

*К. В. Кутрань,
аспірант, Донецький національний університет*

ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТУВАННЯ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Досліджено сутність венчурного інвестування. Визначено місце венчурного інвестування в світовій економіці.

З'ясовано вплив світової фінансової кризи на галузь венчурних інвестицій. Подається стан ринків венчурних інвестицій на початку ХХІ сторіччя до і після початку світової фінансової кризи.

Надаються прогнози щодо подальшого розвитку ринків венчурного капіталу та можливості для української економіки.

ВСТУП

Венчурні інвестиції в останні десятиліття зайняли важливе місце у світовій економіці. Багато з нинішніх провідних економічних компаній у галузі ІТ розпочинали як стартапи з венчурним капіталом. У даний час інтерес для венчурних інвесторів викликають такі важливі галузі як альтернативна енергетика та біотехнології. Проте, світова фінансова криза, яка розпочалася у 2007 році, ставить під загрозу всю галузь венчурних інвестицій.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Питанням дослідження сутності венчурного інвестування, оцінки його ефективності та фінансового забезпечення присвячено ряд робіт зарубіжних і вітчизняних економістів: Ф. Аугусто, М. Бажала, С. Бешелева, В. Бочарова, О. Вітіна, Л. Водачека, О. Водачкової, А. Гальчинського, В. Гейця, М. Грачова, П. Друкера, П. Завліна, Р. Кантера, Г. Краюхіної, А. Круглікова, О. Лапко, С. Майєрса, Д. Маркіса, Л. Мінделя, В. Міщенко, С. Науменкової, П. Поппеля, М. Портера, М. Савлука, І. Сало, Б. Сан-то, Б. Твісса, Р. Фостера, М. Хучека, У. Шарпа, Й. Шумпетера та ін. Проте, вплив фінансових криз на венчурне інвестування ніде детально не розглядався і не аналізувався.

МЕТА СТАТТІ

Розглянути стан ринків венчурних інвестицій на початку ХХІ сторіччя та у 2007—2008 роках, після початку світової фінансової кризи. Результатом такого аналізу будуть прогнози щодо подальшого розвитку ринків венчурного капіталу та можливості для української економіки в цьому розрізі.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Венчурне інвестування — це особлива система вкладення коштів у нові проекти. Його головна і принципова відмінність від традиційного полягає в тому, що необхідні кошти можуть надаватися під перспективну ідею без гарантованого забезпечення наявним майном, заощадженнями або іншими

активами підприємця. Єдиною заставою служити спеціально обумовлена частка акцій у вже існуючій або лише створюваній фірмі.

За кордоном, головним чином в США і деяких країнах Західної Європи, механізми венчурного фінансування підприємницьких проектів широко використовуються на практиці вже не одне десятиліття і набувають усе більш значного поширення.

Спільний світовий ринок венчурного капіталу перевищив у 2006 році 150 млрд доларів. За один лише 2007 рік, навіть не зважаючи на кризу, нові інвестиції венчурного капіталу в США склали близько 10 млрд доларів, а на європейському континенті — майже 8 мільярдів.

Можливо, ці цифри не справляли б великого враження на фоні спільних інвестиційних витрат, коли б не одна істотна обставина. Річ у тому, що саме венчурний капітал з властивими йому відмінними особливостями зіграв у другій половині ХХ століття найважливішу роль у реалізації найбільших науково-технічних нововведень в області мікроелектроніки, обчислювальної техніки, інформатики, біотехнології і в інших наукоємних галузях виробництва.

Першою венчурною компанією стала в 1946 році Американська Корпорація Досліджень і Розвитку (АКДР), найбільшим успіхом якої стала Digital Equipment Corporation (DEC). Коли DEC розмістила свої акції на біржі в 1968 році, вона забезпечила АКДР рентабельність 101% в рік. 70 тис. доларів, які АКДР інвестувала в DEC в 1959 році, мали ринкову вартість 37 мільйонів доларів в 1968 році [1]. Прийнято вважати, що першою компанією, яка була створена венчурним фінансуванням, є Fairchild Semiconductor, заснована в 1959 році фірмою Venrock Associates [2].

Під час 60-х і 70-х рр. ХХ ст. венчурні фірми сфокусували свої інвестиції, головним чином, на компаніях на початковій стадії розвитку і на стадії розширення. Як правило, ці компанії використовували досягнення в електронних й інформаційних технологіях, а також у технологіях в області медицини. У результаті, венчурне фінансуван-

ня стало синонімом фінансування технологій. У 1974 році венчурні фірми пережили тимчасовий спад через те, що обвалилася фондова біржа, і, природно, інвестори насторожено ставилися до цього нового типу інвестиційного фонду. Показники 1978 року стали рекордно високими для венчурного капіталу. Доходи цієї індустрії в 1978 році склали 750 мільйонів доларів.

У 1980 законодавство дозволило пенсійним фондам інвестувати в альтернативні види капіталів, такі як венчурні фірми. У 1983 році стався бум — американський фондовий ринок різко збільшився, а число первинних розміщень акцій на біржі вперше за всю історію Сполучених Штатів перевищило 100 [3]. У цьому ж році була заснована велика частка найбільших і найуспішніших фірм, що функціонують сьогодні, на зразок Microsoft, Apple, Intel, Sun Microsystems. Впродовж 80-х рр. ХХ століття у зв'язку з великою кількістю первинних розміщень акцій, а також недосвідченості багатьох менеджерів венчурних фондів, повернення від венчурного капіталу було дуже низьким. Венчурні фірми скорочували витрати, старанно працюючи, для того, щоб зобов'язати свої портфельні компанії успішними.

У кінці 90-х стався бум всесвітньо відомих венчурних фірм, що знаходяться на Sand Hill Road, в так званій "Кремнієвій долині" — Менло-парк, Каліфорнія. Було проведено величезну кількість крупних IPO, і вирішальним чинником для отримання вигод від цих IPO був доступ до "дружніх і сімейних" акцій. На цій стадії у звичайних інвесторів не було б жодних шансів інвестувати капітал за ціною виконання опціону.

Обвал на американській фондовій біржі NASDAQ, а також різкий спад у сфері технологій, що почався в березні 2000 року, сколихнули деякі венчурні фонди із-за згубних втрат від переоцінених і неприбуткових "стартапів" — компаній, що недавно відкрилися. До 2003 року багато фірм було вимушено "списати" компанії, в які вони інвестували декількома роками раніше, у зв'язку з чим багато фондів опинилися "під водою" (ринкова вартість їх портфельних компаній була нижче інвестованої вартості). Венчурні інвестори почали шукати шляхи зниження високого рівня зобов'язань, які вони давали венчурним фондам. До середини 2003 року венчурна індустрія скоротилася приблизно до 50% її сучасних розмірів [4]. Проте, щоквартальний огляд венчурних інвестицій MoneyTree Survey, здійснюваний компанією PricewaterhouseCoopers, показує, що спільна сума венчурних інвестицій залишається на одному рівні з 2003 року до другого кварталу 2005 року.

Пожвавлення діяльності Інтернет-компаній (завдяки таким операціям, як придбання компанією eBay ір-телефонної мережі Skype, придбання веб-порталу MySpace компанією News Corporation, а також дуже успішне IPO компанії Google [5]) допомогло відродити венчурну індустрію.

Американські фірми традиційно є найбільшими учасниками у венчурних операціях, але доля неамериканських венчурних інвестицій поступово збільшується.

Таблиця 1. Кількість венчурних фондів та об'єми венчурного капіталу у 2003–2008 роках

Рік	Кількість фондів	Об'єми венчурного капіталу, млн дол.
2003	151	10 622,8
2004	210	19 146,4
2005	232	28 004,9
2006	237	31 479,4
2007	247	35 542,8
2008	211	27 949,8

Згідно огляду "Monitry Survey", опублікованого компанією PricewaterhouseCoopers і Національною Асоціацією Венчурного Капіталу на основі даних, приведених у журналі Thomson Financial, венчурні капіталісти вклали близько 6,2 мільярдів у 797 операціях в США за третій квартал 2006 року. У останньому дослідженні Національної Асоціації Венчурного Капіталу йдеться, що велика частка венчурних капіталістів (69%) прогнозує зростання венчурних інвестицій в США до 20–29 мільярдів доларів.

У Європі існує величезна кількість діючих венчурних фірм. У 2005 році в цьому регіоні було мобілізовано більше 60 мільярдів євро, включаючи витрати на викупи контрольних пакетів компаній, 12,6 мільярдів з яких було направлено на венчурні інвестиції. У другому кварталі 2007 року розмір венчурних інвестицій виріс на 5% до 1,14 мільярдів євро в порівнянні з першим кварталом [6].

Інвестиції венчурного капіталу в індійську промисловість у першій половині 2006 року склали 3 мільярди доларів, а до кінця року зросли до 6,5 мільярдів доларів.

У Китаї венчурне фінансування збільшилося більш, ніж в два рази з 420 мільйонів доларів у 2002 році, до 1 мільярда в 2003 році. У першій половині 2004 року венчурні інвестиції виросли на 32% в порівнянні з 2003 роком. У зв'язку з серією успішних IPO на біржі NASDAQ, а також з поліпшенням законодавства, до 2005 року у фондах, орієнтованих на інвестиції в Китаї, було мобілізовано 4 мільярди доларів США.

Проте, такий стрімкий розвиток венчурних інвестицій продовжувався до 2008 року. 2007 рік став останнім, у якому обсяги венчурного інвестування, кількості фондів, операцій по злиттю та поглинанню (M&A), та кількості IPO збільшувалися на 20–50%.

Згідно даних звіту PricewaterhouseCoopers та National Venture Capital Association, у 2008 році обсяги венчурних інвестицій склали 28,3 мільярди доларів, що на 8% нижче показника 2007 року. Обсяг M&A угод у 2008 році був нижчим за обсяг угод з поглинання у 2007 році на 4%. У четвертому кварталі 2008 року обсяг венчурних інвестицій впав на 26% в порівнянні з 3-м кварталом того ж року [7].

Спад у галузі венчурного інвестування демонструють наступні таблиці та графіки. Як видно з таблиці 1, до 2008 року зростала як кількість фондів, так і обсяги наявного в них венчурного капіталу. І лише у 2008 році кількість венчурних фондів знизилася на 14,57%, а обсяги наявного венчурного капіталу — на 21,36%.

Причину спаду виявилася у значному скороченні поступлень капіталу у 4-му кварталі 2008 року.

Як видно з рис. 2, у 2008 році у 4-му кварталі нових надходжень у венчурні фонди було на 37,03% менше, ніж у 2006 році і на 71,10% менше, ніж у 2007 році.

За словами президента NVCA Марка Хісена, причин спаду у 4-му кварталі 2008 року дві. Перша — це реакція підприємств, які планували здійснити інвестиції у венчурні фонди в кінці 2008 року — на початку 2009 року, на коливання та нестабільність економіки. Відповідно ці підприємства відклали свої

плани по венчурним інвестиціям до покращення економічної ситуації. Друга і менш очевидна причина — це отримання фірмами з венчурним капіталом прибутку в останні 2 роки, і їхня нинішня концентрація на поповненні фондів. З певними виключеннями очікується, що сповільнення темпів зростання кількості фондів та об'ємів венчурного капіталу продовжиться і у 2009 році.

Згідно третього щорічного дослідження NVCA, американські венчурні капіталісти очікують труднощі у 2009 році для економіки держави, ринків капіталу та венчурної індустрії, оскільки фінансова криза дійде і до підприємницької екосистеми. У 2009 році продовжиться сповільнення інвестування майже у всіх секторах економіки та послаблення ринків виходу. Проте, більшість венчурних інвесторів очікують, що у 2010 році ринки підуть на зростання разом з повторним відкриттям ринку IPO [9].

У Європі криза позначилася на ринках венчурного капіталу ще у третьому кварталі 2008 року. Порівняно з другим кварталом, обсяги інвестицій знизилися на 16% а збільшення венчурних фондів — на 61% [10].

На думку деяких венчурних інвесторів, світова фінансова криза надасть великі можливості для впровадження нових технологій і розвитку технологічних компаній. Фінансова криза, яка зараз спостерігається, це вдалий період для впровадження нових технологій, використання новітніх винаходів, проведення успішних операцій, розвитку і створення нових технологічних компаній.

Оскільки вартість компаній падає, їх розробники, ініціатори готові за менші грошові кошти поступатися великою часткою в компаніях, що знижує ризики для венчурних фондів.

З іншого боку, безліч крупних компаній знижуватимуть свої витрати і шукати нові способи збільшити або хоча би підтримати збут, у тому числі знижуватимуть свої витрати на дослідження і розробки. Це дає дуже великі перспективи для невеликих компаній, які зможуть цей недолік заповнити і зробити на цьому дуже хороший бізнес [11].

Щодо венчурних фондів, то на них криза відіб'ється двоюко. З одного боку, прийдуть нові інвестори, які шукатимуть нові об'єкти для вкладень, наприклад, після невдач з нерухомістю і банками. З іншого боку, буде сильна, на 2–3 роки, затримка з виходами фондів з уже проінвестованих проектів, як це було під час кризи 1997–1998 років. Венчурна індустрія в значному ступені сама себе відтворює, і затримка з виходами не дає можливості задіювати вже виділені на венчурне інвестування кошти. Відповідно свіжі гроші прийдуть ззовні, а ті, які фондами вже вкладені, затримуються, тобто внутрішні джерела — скоротяться. У результаті може виявитися, що об'єми пропозиції знизяться [12].

Для української економіки криза на ринках венчурного капіталу принесе як негативні ефекти, так і позитивні. Перш за все, зменшиться кількість фактичних венчурних інвесторів та розміри їхнього венчурного капіталу. За найбільш оптимістичними прогнозами світова криза триватиме до 2010 року. Проте, в країнах з перехідною економікою кризи тривають довше, ніж у розвинених країнах. Відповідно, очікувати в найближчі 2–3 роки на нові крупні інвестиційні проекти за рахунок венчурного капіталу не варто. Також сильно знизиться ймовірність приходу на український ринок венчурних крупних західних капіталістів. На даний момент вони зацікавлені в отриманні прибутку

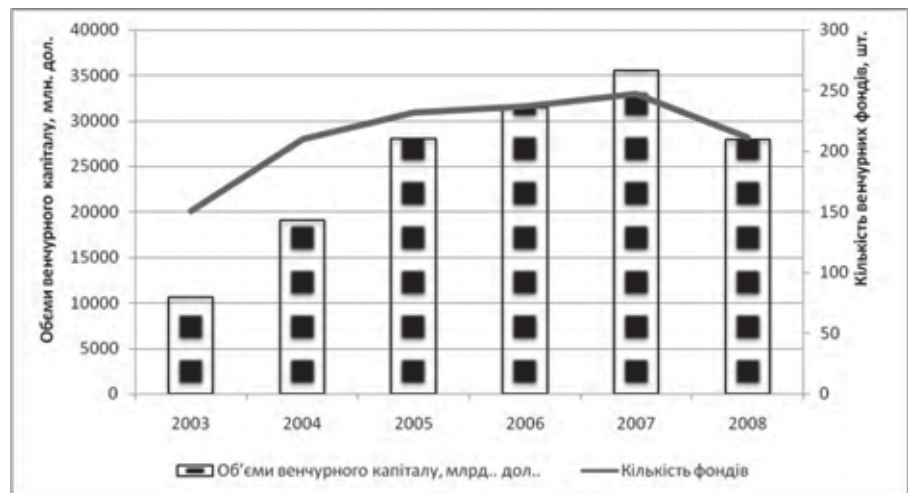


Рис. 1. Кількість венчурних фондів та об'єми венчурного капіталу у 2003–2008 роках [8]

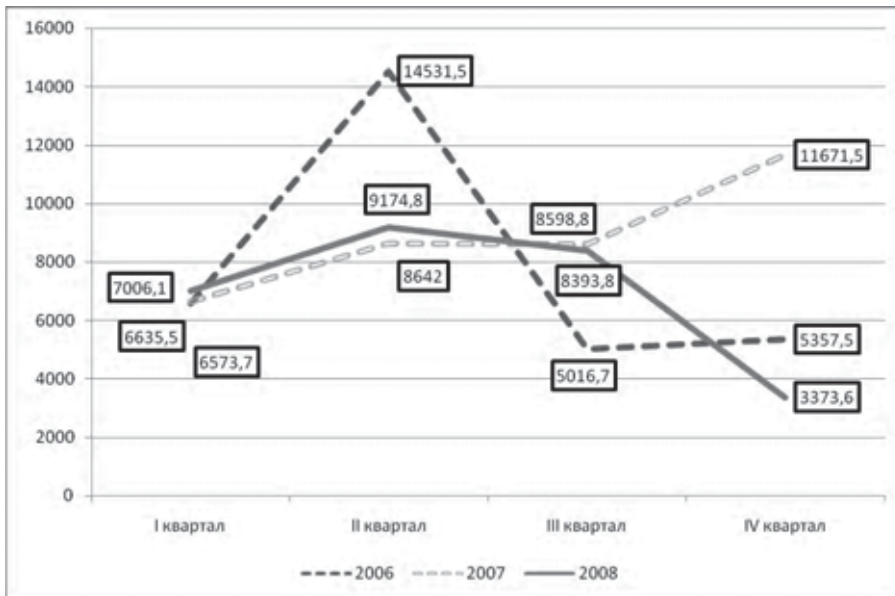


Рис. 2. Поступлення венчурного капіталу у 2006–2008 роках

та виходу із своїх існуючих проєктів, не кажучи вже про нові проєкти.

Проте, крім негативних є і позитивні моменти. По-перше, на даний момент значна кількість венчурних фондів створена не для розвитку інноваційних технологій, а для оптимізації податкового навантаження [13]. Криза — це шанс для якісного "очищення" венчурних фондів в Україні, та зменшення кількості фіктивних венчурних інвесторів. У свою чергу це приведе до збільшення привабливості інноваційного сектору економіки для західних компаній. По-друге, зниження прибутковості фондового ринку (падіння рівня ПФТС України за рік склало понад 80%, рис. 3), труднощі в банківському секторі, фактичне "заморожування" ринку комерційної та житлової нерухомості призвело до того, що для власників вільних фінансових ресурсів практично немає інших варіантів вкладення коштів крім венчурного інвестування. По-третє, криза є шансом удосконалення законодавства та економічних умов для венчурних інвесторів зі сторони державних органів. Уряд України зараз як ніколи зацікавлений в тому, щоб гроші вкладалися в українську економіку. І, відповідно, готовий піти на спрощення податкового законодавства та надання преференцій для інвестиційних компаній. Відповідно це може зацікавити зарубіжних та внутрішніх інвесторів у вкладенні коштів у венчурні фонди.

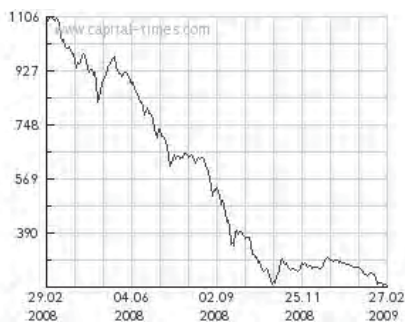


Рис. 3. Зміна рівня індексу ПФТС за останні 12 місяців [14]

ВИСНОВКИ

Ринок венчурного капіталу виник у 50-х роках ХХ століття у США. Саме завдяки венчурним інвестиціям у 60–70-х роках виникла т.з. Кремнієва долина у Каліфорнії (США), де розміщується найбільші ІТ-компанії світу.

Бум венчурних інвестицій розпочався у 80-х роках, з розвитком ІТ-індустрії. Тоді виникли такі компанії як Microsoft, Lotus, Sun Microsystems. У 90-х роках бум продовжився до 2000 року, коли відбувся відомий крах "dot-com". Рецесія на ринку венчурного капіталу тривала до 2003 року, після чого знову розпочався стрімкий ріст.

Фінансова криза, яка розпочалася у 2007 році, сильно вплинула на ринки венчурного капіталу. До 2007 року ріст кількості венчурних компаній та обсягу залученого ними капіталу щорічно зростає на 20–50%. Проте, у 2008 році цей ріст сповільнився та став від'ємним у 3-му кварталі у Європі та 4-му кварталі у США. За оцінками більшості венчурних інвесторів, негативний розвиток ситуації збережеться і у 2009 році. Причина такої ситуації на ринку — нестабільність економіки, невпевненість інвесторів у потенційному виході, бажання зафіксувати існуючий прибуток.

На Україну даний спад на міжнародному ринку венчурного капіталу вплине двояко. З однієї сторони, зменшиться кількість фактичних венчурних інвесторів та розміри їхнього венчурного капіталу. З іншої — криза це шанс для зміни покращення законодавчих, фіскальних та економічних умов для венчурних інвестицій, а також можливість приходу інвесторів, які раніше вкладали кошти в інші сектори економіки.

Література:

1. What Is Venture Capital? / Joseph W. Bartlett / [Електронний ресурс]. Режим доступу — http://vcexperts.com/vce/library/encyclopedia/documents/view.asp?document_id=15
2. The Future of Securities Regulation / Brian G. Cartwright / University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics. —

Philadelphia, 2007. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch102407bgc.htm>

3. Venture Capital Loses Its Vigor / Andrew Pollack / New York Times, 1989. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=950DE0D-61E3CF93BA35753C1A96F948260>

4. Record Year for Private Equity Fundraising / Stephen Taub / Dow Jones Private Equity Analyst, 2007. [Електронний ресурс]. Режим доступу — http://www.cfo.com/article.cfm/8537972/c_8519925?f=home_todayinfinance

5. Google's Historic IPO Run: Beatable / [Електронний ресурс]. Режим доступу — http://www.businessweek.com/technology/content/aug2007/tc20070816_081016.htm?chan=technology_technology+index+page_top+stories

6. European Venture Capital / Arjun Sethi / [Електронний ресурс]. Режим доступу — http://fusion.dalmatech.com/%7Eadmin24/files/euro_venture_capital.pdf

7. Venture Investment In Clean Technology Accelerates Significantly In 2008, Despite Economic Uncertainty / PricewaterhouseCoopers, National Venture Capital association. — Washington, DC, 2009. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.nvca.org/pdf/08Q4MTR-releaseFINALwires.pdf>

8. Venture Capital Fundraising Activity Falls In The Fourth Quarter of 2008 / Thomson Reuters & National Venture Capital Association. — [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.nvca.org/pdf/Q408VC-FundraisingRelease.pdf>

9. Venture Capitalists Predict a Difficult 2009 / NVCA Annual Survey Forecasts Challenges for Venture Industry in the Coming Year. — Washington, DC, 2008. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.nvca.org/pdf/09PredixRelease.pdf>

10. EVCA Quarterly Activity Indicator Trends in Q3 2008 / European Venture Capital Association, December 2008. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.evca.eu/knowledgecenter/latestdata.aspx?id=500>

11. Кризис повлияет на венчурное финансирование двояко / И. Стерлигов / Открытая экономика. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.vchnayamolodost.ru/pages/investiciivenchur/kriponavefidv.html>

12. Финансовый кризис может благоприятно повлиять на венчурный рынок / О.Ханцевич / РИА Новости. [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.rusventure.ru/press-service/massmedia/detail.php?ID=93>

13. Венчурное инвестирование — украинский аспект / А.Лобанов / Электронный журнал "Business Investor", 2007 — [Електронний ресурс]. Режим доступу — <http://www.businessinvestor.info/journal/article-347.htm>

14. Аналітичний огляд від компанії Capital Times. [Електронний ресурс]. Режим доступу — http://capital-times.com/index.php?option=com_content&task=view&id=3600&Itemid=88888939#

Стаття надійшла до редакції 10.06.2009 р.