

малим, стає часткою малого підприємництва внаслідок освоєння нововведень і водночас виступає досить поширеною та ефективною формою господарювання. Мале підприємство набуває особливого значення, оскільки має ряд переваг: здатне швидко та оперативно реагувати на зміни зовнішнього середовища, надавати ринковій економіці гнучкості необхідній в сучасних умовах кризи, має високу організаційно-функціональну гнучкість, високий рівень конкуренції. З огляду на це, перспективи розвитку венчурних підприємств в якості малих є великими, що сприяє забезпеченню їх інноваційної активності, підтримці конкурентного середовища, особливо в галузі НТП.

Лекція 13. Фінансування венчурного підприємства на етапах життєвого циклу

13.1. Загальні положення щодо венчурного фінансування.

13.2. Основні етапи венчурного фінансування.

13.3. Оцінювання економічної ефективності венчурного фінансування.

Рекомендована література: [1; 2; 3; 4; 26; 31; 39; 40; 53; 74; 79].

13.1. Загальні положення щодо венчурного фінансування

Інвестиції венчурного капіталу направляються або в акціонерний капітал в обмін на пакет акцій, або надаються у формі інвестиційного кредиту. На практиці часто зустрічається комбінована форма венчурного інвестування, при якій частина коштів вноситься в акціонерний капітал, а друга представляється у формі інвестиційного кредиту. Венчурний інвестор очікує, що менеджмент компанії використовуватиме його гроші в якості фінансового важеля (леверіджа) для забезпечення швидкого зростання і розвитку свого бізнесу. Інвестор та його представники беруть на себе лише фінансовий ризик. Всі інші ризики беруть на себе менеджери компанії.

До основних характеристик венчурного фінансування можна віднести:

- венчурний капітал є ризиковим та довгостроковим;
- до моменту ухвалення остаточного рішення про участь у венчурному фінансуванні конкретних ідей і розробок проводиться велика попередня робота щодо аналізу представленого бізнес-плану, вивчення рівня підготовки і особистих якостей підприємця, оцінки усіх ймовірних ризиків та можливих шляхів їх зменшення;
- інвестиції здійснюються у фірми, акції якої не обертаються у вільному продажі на фондовому ринку, а повністю розподілені між акціонерами – фізичними та юридичними особами.

Існують такі основні умови венчурного фінансування:

- венчурне підприємство повинно бути акціонерним або в процесі інвестування стати таким. Така умова обумовлена необхідністю забезпечення виходу інвесторів з проекту (підприємства), що визначається самим механізмом венчурного фінансування;

- як результат своєї діяльності підприємство повинно забезпечити зростання капіталу, а саме – власної ринкової вартості;
- наявність механізму продажу акцій (котирування акцій венчурного підприємства на фондовому ринку у майбутньому).

Як зазначають вітчизняні фахівці, до критеріїв вибору підприємства для фінансування серед інших належать також: досвід роботи підприємця в галузі, його взаємовідносини з постачальниками і споживачами, цілеспрямованість, спроможність управляти і контролювати діяльність підприємства протягом тривалого періоду часу, спроможність формувати й очолювати кадровий склад підприємства, відношення до ризику і невизначеності тощо. Адже, венчурні інвестори крім фінансової підтримки нової компанії забезпечують також експертизу нововведення і майбутніх ринків збуту, зрештою витрачають значний час на «виращування» нового підприємства.

Як відомо, до основних джерел венчурного капіталу належать:

- приватні інвестори;
- корпоративні венчурні інвестори;
- державні структури;
- пенсійні та благодійні фонди;
- страхові компанії;
- інвестиційні компанії малого бізнесу;
- зарубіжні інвестори;
- венчурні фонди (у випадку реінвестування їхнього прибутку);
- банки тощо.

Співвідношення зазначених джерел фінансування у кожному конкретному проекті може суттєво відрізнятись, що обумовлюється обсягами необхідних інвестицій, ризиковістю проекту, а отже, і необхідністю використання схеми співінвестування. Важливу роль тут відіграють і економічні особливості країни, у якій реалізується проект, його глобальне значення, важливість, тривалість тощо.

13.2. Основні етапи венчурного фінансування

Українська асоціація венчурного бізнесу виділяє такі основні етапи венчурного фінансування за ступенем розвитку венчурної компанії:

- стартове (*Seed, Start-up*);
- в період розвитку компанії (*Early-Stage, Expansion*);
- при реалізації певної операції (*IPO, MBO*);
- інші.

Разом з тим, як визначено вище, існує життєвий цикл венчурного підприємства (проекту), який складається із таких основних етапів (розділ 3, частина 3.1): НДДКР; залучення інвестора; запуск; початкове зростання; прискорене зростання; стає зростання; зрілість; вихід інвестора.

На різних стадіях життєвого циклу венчурний капітал відіграє різну роль. Таким чином можна співставити основні етапи венчурного фінансування із життєвим циклом підприємства (проекту).

Стартове фінансування – найбільш ризикована форма вкладень. Даний вид фінансування реалізується на перших трьох етапах життєвого циклу венчурного підприємства чи проекту («НДДКР», «залучення інвестора», «запуск»). Стартове фінансування поділяється на дві групи: 1) *передстартове фінансування (Seed – «компанія для посіву»)* та 2) *стартове фінансування (Start-up)*.

Так, *передстартове фінансування (Seed)* реалізується на найперших стадіях підприємницької діяльності. Як правило, воно здійснюється ще до безпосереднього утворення підприємства та полягає у фінансовому забезпеченні: науково-дослідних робіт та робіт зі створення прототипу нового виробу і його патентного захисту (подання заявки на патентування, отримання патенту), маркетингових досліджень, розробки бізнес-плану, формування бізнес-пропозиції тощо.

Щодо *стартового фінансування (Start-up)*, то це - інвестування з метою забезпечення початку виробничої діяльності венчурного підприємства. Якщо попередній етап може фінансуватись з власних джерел розробників, то тут, як правило, залучається крупний або головний інвестор. Також передбачається, що в наявності вже є сконструйована продукція, сформований колектив менеджерів компанії, отримані результати маркетингових досліджень тощо.

Загалом, під час стартового фінансування інвестори надають кошти для завершення розроблення продукції, а також для первинного маркетингу, щоб підготуватись до комерційної діяльності.

Фінансування в період розвитку, як правило, передбачає два види: 1) *«фінансування початкової стадії (Early-Stage)»*, що включає 4-й та 5-й етапи життєвого циклу венчурного підприємства («початкове зростання», «прискорене зростання») та 2) *«фінансування розширення» (Expansion)*, що включає 6-й та 7-й етапи життєвого циклу венчурного підприємства («стале зростання», «зрілість»).

Фінансування початкової стадії (Early-Stage) розраховане на надання допомоги невеликим підприємствам із значним потенціалом зростання. Як правило, вони не можуть забезпечити фінансування розвитку за рахунок кредиту у зв'язку з нездатністю гарантувати його повернення. Як зазначають фахівці, часто таким чином фінансуються фірми, що існують менше 3-х років і ще не одержують прибуток.

Фінансування розширення (Expansion) передбачає виділення коштів підприємствам з уже діючим виробництвом, що мають великий потенціал, для розширення та потребують значних фінансових вливань. На цій стадії венчурний капітал активно допомагає зміцнити організаційно-фінансову базу нововведення для його експансії. Під час такого фінансування також надаються кошти для збільшення обсягів продажу. Практика показала необхідність участі венчурного капіталу на цих етапах, особливо на етапі «сталого зростання». Це пояснюється тим, що в період зростання компанії до досягнення нею стадії «зрілості», необхідними є більші суми інвестиційних коштів, ніж на пізніших стадіях. Ці суми, як правило, значно перевищують суму всіх коштів, наявних у початкового засновника й інвестора фірми. Ці фінансові ресурси використовують з метою поповнення обігових коштів, подальшого розширення виробництва та вдосконалення нововведення.

Фінансування певної операції здійснюється як одноразова дія. На цій стадії венчурний капітал від активної участі у фінансуванні переходить до допомоги і сприяння. Надаються різні послуги, що дають змогу усунути труднощі, пов'язані з виходом нової фірми на ринок. Цю стадію

називають ще фінансуванням злиття, чи викупу. Кошти на даній стадії, як правило, виділяються на короткий термін і спрямовані для забезпечення виходу інвестора з проекту (8-й етап життєвого циклу) шляхом придбання підприємства його управлінським персоналом (*MBO*), стратегічного продажу (*Strategic sale*) чи публічного розміщення його акцій (*IPO*).

13.3. Оцінювання економічної ефективності венчурного фінансування

Аналіз прикладних та теоретичних джерел дозволяє запропонувати проведення економічного оцінювання ефективності фінансування венчурного проекту (венчурного фінансування) на основі наступної моделі (рис.2.2).

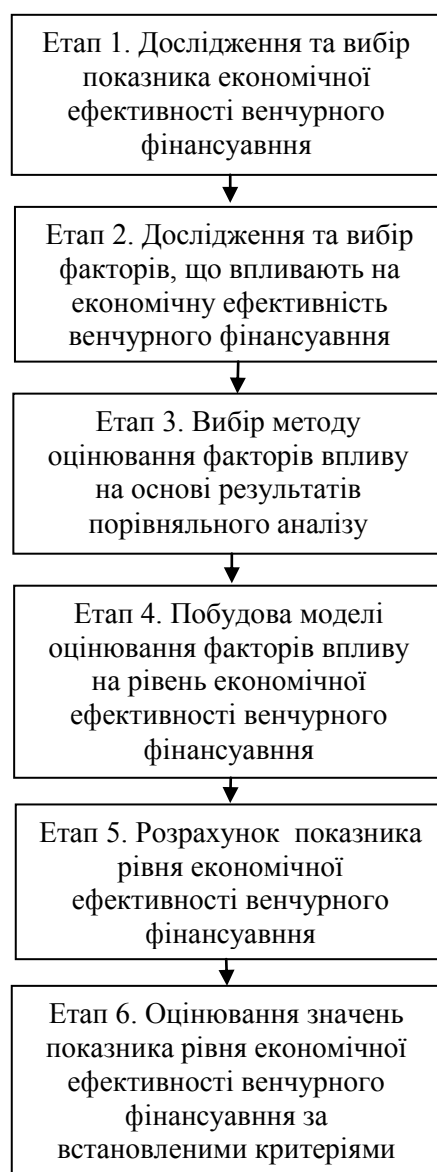


Рис. 2.2. Модель оцінювання економічної ефективності венчурного фінансування

Етап 1. Дослідження та вибір показника економічної ефективності. На даному етапі здійснюється визначення показника (системи показників), за яким є можливим оцінити ефективність венчурного фінансування, та встановлюються критерії його (показника/системи показників) оцінювання. Основним критерієм оцінювання ефективності венчурних проектів та доцільності вкладення коштів венчурними інвесторами є здатність майбутньої компанії швидко зростати. Очевидно, що фінансовий ризик венчурного інвестора може виправдати тільки відповідна винагорода, яка передбачає, що повернення на вкладений капітал буде значно вищим. Венчурні інвестори прагнуть бути впевненими, що можливі майбутні доходи від проекту будуть достатніми для покриття здійснених витрат.

В залежності від отриманих результатів за венчурним проектом та витрат на його фінансування можна виділити такі основні ефекти:

- економічний (економічний результат від реалізації інновацій та результат, врахований у фінансових показниках діяльності компанії);
- науково-технічний (новизна, корисність результату інновацій);
- соціальний (соціальні результати реалізації інновацій);
- екологічний (результати впливу інновацій на довкілля).

Венчурний інвестор отримує прибуток лише після завершення усіх етапів інвестування та продажу своєї частки у венчурній компанії. Для цього, очевидно, є необхідним досягнення венчурною компанією такого рівня ринкової вартості, який, як мінімум, перевищує початкові інвестиції та забезпечує очікувану величину прибутку. У випадку досягнення успіху компанією, відбувається, як правило, збільшення її вартості у кілька разів, порівняно з початковою до інвестицій вартістю, ризики з боку компанії та венчурного інвестора стають виправданими, і всі учасники отримують відповідну винагороду.

Етап 2. Дослідження та вибір факторів, що впливають на економічну ефективність. Складові моделі 3.2 слід розглядати у контексті часткових факторів, що будуть визначальними при їх оцінюванні. Тобто, необхідним є визначення та вибір тих чинників, які будуть найбільш відповідними та визначальними у кожному конкретному випадку, враховуючи також можливість їх виміру та оцінювання.

Розглянемо дані складові докладніше.

1) Щодо визначення величини ринкової вартості (V_1), то її розрахунок здійснюється на основі ринкових котирувань цінних паперів венчурного підприємства в момент його продажу чи публічного виводу на ринок (IPO). На ринкове котирування акцій підприємств впливають чинники (приймемо за x_n), які часто і не стосуються результатів виробничо-господарської діяльності підприємств. Як зазначають фахівці, до них можуть належати такі чинники як: структура і стан ринку, політична та економічна ситуації в країні, інфляційні очікування, участь підприємства у науково-технічних розробках, його конкурентні позиції тощо. Цікавим є підхід І.Литвин, згідно якого показники ефективності (x_n) класифікуються за певними ознаками, такими як: рівень управління, на якому отримуються дані показники, середовище їх отримання, види інноваційних перетворень, сфери отриманої ефективності венчурної організації, ступінь взаємозв'язку з іншими показниками ефективності тощо.

Тобто, величина ринкової вартості (V_1) представляє собою функціональну залежність від набору чинників впливу (2.1)

$$V_I = f(x_n) \quad (2.1),$$

де x_n – n -й чинник впливу на величину вартості венчурного підприємства у момент його продажу, n – кількість чинників, шт.;

2) Щодо визначення величини ризику венчурного фінансування (R_0), то для її розрахунку необхідним є врахування деяких особливостей венчурного підприємництва. Так, придбаваючи акції венчурного підприємства в обмін на інвестовану суму, інвестори (фактично - акціонери) в кінцевому результаті розраховують на отримання прибутку в результаті реалізації даного венчурного підприємства. Щодо врахування ризиків, то необхідним є дослідження та вибір саме тих його видів (y_j), які є найбільш впливовими для венчурного підприємництва загалом, та конкретного проекту зокрема. Тобто, величина ризику венчурного фінансування (R_0), представляє собою функціональну залежність від набору відповідних чинників впливу (2.2)

$$R_0 = f(y_j) \quad (2.2),$$

де y_j – j -й чинник впливу на величину ризику венчурного фінансування у момент його здійснення, j – кількість чинників, шт.;

Таким чином моделі 2.1 та 2.2 можна представити у вигляді моделі 2.3:

$$E = \frac{V_1(x_n)}{R(y_j)} > 1 \rightarrow \max, \quad (2.3)$$

Еман 3. *Вибір методу оцінювання факторів впливу.* Метод дисконтування грошових потоків є найчастіше вживаним для оцінки інвестиційних проектів. Саме за допомогою ставки дисконтування є найбільш легко врахувати можливі економічні ризики реалізації венчурного проекту. Так, за словами практиків фінансового управління (*А. Стицюк – фінансовий директор корпорації ВАТ «Голден Телеком», М. Бабенко – старший аналітик інвестиційної компанії Millennium Capital у інтерв'ю журналу «Компаньйон»*), при інвестуванні прогнозування грошового потоку (результату) за певний період повинно здійснюватись одночасно із прогнозуванням ризиків, включених у ставку дисконту на цей же період.

До даного методу відносять розрахунок та аналіз таких загальновідомих показників як: чиста теперішня вартість (NPV), індекс прибутковості (PI), внутрішня норма доходності (IRR) та інші показники, що відображають специфіку даного проекту інвестування та інтереси учасників.

На наступному етапі (**Еман 4.** *Побудова моделі оцінювання*) повинна здійснюватись побудова моделі оцінювання ефективності венчурного фінансування на основі моделі 2.3 із врахуванням тих часткових чинників, які було виділено вище.

Еману 5, 6 передбачають розрахунок значень показника ефективності за побудованою моделлю та його оцінювання за попередньо встановленими критеріями.

Загалом, венчурне фінансування є важливою умовою успішної інноваційної діяльності малих наукомістких фірм. Фахівці сходяться у думці, що господарський механізм вітчизняної економіки необхідно орієнтувати на активізацію фінансування інноваційної сфери загалом, та венчурної зокрема. Проте, з ціллю забезпечити об'єктивність оцінки ефективності венчурного фінансування необхідно, перш за все, забезпечити розвиток вітчизняного фондового ринку.