

Ольга Михайлівна КАРАСИК

кандидат економічних наук, професор,
Національний університет біоресурсів і природокористування України
E-mail: omkarasik@mail.ru

Максим Володимирович ПЕТРЮК

аспірант,
Національний університет біоресурсів і природокористування України
E-mail: petryuk.maxim@gmail.com

СТРАТЕГІЇ ВИХОДУ ІНВЕТОРІВ ІЗ ПРОЦЕСУ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ ДЛЯ ПІДПРИЄМСТВ СІЛЬСЬКОГО ГОСПОДАРСТВА УКРАЇНИ

Карасик, О. М. Стратегії виходу інвесторів із процесу венчурного фінансування для підприємств сільського господарства України [Текст] / Ольга Михайлівна Карасик, Максим Володимирович Петрюк // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2015. – Том 22. – № 2. – С. 27-33. – ISSN 1993-0259.

Анотація

Вступ. На сьогодні аграрний сектор України потребує більше додаткових коштів для фінансування нових та наявних підприємств. І в той час, коли короткострокові та довгострокові банківські кредити стають все менш доступними для малих та середніх підприємств, венчурний капітал може вирішити проблему браку останнього. Але однією з умов венчурних інвестицій є доступність та узгодженість стратегій виходу з процесу фінансування ще на етапі прийняття рішення про доцільність інвестицій.

Мета. Дослідити основні стратегії виходу з процесу венчурного фінансування. Проаналізувати «за» і «проти» стратегій IPO, MBO, MBI, LBO для сільськогосподарських підприємств України.

Методологія. У процесі дослідження були використані графічний та порівняльний методи для аналізу та відображення динаміки виходів з процесу венчурного фінансування. Метод порівняння використовувався для вибору оптимальної стратегії, а метод аналізу та синтезу – для побудови схеми подвійного процесу виходу з венчурних інвестицій.

Результати. У статті визначено стратегію первинного публічного розміщення акцій, як найбільш вдалу і водночас найбільш витратну, з погляду організації її проведення, для підприємств аграрного сектору України. Водночас стратегія прямого продажу часток стратегічним інвесторам є найбільш доступною в Україні, оскільки характеризується мінімальними затратами коштів та часу. Метод списання заборгованостей (банкрутство) визначено найменш привабливим, оскільки не дає змоги повернути вкладений венчурний капітал інвестору, а підприємство припиняє свою діяльність. Була модифікована та запропонована схема подвійного процесу виходу з венчурних інвестицій, яка дає змогу підвищити вартість підприємства перед етапом продажу стратегічному інвестору.

Ключові слова: венчурний капітал; венчурне фінансування; венчурний фонд; венчурні проекти; аграрний сектор; прямий продаж; IPO; MBO; MBI; LBO.

Olha Mykhailivna KARASYK

PhD in Economics,
Professor,
National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine
E-mail: omkarasik@mail.ru

Maksym Volodymyrovych PETRIUK

PhD Student,
National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine
E-mail: petryuk.maxim@gmail.com

EXIT STRATEGIES FOR INVESTORS FROM THE VENTURE FINANCING PROCESS FOR ENTERPRISES OF AGRICULTURE OF UKRAINE

Abstract

Introduction. Nowadays the agrarian sector of Ukraine needs more additional funds for financing new and existing businesses. Short and long term bank loans are becoming less accessible to small and medium enterprises. Venture capital can solve the problem of lack of capital. But one of the conditions for venture capital investment is the availability and consistency of exit strategies from the financing at the stage of making a decision on the expediency of investments.

The purpose of the article is to explore the main exit strategies from venture financing process and to analyze the accessibility of each strategy (IPO, IPO, MBO, MBI and LBO) for agricultural enterprises in Ukraine.

The method (methodology). We have used graphical and comparative methods for analysis and display of exit dynamics data from venture financing process. The method of comparison has been used for selection of optimal strategy. The method of analysis and synthesis has been used for the construction of double circuit process out of the venture capital investments.

Results. The article defines the strategy of initial public offerings as the most successful and at the same time the most costly in terms of the organization for the enterprises of the agricultural sector of Ukraine. At the same time, the strategy of direct selling shares to strategic investors is the most accessible in Ukraine, because it is characterized by minimal time and money costs. The method of writing off debt (bankruptcy) is defined as the least attractive, because it does not allow returning the invested venture capital to investor and the company stops its activity. In the research the scheme of dual-process circuit out from the venture capital, that enables enterprises to increase the cost of business before the stage of sale to a strategic investor, has been modified and the proposed.

Keywords: venture capital; venture financing; venture projects; agricultural sector; trade sale; IPO; MBO; MBI; LBO.

JEL classification: D92, E20, G24

Вступ

Провідною галуззю української економіки є сільське господарство, яке об'єднує у собі багато підгалузей, що знаходяться на різному етапі розвитку. Додаткові кошти, яких потребує як аграрний сектор, так і інші галузі можна залучити за рахунок венчурного капіталу. Процес виходу інвестора з інвестицій є завершальним етапом життєвого циклу венчурного підприємства. Однією з основних ознак, що відрізняють венчурного капіталіста від інших типів інвесторів, є планування шляху виходу ще на етапі прийняття початкового рішення про фінансування, а обмеженість вибору стратегій повернення або отримання частки власності на вкладені ресурси призводить до відмови від фінансування перспективних проектів. Логіка процесу венчурного фінансування полягає в тому, що до того часу, коли компанія буде підготовлена до виходу, її вартість зросте настільки, що це дозволить отримати відносно високі доходи, що є характерною особливістю процесу венчурного фінансування.

Серед вітчизняних вчених найбільш відомими дослідниками цього питання є Л. Антонюк, А. Войтович, Т. Калінеску, О. Кузьмін, К. Кутрань, В. Опанасюк, А. Поручник, Г. Тарасова, П. Федорович, Л. Шило, у роботах яких значна увага звертається на стратегії виходу з процесу венчурного фінансування. Актуальність дослідження полягає в тому, що багато стратегій, які використовуються в ЄС чи США, не можуть бути застосовані в Україні через низький рівень розвитку біржових інститутів та недосконалість законодавства у сфері венчурних інвестицій. А проблема пошуку шляхів виходу з венчурних інвестицій в Україні призводить до проблем залучення венчурного капіталу як в аграрний сектор, так і в економіку загалом.

Мета статті

Мета статті – дослідити сучасні стратегії виходу з процесу венчурного фінансування та визначити оптимальний метод виходу для венчурних сільськогосподарських підприємств України.

Виклад основного матеріалу дослідження

Основними стратегіями виходу інвесторів з венчурного бізнесу у світі вважаються наступні:

- прямий продаж своїх часток стратегічним інверторам (Trade sale);
- публічне розміщення акцій IPO (Initial Public Offering);
- викуп (MBO – management buy out, MBI – management buy in, LBO – leveraged buy out);
- банкрутство венчурних підприємств (списання активів) [5, с. 89].

Дослідивши теоретичні аспекти всіх стратегій виходу, зауважимо, що Trade sale – процес, під час якого портфельна компанія може бути куплена іншою компанією чи компанією з того ж сектора індустрії, яка шукає для себе можливостей розширення, або підприємством з іншого сектора, бажаним диверсифікувати свою діяльність. Подібні прямі продажі є розширенням компанії за рахунок її злиття з фірмами аналогічного профілю (злиття) або поглинання споріднених компаній або їх частин (придбання), тому їх називають угодами злиття та поглинання (M&A). Прямий продаж своїх часток стратегічним інверторам зазвичай використовується у двох формах: продаж акцій та продаж активів. За формою сплати ці форми також поділяються на продажі за гроші, за інші акції та обмін на боргові зобов'язання [1, с. 312].

Витрати на проведення Trade sale визначаються на основі вартості самої угоди. Основною складовою цих витрат є винагорода раднику з прямого продажу, переважно цей обов'язок бере на себе інвестиційний банк. До цього додаються винагороди юристам та іншим професіоналам. Найавторитетніші інвестиційні банки тільки тоді візьмуться за угоду прямого продажу, якщо їм буде обіцяно винагороду не менше 1 млн євро. У середньому угода з прямого продажу компанії завершується через 3-9 місяців після її початку. Більший строк укладання договорів збільшує ризик розкриття секретності угоди [3, с. 185].

Називають основні два фактори успішного прямого продажу компанії, які сильно відрізняються від головних задач IPO:

- в інтересах усіх сторін – збереження секретності до самого закінчення угоди;
- продавцю слід створити атмосферу конкуренції, щоб потенційний покупець відчував, що не він один цікавиться купівлею цієї компанії.

Відзначимо той факт, що до середини 1990-х років переважна більшість успішних виходів у Європі відбувалося шляхом прямих продажів, оскільки тільки зрілі компанії мали вихід на традиційні відкриті ринки. У 1996 році ситуація почала змінюватися у зв'язку зі створенням локальних європейських фондових бірж, призначених для молодих швидкозростаючих підприємств. Можливість розміщення акцій на таких ринках, як NASDAQ, Nouveau Marche, AIM и Neuer Markt, зробила IPO життєздатною альтернативою прямим продажам [9, с. 58].

Процес IPO – це первинна публічна пропозиція, коли акції компанії перший раз пропонуються великій кількості інвесторів на ринку, де вони продаються на вільних торгах. При цьому відбувається зміна організаційно-правового статусу компанії і вона з приватної перетворюється на відкриту та публічну.

Середня вартість здійснення IPO зазвичай коливається між 10 % і 12 % від розміру розміщення (як нові зібрані суми, так і вже існуючі акції, які продані новим інвесторам). Так при продажі акцій на суму 50 млн євро на витрати по IPO піде від 5 до 6 млн євро, і при цьому у компанії залишиться від 44 до 45 млн євро в якості виручки від IPO [4, с. 380]. Основні «за» та «проти» стратегії IPO зобразимо у вигляді схеми на рисунку 1.

Стратегія IPO є найбільш цікавим методом виведення капіталу як для венчурного інвестора, так і для компанії, оскільки вона передбачає отримання доходу з премією і забезпечує ліквідність акціонерного капіталу та залучення недорогого додаткового капіталу для наступних раундів фінансування [5, с. 37].

Стратегія викупу передбачає здебільшого продаж частки в компанії новому інвестору і може бути як шляхом виходу з інвестицій для інвестора, так і способом залучення додаткового фінансування. Зазвичай новими інвесторами виступають нові акціонери, які стануть стратегічними партнерами, інституційні інвестори (фонди, бізнес-ангели), банківські установи чи венчурні інвестори, які спеціалізуються на таких операціях [6].

Викуп можна формально визначити як угоду про купівлю компанії чи її структурної частини у їх справжніх власників. Основними видами викупів вважають: викуп менеджментом компанії – MBO; викуп з використанням кредитних ресурсів – LBO; викуп зовнішнім менеджментом – MBI.

Під час угоди викупу компанії управляючими (далі MBO), менеджерам, як правило, належить значна частка простих акцій компанії. Але не завжди менеджмент компанії чи КУА мають у своєму розпорядженні достатньо капіталу для купівлі цільової компанії за методом Trade sales, тому більшість угод MBO проводиться за участю венчурного капіталіста.



Рис. 1. Аргументи «за» та «проти» процедури IPO

Угода типу LBO передбачає купівлю компанії за рахунок залучення кредитних ресурсів під заставу активів цієї ж компанії. Організації залучення позичкового капіталу є основною складовою цього методу. А наслідками процесу LBO є зміна пріоритетів діяльності компанії на створення грошового потоку для погашення кредитів, а дивіденди та прибутки відходять на другорядні цілі.

Викуп типу MBI – це процес, коли нова команда професійних управляючих приходить у компанію. І, напевно, це є основною відмінністю цієї стратегії від MBO.

Банкрутство венчурних підприємств венчурні інвестори розпочали розглядати як метод виходу з інвестицій не так давно. Головна задача венчурного капіталіста – розпочати процедуру ще до того, як компанія виявиться зовсім неплатоспроможною. Метою такої процедури вважається максимальна виплата боргів усім кредиторам і працівникам підприємства. Якщо після виплати заборгованості у компанії залишаються ще кошти, то вони розподіляються між інвесторами.

Основною спільною проблемою всіх методів викупу вважається вибір методу оцінки бізнесу. Оскільки в інтересах інвестора збільшити вартість компанії, а для менеджменту чи підприємця – зменшити її вартість. Виділяють такі основні варіанти оцінки бізнесу: коефіцієнти доходності бізнесу (P/E, P/S); балансова вартість; оціночна вартість; дисконтування грошових потоків; заздалегідь встановлена вартість компанії (надто ризикова як для інвестора, так і для підприємця (менеджменту)) [7, с. 180].

Аналіз ринку венчурного капіталу Європи свідчить, що найбільш популярною стратегією виходу є прямий продаж, частка якого – 35 % усіх угод (рисунок 2), а найбільш прибутковим методом є IPO, де середня вартість виходу становила 31,29 млн євро, що в 1,66 раза більше, ніж вартість однієї угоди в Trade sale (рисунок 3).

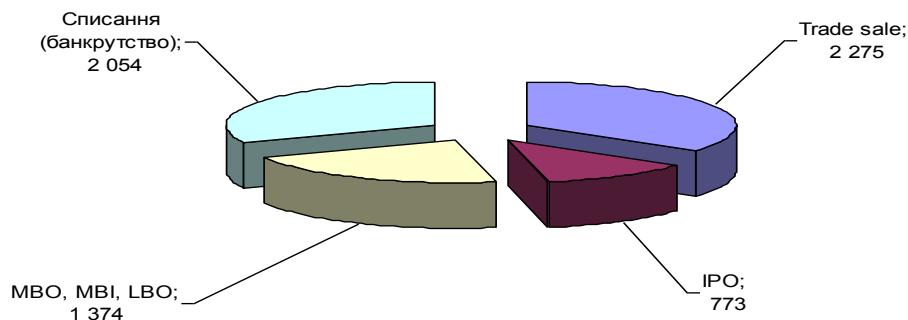


Рис. 2. Розподіл компаній ЄС за стратегіями виходу з венчурних інвестицій за 2010-2014 рр.

** Побудовано автором за даними PEREP_Analytics.*

Водночас зазначимо, що на всі стратегії викупу, які мають частку 21 % у загальній структурі дивестицій (рисунок 2), припадає лише 10 % загальної вартості виведеного капіталу – 10,22 млн євро.

Показник – 8,2 млн євро. в середньому за одну угоду списання (банкрутства) показує в такому випадку не прибуток, а збиток від невдалої інвестиції.

Наголосимо, що в Європі набагато складніше здійснити прямий продаж акцій інвестору, ніж виставити їх на торги у зв'язку з очевидною відсутністю покупців. Часто венчурні капіталісти не намагаються знайти покупців поза галуззю, що обмежує шанси на успіх в угоди. Прямий продаж компанії – більш швидкий і легкий спосіб, однак негативним фактором є більш низькі ціни.

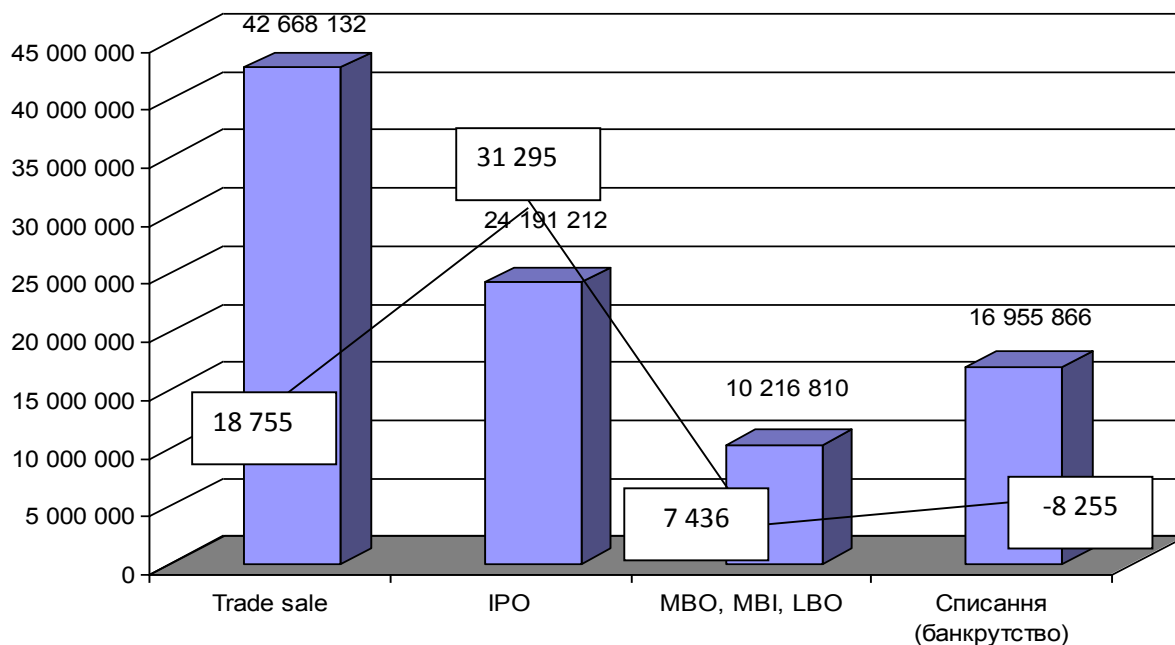


Рис. 3. Загальна сума отриманого капіталу венчурним капіталістом та середній розмір однієї угоди на венчурному ринку ЄС, тис. євро, за 2010-2014 р.

* Побудовано автором за даними PEREP_Analytics.

В Україні в період 2010-2014 рр. було здійснено лише 11 випадків виведення венчурного капіталу: прямий продаж – 5; продаж менеджменту – 4; банкрутство – 2. Загальна сума виведеного капіталу – 245,6 тис. євро (рисунк 4). Середній розмір 1 угоди Trade sale становить 15 729 тис. євро., MBO, MBI, LBO – 20 444 тис. євро., що у 2,75 раза більше, ніж у середньому по Європі. Але банкрутство займає 35 % всього ринку виведеного капіталу України, в той час, як у Європі лише 18%. Зауважимо той факт, що жодна компанія, яка фінансувалась за рахунок венчурного капіталу, не виходила на IPO, за даними PEREP_Analytics, з 2007 р. [8].



Рис. 4. Загальна сума отриманого капіталу венчурним капіталістом на венчурному ринку України, тис. євро, за 2010-2014 р.

Але, на нашу думку, IPO варто все ж розглядати як стратегію виходу з венчурного фінансування, адже, за даними агентства PricewaterhouseCoopers, у період з 2005 по 2012 роки було здійснено 26 процедур IPO українськими компаніями, в тому числі 11 – в секторі сільського господарства на суму 1,140 млрд дол.

Таблиця 1. Статистика IPO українських сільськогосподарських компаній за період 2006-2011 рр.

Рік	Емітент	Фондова біржа	Об'єм залучених у результаті IPO коштів (млн дол.)
2011	Continental Farmers Group	LSE (AIM)	24
	Ovostar Union	WSE	33
	Индустриальная молочная компания	WSE	30
	KSG Agro	WSE	39
2010	Агротон	WSE	53
	Агролига	WSE	1,4
	Аграрный холдинг «Авангард»	LSE (GDRs)	229
2008	МХП	LSE (GDRs)	368
2007	Кернел	WSE	220
	Landkom	LSE (AIM)	111
2006	Астарта-Киев	WSE	32

* Побудована автором за даними Pricewaterhouse Coopers.

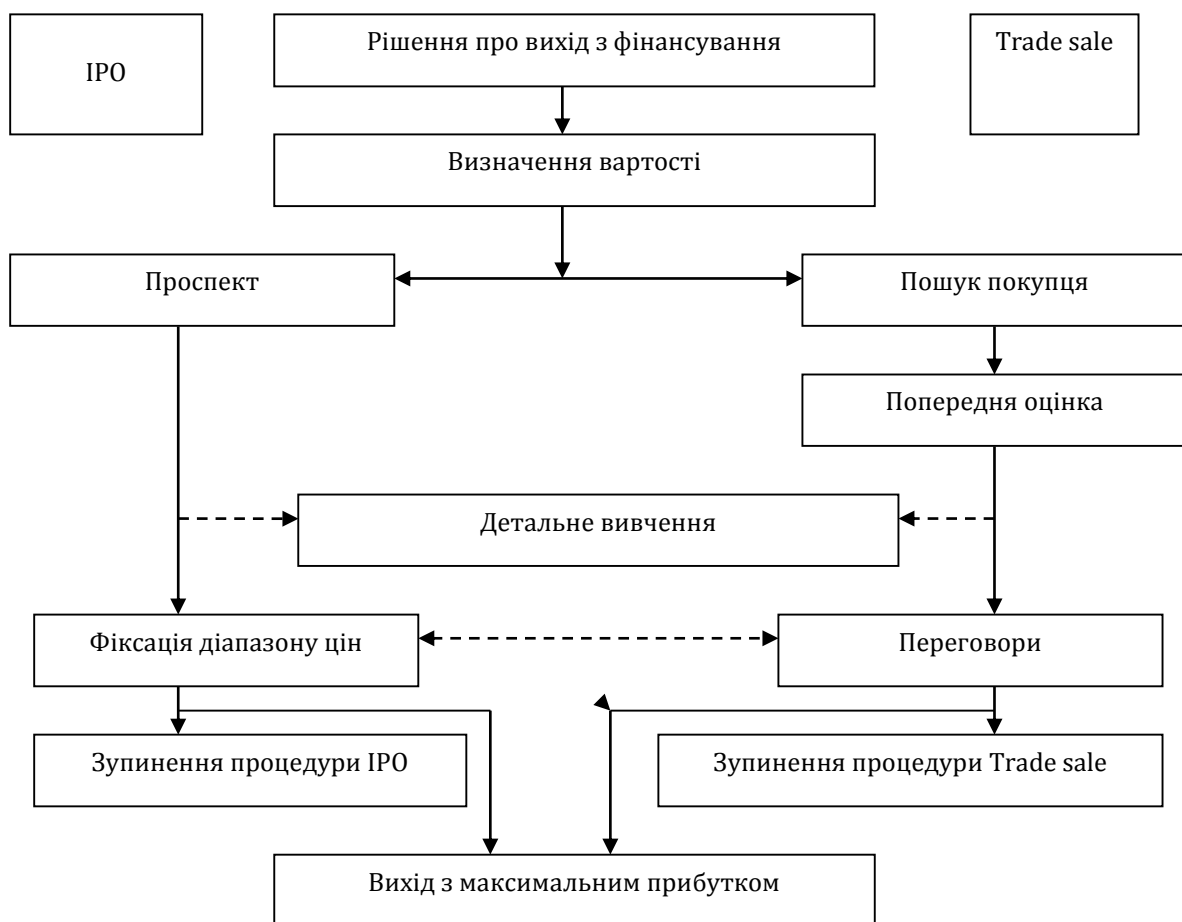


Рис. 5. Схема подвійного процесу виходу з венчурних інвестицій

*Прспект, або пропозиція, є центральним документом у процедурі IPO і містить результати спільної праці усіх професіоналів-фінансистів з робочої групи IPO.

За даними Ernst & Young, активність на міжнародному ринку IPO продовжує зростати: у 2014 році було укладено 1206 угод на суму 256,5 млрд доларів США, порівняно з попереднім роком їх кількість збільшилася на 35 %, а обсяг залучених коштів – на 50 %. Такі дані містить нове дослідження EY «Глобальні тенденції на ринку IPO в IV кварталі 2014». Незважаючи на те, що у 2014 році було укладено максимальну кількість угод та залучено найбільший обсяг капіталу за період з 2010 року, волатильність міжнародних фондових ринків у жовтні призвела до того, що прогнози на IV квартал 2014 року не виправдали очікувань. У підсумку 2014-й став вдалим, але не рекордним роком [2].

Висновки та перспективи подальших розвідок

Отже, розглянувши всі перелічені стратегії виходу, зауважимо, що для інвестора найгірший сценарій – це ліквідація компанії та списання інвестицій (банкрутство), в такому разі дохід венчурного капіталіста буде обраховуватись у від'ємних величинах.

Не кращим шляхом виходу, що дозволяє отримати помірні доходи, є перепродаж венчурним капіталістом своєї інвестиції іншим покупцям контрольного пакету акцій (МВІ чи МВО). Причиною такої стратегії може бути порушення співвідношення ризику та прибутків портфельної компанії. Чи просто інвестор вирішить позбутися проблемної інвестиції і замінити її в портфелі більш привабливою.

Під час підготовки до прямого продажу компанії в галузі сільського господарства в Україні ми пропонуємо використовувати «схему подвійного процесу».

Суть схеми полягає в публічному оголошенні про підготовку до IPO і водночас секретних переговорах щодо Trade sale. На нашу думку, оголошення про наміри IPO є одним з кращих методів для залучення потенційних покупців, тому що потенційний інвестор розраховує купити приватну компанію за нижчою вартістю, ніж після виходу її на публічний ринок. Схема підготовки подвійного процесу зображена на рисунку 5.

Найкращими стратегіями вважаємо прямий продаж та IPO, хоча останній варіант не представлений в Україні на ринку венчурного капіталу, але, як свідчать статистичні дані, цей метод використовується сільськогосподарськими компаніями для залучення додаткового фінансування.

Список літератури

1. Амосов, Ю. П. Венчурный капитализм: от истоков до современности [Текст] / Ю. П. Амосов. – СПб. : РАВИ, 2004. – 409 с.
2. Вдалиий, але не рекордний рік для міжнародного ринку IPO. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ey.com/UA/uk/Newsroom/News-releases/News-EY-global-ipos-outperform-main-indices-in-good-not-epic-year>.
3. Калінеску, Т. В. Управління венчурним фінансуванням підприємств [Текст] : монографія / Т. В. Калінеску; Східноукраїнський національний ун-т ім. Володимира Даля. – Луганськ : Видавництво СНУ ім. В. Даля, 2009. – 276 с
4. Никконен, А. Курс обучения венчурному предпринимательству [Текст] / А. Никконен. – М. : РАВИ, 2006. – 422 с.
5. Родионов, И. Совместная работа над инвестициями и выход [Текст] / И. Родионов. – РАВИ, 2011. – 119 с.
6. Тарасова, Г. О. Визначення оптимальної стратегії виведення капіталу з венчурного проекту [Текст] / Г. О. Тарасова, І. С. Грозний // Економічний вісник Донбасу. – Луганськ : Вид. ЛНУ ім. Тараса Шевченка, 2008. – №4.
7. Смирницький, Г. Оценка бизнеса: основы, инструментарий, практика [Текст] / Г. Смирницький, Н. Чиркин. – К. : Издательство «Арт Эконом», 2013. – 312 с.
8. Статистичні дані Європейської асоціації венчурного капіталу. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.evca.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics>.
9. Singer, J. Introduction to venture capital: Private Equity Guidebook [Text] / J. Singer. – EVCA. – 2007. – 254 p.

References

1. Amosov, Y. P. (2004). *Venchurnyj kapytalyzm: ot istokov do sovremennosti*, SPb, RVCA.
2. Good but not a record year for the international market IPO (2014). Retrieved from: <http://www.ey.com/UA/uk/Newsroom/News-releases/News-EY-global-ipos-outperform-main-indices-in-good-not-epic-year>.
3. Kalinesku, T. V. (2009). *Venture capital management of companies*, Lugansk: Publishing EUNU Volodymyr Dahl.
4. Nykkonen, A. (2006). *Learning course of venture entrepreneurship*, Moscow, RVCA.
5. Rodionov, I. (2011). *Joint work on investment and output*, Moscow, RVCA.
6. Tarasova, G. O. (2008). *Determination of the optimal strategy for the withdrawal of capital from venture project*, Lugansk: LNU Taras Shevchenko.
7. Smirnitsky, G. & Chirkin, N. (2013). *Business Valuation: basics, tools and practice*, Kyiv, Art Economy.
8. *Statistical data of the European Venture Capital Association*. (2015). Retrieved from: <http://www.evca.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics>.
9. Singer, J. (2007). *Introduction to venture capital: Private Equity Guidebook*, EVCA.

Стаття надійшла до редакції 09.11.2015 р.