

Агнешка БЕКЛЯ  
Станіслав ЧАЯ

## **ВЕНЧУРНИЙ КАПІТАЛ ЯК ДЖЕРЕЛО ФІНАНСУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ У ПОЛЬЩІ ТА В СВІТІ**

---

*Розглянуто питання пошуку джерел фінансування інноваційної діяльності підприємств на підставі використання венчурного капіталу. Проаналізовано динаміку венчурного інвестування у Польщі та в світі. Обґрунтовано напрямки активізації розвитку венчурних фондів у Польщі.*

---

Венчурний капітал є важливим чинником розвитку малих та середніх підприємств у розвинутих капіталістичних країнах. Економічні зміни у 90-х рр. ХХ ст. спричинили зростання зацікавлення інвесторів ринками Центральної і Східної Європи. Зміни, що відбувалися у Польщі, пришвидшили розвиток ринку капіталу, важливим елементом якого є фонди венчурного капіталу.

Фінансування інноваційних змін коштом венчурних фондів має місце тоді, коли понесені збитки перевищують отримані доходи. Використання венчурного капіталу не вимагає сплати відсотків та позитивно впливає на структуру капіталу у балансі. Зростання попиту на нього пояснюється систематичним скороченням життєвого циклу продукту. Отже, щоразу більша кількість виробів матиме інноваційний характер, а це визначає потребу здійснювати інвестиції в умовах підвищеного ризику.

Під назвою венчурний капітал розуміється спосіб фінансування підприємства, який полягає в тому, що інвестор (інвестиційний фонд) переказує підприємцеві визначену суму капіталу, отримуючи можливість володіння певною часткою майна або акціями. Таким чином, інвестор на період

до кількох років (3–7) стає співвласником цього підприємства. Після фінансування узгодженої раніше інвестиційної програми та досягнення передбаченої мети фонд продає свою частку власності, яка коштує у кілька разів більше, так само, як частки інших власників. Інвестор стає співвласником, беручи на себе інвестиційний ризик спільно з іншими власниками фірми. Його мета є такою самою, як і мета інших власників та керівництва підприємства: розвиток фірми і значне зростання її вартості в короткостроковій перспективі [2]. Фонди венчурних капіталів беруть активну участь в управлінні підприємством протягом тривалості інноваційного проекту. Підприємство, крім капіталу, отримує знання, необхідні для його ефективного використання. Саме ця активна позиція фонду є гарантією досягнення поставленої мети.

Підвищений ризик діяльності фондів венчурних капіталів впливає з інвестування проектів в інноваційних галузях і сферах виробництва. Адже невідома як міра ринкового ризику, так і реакція клієнтів на продукт. Управління ризиком спирається тут на цілком іншу філософію, ніж у випадках звичайних інвестиційних проектів. Венчурні фонди перед-

бачають реалізацію не поодиноких, а портфельних інвестицій<sup>1</sup>. Таким чином, фонди не покривають свої збитки, обслуговуючи від 10 до 25 проектів. З огляду на це, очікуваний річний рівень прибутковості повинен бути вищим від аналогічного середнього значення. У США цей показник становить близько 60%, а у Польщі близько 35% [6].

Пропонована тема є дуже актуальною, оскільки фінансування заходів шляхом використання венчурного капіталу у секторі малих і середніх підприємств є шансом для розвитку польської технології, а також сучасних інноваційних галузей економіки. Адже, у високорозвинутих країнах вже давно помічено величезну роль сектора венчурних фондів як рушія економічного зростання, механізму створення нових робочих місць, піднесення рівня інноваційності та стимулювання експорту. Одночасно ці фонди є важливим інструментом реструктуризації існуючих підприємств. В індустріальних країнах з розвинутим ринковим механізмом венчурний капітал поєднує світ науки та економіки, впровадження наукових відкриттів на комерційний ринок.

Під час засідання Європейської Ради у Лісабоні в березні 2000 р. сектор малих та середніх підприємств визнано головним рушієм зростання інноваційності європейської економіки. Європейська комісія визнала, що венчурний капітал є важливим джерелом фінансування як сектора високих технологій, так і сектора малих та середніх підприємств, а його значення для фірм, що знаходяться на ранніх етапах розвитку, є ключовим [3]. Аналіз норм польського податкового права і досвід функціонування венчурних фондів у високорозвинутих країнах дають змогу визначити причини недостатнього розвитку цього сектора у Польщі. Використання досвіду з метою створення сприятливих умов для нього дало б змо-

гу розвинути у Польщі вагомий потенціал, який створює фонд високого ризику.

Інвестиційні венчурні фонди охоплюють усі інвестиції, що здійснюються на ринку капіталу з метою отримання прибутків з приросту вартості капіталу [9]. Інвестор включається в управління підприємством, що становить предмет інвестиції. Інвестиції здійснюються для розвитку нового продукту чи технології, збільшення оборотного капіталу, урівноваження балансу чи інших витрат. Вони допомагають вирішувати проблеми, пов'язані зі змінами власників.

Венчурний капітал – це інвестиції, що здійснюються на ранніх стадіях розвитку підприємств. Метою створення фондів венчурного капіталу є пошук економічно привабливих заходів, що не мають достатнього фінансового забезпечення і реалізація яких може принести значний прибуток [4].

Інвестиційний фонд венчурного капіталу нагромаджує засоби багатьох інвесторів, а згодом інвестує у цінні папери товариств, переважно не зафіксованих на державному фондовому ринку. Іноді діяльність фонду обмежується певним простором, галуззю чи видом трансакцій. Відповідно до цього існують технологічні фонди, фонди нерухомості чи трансакції викупу. З огляду на розміри фінансових засобів розрізняють фонди до 3 мільйонів доларів США, фонди від 3 до 15 мільйонів доларів США та фонди понад 15 мільйонів доларів США.

Венчурний капітал можна визначити як власний капітал, що вноситься на обмежений період зовнішніми інвесторами до малих та середніх підприємств, які розпоряджаються інноваційним продуктом, методом виробництва чи послугами, ще не перевіреними ринком, і таким чином становлять високий ризик невдачі інвестиції, проте одночасно у випадку успіху заходу, що фінансово підтримується інвесторами, інвестиції забезпечу-

<sup>1</sup> Портфель фірм здійснюється групою товариств, у яких фонд *private equity\ venture capital* є учасником.

ють значний приріст вартості інвестованого капіталу, який реалізується шляхом продажу часток власності [6].

Англо-польський комерційний словник, виданий PWE у 1991 р., подає такі значення слова “venture”: (1) ризик; (2) понесення ризику; (3) комерційний захід; (4) вклад у підприємство; (5) трансакція; (6) торгова угода; (7) спекуляція, товари надіслані за кордон з ризиком для відправника. В основі ідеї фінансування за допомогою венчурного капіталу лежить не сам продукт, а власне концепція заходу, що містить у собі потенціал розвитку вищий від середнього рівня. Ця концепція охоплює, крім продукту, і ринок, на якому він повинен продаватися, що особливо важливо для успіху усього заходу, і підприємця, який має впровадити їх у життя [1].

Із дефініцією терміна “венчурний капітал” пов’язана проблема його тлумачення польською мовою. Знайти однозначне визначення для такої форми фінансування нелегко. Згідно із загальним положенням, за яким венчурний капітал спрямовується на підприємства, де прогнозується на отримання прибутків вище середнього рівня, але одночасно знаходиться на високому рівні ризиковості, більш відповідним визначенням видається “капітал збільшеного ризику” чи “капітал ризику”. Більшість авторів вважають такий переклад не цілком правильним та адекватним, оскільки він пов’язаний з фінансовим забезпеченням фондів венчурних капіталів, і ризик вище середнього рівня є лише одним з елементів, які характеризують це економічне явище. Отже, з одного боку, вони спонукають до впровадження поняття венчурний капітал у постійний обіг економічної термінології без будь-яких спроб знайти його польський відповідник. З іншого боку, необґрунтованим є пошук польського відповідника у ситуації, коли в країнах Західної Європи національних назв для цього явища не існує.

На ринку венчурний капітал виконує роль фінансового посередника, який бере участь в розподілі вільних коштів і забезпечує рух надлишкових фондів на підприємства, що реалізують цю інвестицію. На практиці це відбувається шляхом збільшення акціонерного капіталу в товаристві і покриття фондом зростання капіталу у формі акцій та паїв. Фонди венчурного капіталу виступають у цих операціях фінансовими інвесторами з наперед визначеним терміном та способом виходу з інвестиційної програми. В інвестиціях венчурного характеру відносно високий ризик, який чітко пов’язаний з прибутками вище середнього рівня. Однак варто пам’ятати, що ці фонди беруть участь в управлінні підприємством впродовж тривалості проекту. На практиці участь фонду в управлінні підприємством набирає форми інтенсивного консультування, проте інколи доходять навіть до взяття зобов’язань управляти підприємством.

Суттєвою рисою фінансування з венчурних фондів є той факт, що на початку інвестиції визначається час, на який капітал вноситься до підприємства. Як правило, цей відносно тривалий період знаходиться в межах від 5 до 10 років. Оскільки структурні зміни, які ведуть до розвитку підприємства, завжди мають тривалий характер, збільшується ризик даних інвестицій та їх недостатня еластичність. Винагородою за такий рівень ризику є потенційно високий рівень прибутковості у випадку успіху проекту. Як правило, на початковому етапі фонд отримує прибуток з метою створення для фірми шансу на швидкий розвиток. Це нетривала відмова, адже завдяки цьому можна на чергових фазах інвестиції досягнути значно вищих доходів. Після завершення проекту фонд венчурного капіталу продає акції або паї, якими він володіє. Це є дуже важливою рисою інвестиції типу венчурний капітал, оскільки її мета – ніколи не

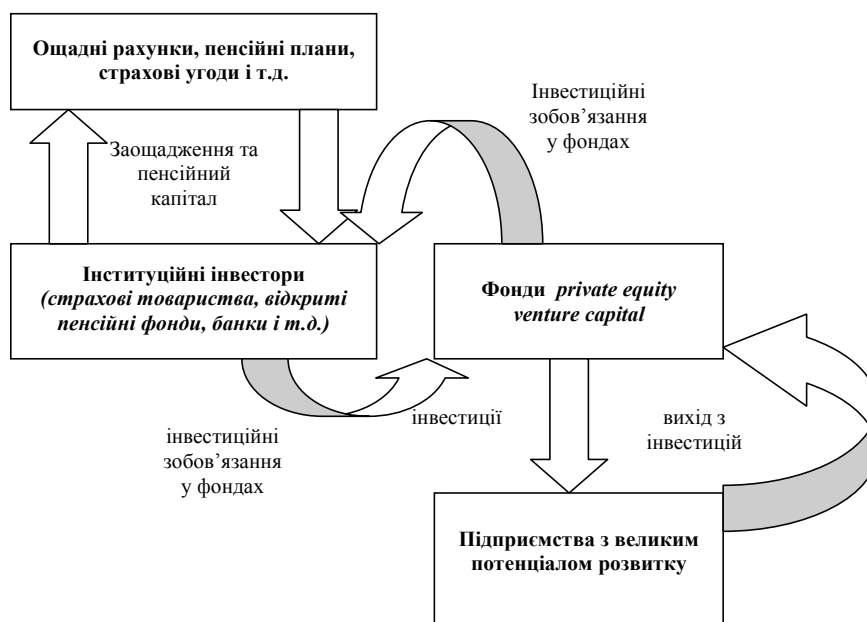


Рис. 1. Формування фондів венчурного капіталу

залишатись співвласником фірми на період довший, ніж передбачено у проекті.

Фонди венчурного капіталу найчастіше керуються власними пропозиціями для малих та середніх підприємств, що володіють перспективним продуктом. Зовнішні надходження нового капіталу до малих та середніх підприємств є дуже вигідним. Насамперед, фонд венчурного капіталу бере на себе частину ризику діяльності підприємства. На ринку покращується імідж підприємства, що забезпечує можливість отримання банківського кредиту. Надходження цих коштів є для підприємств імпульсом для динамічного розвитку та покращення свого положення на ринку [5].

Зменшення ризику настає, зокрема, шляхом вибору відповідного фонду. Залежно від виду і профілю фонду, фірми у портфелі фонду можна поділити за галузями чи фазами розвитку. Існують також спеціалізовані фонди, які діють лише в одній галузі. Їхньою

перевагою є глибоке ознайомлення з ринком, широкі контакти, а також можливості інтеракції між фірмами у портфелі фонду. За його посередництвом ці фірми можуть користуватися спільним досвідом, доповнювати свої ринкові пропозиції та бути поєднані.

Інвестиційна модель венчурного капіталу спирається на кілька наступних положень:

- засоби з фондів венчурного капіталу – це капітал, а не борг, який означає, що розпорядники фонду готові піти на ризик вступу до товариства, а їх досвід зменшує міру ризику, і гроші не потрібно повертати як позику чи кредит;
- продаж часток власності фондів венчурного капіталу на фірмі буде мати місце через певний час (від 3 до 6 років), тобто фонд є партнером на визначений час;
- переговори вимагають часу та довіри, пов'язані з пошуком фірм, їх вибором та вибором інвестиційних заходів (навіть до 6 місяців);

– переговори є детальними; умови угод будуть для обох сторін тим кращими, чим чіткішим є бачення та стратегія товариства;

– фонди венчурного капіталу вимагають прозорих майнових відносин та чітко визначених відносин щодо прийняття рішень між співвласниками.

Одержання коштів з фондів типу венчурний капітал вимагає виконання кількох умов:

1) наявність фахових керівних кадрів;  
2) діяльність фірми на зростаючому ринку;

3) наявність кращої, ніж у конкурентів, пропозиції продуктів (послуг) чи технологічної переваги;

4) швидший розвиток фірми, ніж галузь, у якій вона функціонує;

5) володіння значною часткою на ринку (це може стосуватися навіть місцевого ринку).

Одержання фінансових засобів з фондів венчурного капіталу відбувається за встановленим алгоритмом процесу (табл. 1).

Останній крок може бути реалізований за допомогою кількох визначених способів, а саме шляхом:

- цінних паперів;
- продажу своєї частки галузевому інвестору;
- публічності портфелю товариства (перша публічна пропозиція);

– перепродажу своїх часток іншому фінансовому інвестору типу фонду венчурного капіталу;

– перепродажу своїх цінних паперів правлінню чи іншим співвласникам;

- погашення акцій фонду (списання);
- ліквідації.

Між фінансовими засобами фондів венчурного капіталу і найпопулярнішою формою інвестиційної підтримки – банківським кредитом – існує кілька основних відмінностей (табл. 2).

Використання капіталу венчурних фондів дає змогу підприємцям досягнути певної вигоди:

1) інвестор венчурного капіталу поділяє з підприємцем неминучий бізнес-ризик, ототожнюється з інтересами фірми та думає про неї на перспективу;

2) венчурний капітал – це не тільки гроші, а й партнер з багатим досвідом і різносторонніми контактами;

3) венчурний капітал – це шанс для розвитку (збільшення) фірми;

4) інвестор венчурного капіталу повинен не тільки вирахувати ризик, а й схильний включитися до заходів, на які не можна отримати кредиту;

5) використання венчурного капіталу не обтяжене сплатою відсотків;

6) інвестор венчурного капіталу гнучкий (іде на компроміс) та терплячий;

Таблиця 1

**Алгоритм одержання капіталу з фондів венчурного фінансування**

Кроки	Дії
Крок 1	Прозоре і чітке визначення потенціалу фірми, ринкових умов та потреб капіталу (бізнес-план)
Крок 2	Поглиблене вивчення фірми (додаткова інформація та пояснення для інвестора)*
Крок 3	Переговори (визначення умов інвестиції та умов співпраці)
Крок 4	Затвердження визначень та підписання угоди (капітал знаходиться на фірмі)
Крок 5	Реалізація інвестиції
Крок 6	Вихід з інвестиції (дезінвестиція)**

\* Вивчення товариства включає глибокий аналіз та оцінку усіх сфер діяльності товариства, які повинні стати предметом інвестиції фонду *private equity/venture capital*

\*\* Деінвестиція (вихід з інвестиції) – це продаж цінних паперів, якими володіє фонд *private equity/venture capital*.

Основні відмінності між венчурним капіталом та банківським кредитом

Венчурний капітал	Банківський кредит
1) необхідність поділу власності	1) можливість дотримання цілковитого контролю з боку власників
2) довгостроковий капітал	2) коротко-, середньо- та довгостроковий
3) дуже високий рівень акцептованого ризику	3) низький рівень акцептованого ризику
4) збільшення статутного капіталу (не повинен повертатися); відсутність фінансових зобов'язань (фінансових засобів); зміна структури балансу, що підвищує здатність фірми брати зобов'язання	4) погіршення структури балансу – капіталу фірми
5) інвестиції в інноваційні заходи – це шанс для фонду венчурного капіталу отримати великі прибутки	5) інвестиції в інновації – це синонім невпевненості та загрози
6) існує додана вартість у вигляді спеціальних знань менеджерів фонду в сфері фінансів, управління та маркетингу	6) обмежений доступ до спеціальної допомоги з боку банку
7) на випадок банкрутства фірми інвестор (фонд венчурного капіталу) прирівнюється до решти партнерів	7) банк має першість щодо володіння майном фірми на випадок її банкрутства

7) фонд венчурного капіталу заробляє, коли зростає вартість фірми, а згодом заробляють також інші партнери;

8) венчурний капітал не вимагає, як банківський кредит, багатьох гарантій та регулярних оплат чи високої ліквідності;

9) венчурний капітал не вимагає, як галузевий інвестор підпорядкування структури чи цілей інвесторові (втрата певних форм незалежності).

Багато прикладів польських фірм підтверджують доцільність використання венчурного капіталу. Слід згадати про успіхи таких фірм, як: *Computerland, Town and City, Budimex, Polfa Kutno, Euronet, Eldorado, Lukas Bank* чи *@Entertainment*.

Започаткування ринку венчурного капіталу відбулося у Польщі у 1990 р. та пов'язане зі створенням Польсько-Американського Фонду Підприємництва з капіталом 240 мільйонів доларів США. До нього приєднався Датський Фонд для Центральної та Східної Європи, а у 1991 р. – Товариство Суспільно-Економічних Ініціатив, у 1992 р. – *Caresbac-Polska*. Згодом через декілька років з'явилися інші ініціативи, зокрема: Бялис-

тоцький Фонд Капіталу, Любельський Фонд Капіталу, Регіональні Інвестиційні Фонди у Лодзі і Катовіцах, а також Північний Фонд, які користувалися підтримкою громадськості.

У середині 90-х рр. XX ст. зросло зацікавлення польською економікою з боку приватних комерційних фондів. У 1992 р. був створений Польський Приватний Фонд Капіталу з капіталом 151 мільйон доларів США. Почав діяти також перший Польський фонд, що володів 40 мільйонами доларів. Діяли також й інші фонди (наприклад, *Poland Investment Fund, Renaissance Capital, White Eagle Industries, Poland Growth Fund*) з капіталом 210 мільйонів доларів США. Функціонували вже 12 фірм, що розпоряджалися капіталом у 660 мільйонів доларів США. На ринку з'явилися також банки та Національні Інвестиційні Фонди.

Зараз у Польщі діє близько 30 фірм, які розпоряджаються коштами венчурних фондів. Вартість капіталу оцінюється у майже 18 мільярдів злотих. До їх інвестиційних портфелів належать понад 250 польських товариств і майже 70 товариств з інших країн Центральної Європи [10].

Ці фонди можна поділити на дві групи. Перша – це комерційні фонди, друга – це невеликі фонди, які підтримують розвиток підприємництва чи регіональний розвиток, створені за підтримки допоміжних установ або ж державних коштів. Капітал надходить головним чином з-за кордону, з банків, пенсійних фондів, страхових фондів та інших корпоративних інвесторів. Найбільшим є Європейський Банк Реконструкції та Розвитку. Проте державних ресурсів є небагато.

У галузевій структурі трапляються виробничі, комерційні товариства та товариства з надання послуг. Великою є зацікавленість сектором телекомунікації та медіа (30% інвестицій у 2004 р.), виробництво споживчих товарів (25% інвестицій у 2004 р.).

Згідно з фазами фінансування домінують засоби, призначені для викупу та ре-

фінансування, а також на експансію. Викуп – трансакція, під час якої товариство відкуповується від існуючих акціонерів, може мати характер викупу менеджерів. Викуп менеджерів може мати вигляд MBI (*management buy-in*), під час якого група менеджерів поза товариством отримує це товариство, або вигляд MBO (*management buyout*). Рефінансування – придбання часток товариства іншої установи, яка надає венчурний капітал для інших акціонерів. Невеликим у той же час є значення стартового капіталу. Однією із форм використання фонду типу венчурного капіталу є реструктуризація. Це одна з форм фінансування венчурних фондів, надання фінансової допомоги товариству з метою відновлення фінансового становища та розвитку.

Процес дезінвестиції диференційований у часі. Головною формою дезінвес-

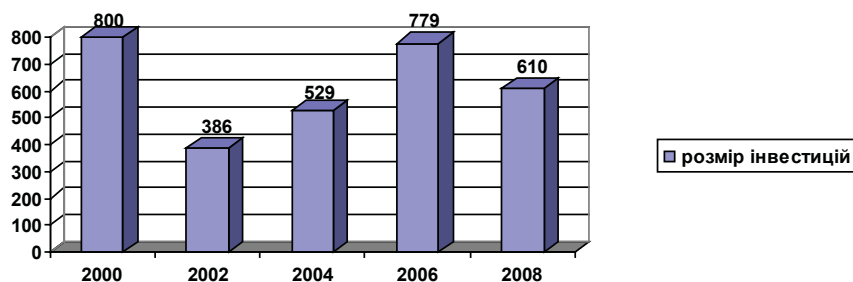


Рис. 2. Інвестиції венчурного капіталу у Польщі в 2000–2008 рр. (млн. польських злотих)\*

\*Складено авторами на основі даних Польського Товариства Інвесторів Капіталу.

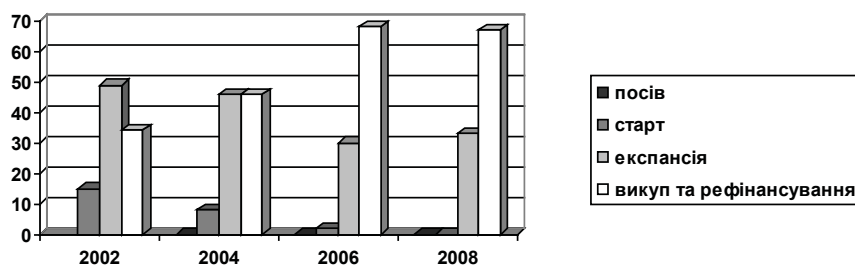


Рис. 3. Структура засобів за фазами фінансування у 2002–2008 рр. (% усіх видатків)\*

\* Складено авторами на основі даних Польського Товариства Інвесторів Капіталу.



## ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД

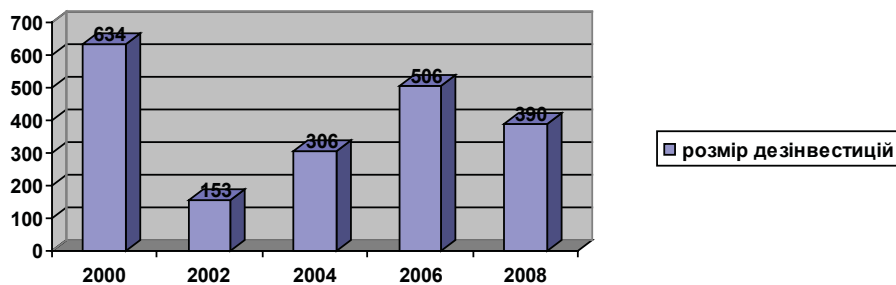


Рис. 4. Рівень дезінвестицій у 2000–2008 рр. (мільйонів польських злотих)\*

\*Складено авторами на основі даних Польського Товариства Інвесторів Капіталу.

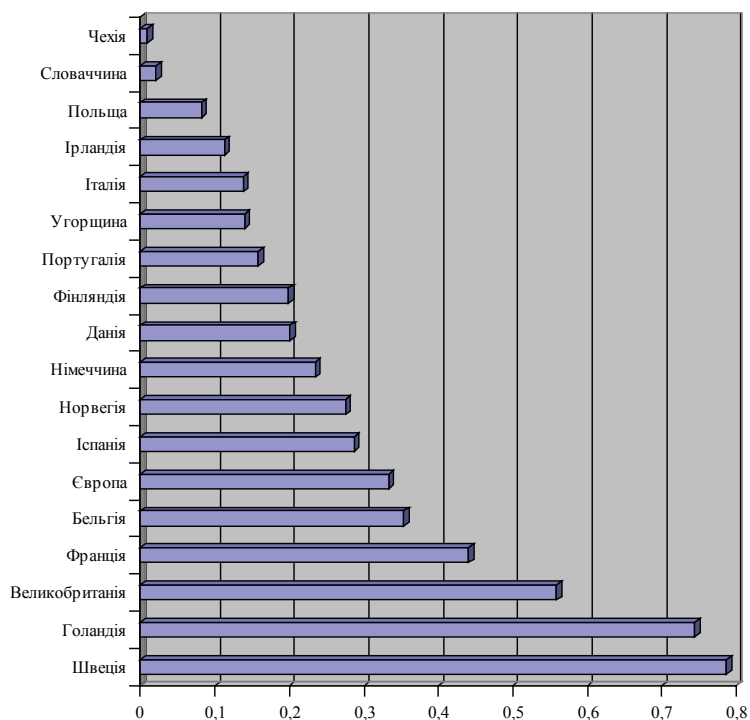


Рис. 5. Частка інвестицій венчурного капіталу у ВВП у європейських країнах в 2008 р.\*

\* Складено авторами на основі даних Польського Товариства Інвесторів Капіталу.

тиції був продаж групі менеджерів та/або попереднім власникам (30% дезінвестиції у 2004 р.) та вихід через біржу (22% дезінвестиції у 2003 р.). Продаж стратегічному інвестору коливався від 53% у 2004 р. до 9% у 2004 р. Продаж іншому фондові становив лише близько 3% форм виходу.

Польща, окрім розвитку ринку фондів венчурних капіталів, характеризується відносно низькою часткою венчурних інвестицій у ВВП (рис. 5).

На подальший розвиток сектора венчурного капіталу у Польщі будуть впливати різні чинники, а саме: економічне зростан-



ня, темпи конвергенції польської економіки з економікою Європейського Союзу та розвиток польських ринків. Велике значення має також ширше приєднання польських пенсійних фондів (за оціненим на 2010 р. капіталом уряду – 220 мільярдів польських злотих), страхових установ та банків. Крім того, зростає також значення Національного Фонду Капіталу (фонду фондів) та можливість використовувати засоби зі структурних фондів Євросоюзу.

### Література

1. Głogowski E., Münch M., *Nowe usługi finansowe*, PWE, Warszawa 1996
2. Kornasiewicz A., *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, Wydawnictwo Cedetu, Warszawa 2004
3. Rogoziński J., *Sonda Naszego Rynku Kapitałowego. Bariery rozwoju rynku venture capital/private equity (w) "Rynek Kapitałowy"*, nr 7/2003
4. Silwer A.D., *Venture capital. The Complete Guide for Investors.*, New York 1985
5. Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999
6. Węclawski J., *Rozwój rynku venture capital w Europie. Bariery i szanse rozwoju gospodarki rynkowej w Polsce*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1999
7. Węclawski J., *Venture capital – Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Warszawa 1997
8. "Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych", *Biblioteka Przedsiębiorcy w Unii Europejskiej*, nr 6/2005, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Departament Przedsiębiorczości, Warszawa 2005
9. <http://WWW.ppea.org.pl/venture-capital.php>
10. [WWW.psyk.org.pl](http://WWW.psyk.org.pl)