого рівня доходності інвестицій через диверсифікацію портфеля і кваліфікований підхід до відбору та супроводження потенційно високоприбуткових ризикових проектів.

Ресурси *неформального сектору* венчурного капіталу мають таке походження:

особисті заощадження підприємця — ініціатора проекту; особисті заощадження родичів та друзів підприємця — ініціатора проекту;

приватні кошти, надані у борг;

кошти "бізнес-ангелів";

синдиковані кошти приватних венчурних капіталістів, гранти;

кошти благодійних фондів;

пожертви меценатів;

кошти спонсорів;

кошти спеціалізованих фондів з підтримки науки, інновацій, розвитку технологій тощо;

кошти академічних і галузевих інститутів, університетів, а також конструкторських бюро та інших науково-технічних закладів (зокрема, інвестиції у вигляді надання приміщень, лабораторного обладнання, консультацій учених і технологів, залучення до участі в технічних розробках студентів та аспірантів); бізнес-інкубатори (зокрема, інвестиції у вигляді оренди приміщень, надання доступу до обладнання, засобів зв'язку, а також консультації юристів, фінансистів, маркетологів на пільгових умовах) [3].

Неформальний ринок венчурного капіталу, зокрема, його обсяги, динаміка, структура, склад інвесторів тощо, є менш доступним для дослідження, ніж формальний. Тому дані щодо оцінки тих чи інших його аспектів є значною мірою суб'єктивними.

Феноменом неформального ринку венчурного капіталу є так звані "бізнес-ангели". Це в більшості своїй успішні підприємці, що беруть участь у капіталі компаній, з представниками яких їх не пов'язують родинні стосунки. "Бізнес-ангели" інвестують зазвичай самостійно, інколи — у складі нечисленних неформальних синдикатів, відіграючи вагому роль у процесі розвитку компанії-реципієнта. Попри недостатню дослідженість прошарку неформальних інвесторів венчурного капіталу, вважається, що існує зв'язок між інституційною матрицею суспільства, обсягами та стереотипами діяльності "бізнес-ангелів". Так, наприклад, у США вони відіграють вирішальну роль у фінансуванні початкових стадій інноваційних проектів. Їхня функція полягає в "пророцтві", "інкубуванні" ризикових проектів до тих стадій зрілості, коли вони вже спроможні зацікавити інституційних інвесторів. Таким чином, прошарок "бізнес-ангелів" є свого роду постачальником "пророчених" компаній для інституційних інвесторів венчурного капіталу.

За окремими даними, обіг неформального ринку венчурного капіталу перевищує обіг інституційного. Так, у США обсяги інвестицій, що надаються прошарком "бізнес-ангелів" у п'ять разів перевищують обсяги інвестицій, що надходять від інституційних інвесторів венчурного капіталу, а кількість компаній, що були проінвестовані ними в 20—40 разів більше, ніж кількість компаній, проінвестованих інституційними інвесторами венчурного капіталу. У Великобританії за обсягами інвестованих коштів розмір неформального ринку венчурного капіталу в 2—4 рази більше, ніж формального [4]. Ключовою проблемою функціонування неформального венчурного капіталу є неорганізованість, що суттєво ускладнює взаємний пошук донора і реципієнта капіталу.

Реципієнтами венчурних інвестицій зазвичай виступають представники малого інноваційно-орієнтованого підприємства (цей прошарок у науковій літературі також представлений як "малі фірми, народжені глобальними") [5]. До них належать новостворені малі фірми, діяльність яких зосереджена на реалізації оригінальної, в більшості випадків власної новаторської ідеї. Діяльність з комерціалізації і використання новації є єдиною стратегічною лінією цих фірм, від успішності якої повністю залежать їхні перспективи. Роль в інноваційному процесі малих інноваційно-орієнтованих фірм є виключно важливою, адже вона полягає у винайденні радикальної інноваційної ідеї і здійсненні повного циклу її практичної реалізації, тобто: створення концепції інновації та дослідного зразка, організація виробництва, експериментальне виробництво, маркетингове випробування продукції та доопрацювання концепції інновації, розширення виробництва, відпрацювання механізмів просування інноваційної продукції тощо [6]. У середньому витрати на реалізацію інноваційного

проекту такими фірмами становлять 1—1,5 млн. дол. США.

Розвиток прошарку малих інноваційно-орієнтованих фірм означає перспективу суттєвого підвищення конкурентоспроможності регіональної і національної економіки і утворення реальних "історій успіху", що спроможні зумовити підвищення інноваційної активності економічних агентів.

Отже, інститут венчурних інвестицій є важливим чинником функціонування прошарку малого інноваційного підприємства, що в свою чергу виступає ефективним інструментом реалізації накопиченого в країні інноваційного та науково-технічного потенціалу і необхідною складовою національної інноваційної системи. У цій статті зроблено спробу окреслити лише деякі теоретичні аспекти проблематики венчурних інвестицій. Проте проблематика практики управління розвитком інституту венчурної діяльності у вітчизняних умовах залишається відкритою для майбутніх досліджень.

ЛІТЕРАТУРА

1. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики / П.Г. Гулькин. — СПб.: ООО "Аналитический центр "Альпари СПб", 2003. — 240 с.
2. Дагаев А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России // <http://www.innovation.ru>
3. Матеріали сайту // www.allinvestrus.com
4. Вартаньян К.А. и др. Инвестиции в инновационный процесс // www.innovations.ru
5. Андерссон С, Виктор И. Инновационная интернационализация в новых фирмах (опыт Швеции) // Проблемы теории и практики управления. — 2004. — №1.
6. Инновационный розвиток економіки: модель, система управління, державна політика / За ред. д-ра екон. наук, проф. Л.І. Федулової. — К.: "Основа", 2005. — 552 с.