

УДК 330.322.12

Олександра Денисенко

ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ВЕНЧУРНИХ ФОНДІВ ЄВРОПИ ТА США

У статті визначено особливості інвестиційної діяльності венчурних фондів у європейських країнах та США, вплив держави та її роль у процесах стимулювання інвестиційної активності венчурних фондів.

Ключові слова: венчурні фонди, інвестиції, капітал.

В статье рассмотрены особенности инвестиций венчурными фондами в европейских странах и США, влияние государства и его роль в обеспечении процесса инвестиционной активности венчурных фондов.

Ключевые слова: венчурные фонды, инвестиции, капитал.

The article describes the features of investment by venture funds in Europe and the U.S., the impact of the state and its role in promoting the process of investment activities of venture funds.

Keywords: venture funds, investment, equity.

Постановка проблеми. Діяльність європейських та американських венчурних фондів, попри схожість їх організаційної структури та принципів організації інвестиційного процесу, має розбіжності, зумовлені різними умовами діяльності, зокрема формування та використання фінансових ресурсів, та різною участю держави на ринку венчурного капіталу. Зважаючи на ці особливості, сформувались різні підходи та практики венчурного інвестування, які можуть бути проаналізовані з позиції використання цінного досвіду в українських реаліях.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питаннями венчурного капіталовладення в Україні займаються такі науковці, як О. Лапко, І. Баранецький, М. Долішня, О. Поручник, Л. Антонюк, О. Бондаренко, Н. Дучинський, Д. Денисенко, А. Лукашов, Т. Майорова, В. Воловець та інші. Незважаючи на чисельні праці вчених, вивчення активної інвестиційної діяльності закордонних венчурних фондів є актуальним питанням як в теоретичному, так і практичному аспектах.

Метою статті є визначення відмінних характеристик діяльності венчурних фондів в Європі та США, мотивації їх роботи та напрямів розвитку залежно від державного впливу на дану сферу.

Виклад основного матеріалу. Підвищення конкурентоспроможності економіки через впровадження інноваційних розробок у промисловість – одна з актуальних проблем, що постають як перед державою, так і перед бізнесом. Інноваційність економіки є однією з переваг у гострій міжнародній конкурентній боротьбі.

© Денисенко О. П., 2012

Безумовним лідером у цих змаганнях на сучасному етапі є США, оскільки на їхню частку за останні півстоліття припадає понад 60 % усіх технічних інновацій. США стали однією з найбагатших країн світу насамперед завдяки найкращій організації інноваційного процесу та ефективному використанню технологічних інновацій у виробництві [1].

Першість в освоєнні високоризикових інвестицій в США історично належить бізнес-структурам, що намагались перетворити власні інвестиції у перспективні технології на високодоходний бізнес. Відтак, задача держави зводилась до створення рівних умов і розробки стимулів для приватного сектора економіки щодо розвитку венчурного сектора інвестування. Формування такого ринку відбувається еволюційним шляхом, коли в процесі діяльності можна скоригувати структуру ринку, надати йому більш помітних інфраструктурних ознак. У практиці європейського інвестування домінуючим інструментом був комерційний кредит, тому розвиток сектора венчурного інвестування багато в чому залежав від політики держави щодо створення та функціонування інфраструктури ринку, запуску пілотних проектів, створення сприятливих умов. Такий тип формування ринку можна назвати революційним, оскільки його становлення відбувається досить швидко та з використанням активних державних дій щодо формування венчурного середовища, що прямо відбивається на діяльності венчурних фондів. Порівняння європейської та американської практики здійснення венчурних інвестицій також ускладнюється різними методами статистичного дослідження, розбіжностями в практиці використання термінології.

Американська статистика виділяє 4 стадії венчурного проекту: посівна/старт-ап, рання, стадія розширення та пізня стадія. *Стадія посіву/старт-ап проекту* означає вкладення в компанії, що мають або концепцію, або продукт в стадії розробки та, як правило, функціонують не більше 18 місяців. *Рання стадія* означає наявність продукту або промислового зразка для тестування, однак не включає промислове вироблення, компанії працюють до 3 років на ринку. *Стадія розширення* охоплює компанії, що досягли рівня виробництва та продажу продукту, генерують від нього доход, старші за 3 роки. Пізня стадія означає для компанії широке поширення її продукту, позитивний грошовий потік від нього [2].

Якщо розглянути венчурні інвестиції фондів по стадіях венчурного проекту, то слід відмітити направленість венчурних фондів на фінансування ранньої стадії та стадії розширення.

Відсоток угод на різних стадіях впродовж 1985-2011 років зображений на рис. 1

Середній розмір угоди на різних стадіях фінансування також різниться. На рис. 2. показані дані щодо середньої вартості угоди інвестування на різних стадіях інвестування за останні 15 років.

Висновки з цих даних однозначні – спеціалізація венчурних фондів США полягає в фінансуванні компаній на ранній стадії (але не на етапі заснування та проектування винаходів) та стадії розширення. Типовою інвестицією венчурного фонду в США за останні 10 років є сума у 8 млн дол. США, що найбільше відповідає вимогам щодо необхідних інвестицій на ранній стадії та стадії розширення (саме ці 2 стадії найменше відхилені від середнього показника інвестицій у галузі). Водночас, така спеціалізація є негативним явищем для сегменту старт-ап компаній, оскільки на їх інвестування за останні 10 років припадає в середньому 4,8% коштів венчурних фондів у 9,7% угод з інвестування.

Основними сферами вкладення венчурних фондів в США у 2011 році були комп'ютерні технології та програмне забезпечення (24% інвестицій та біотехнології (17% об'єму інвестицій). Разом з інвестиціями у енергетику (12%) та медичні прилади (10%) ці сектори контролюють 2/3 інвестицій венчурних фондів.

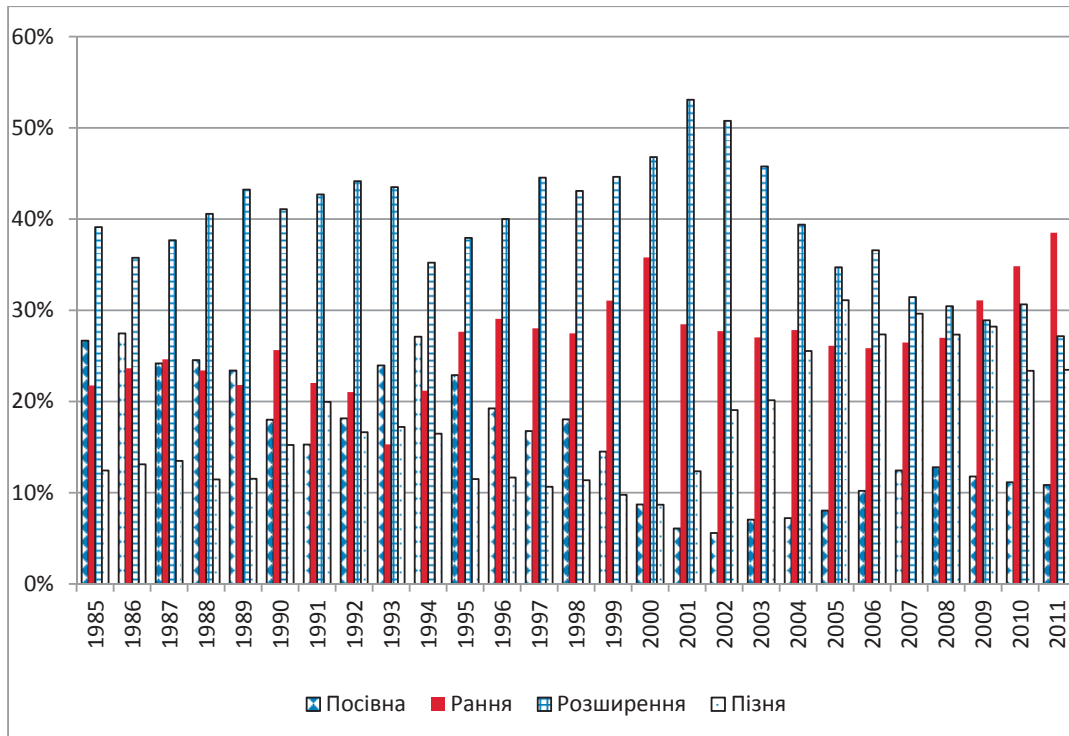


Рис. 1. Процентне співвідношення угод на різних стадіях венчурного інвестування в США в 1985-2011 рр. [3]

Венчурні фонди Європи, хоч і схожі за своєї організаційно-правовою формою на американські, але мають декілька суттєвих відмінностей. По-перше, європейські венчурні фонди в своїй діяльності значно більше орієнтуються не на фінансування компаній, а на фінансування їх викупу (чи зовнішніми інвесторами, чи менеджерами). По-друге, європейські венчурні фонди велику частину своїх ресурсів акумулюють за межами Європи. По-третє, участь держави у фінансуванні венчурних фондів дуже суттєва: держава не лише створює умови діяльності та стимулює прилив інвестицій у фонди, а і активно вкладає власні кошти.

У табл. 1 наведена інформація щодо отримання коштів спеціалізованими фондами прямих інвестицій у Європі у 2007-2011 роках.

Лише 12-14% коштів фондів прямих інвестицій щорічно інвестується у венчурні компанії, тоді як в США даний показник на рівні 25-26%.

Склад інвесторів фондів прямих інвестицій в Європі досить різноманітний. Джерела поповнення коштів фондів наведені в табл. 2. Варто акцентувати увагу на зростаючій ролі державних коштів у фінансуванні фондів прямих інвестицій. Зокрема, сума коштів, що виділяються державними агенціями, зросла з 1,3 млрд євро у 2007 році до 3,2 млрд євро у 2011, а питома вага – відповідно з 1,6% до 8,1%. Зважаючи на те, що політика держав у Європі стимулює державні інвестиції у фонди фондів – певна частина їх інвестицій має державне походження. Помітна роль і суверенних фондів накопичення (їх питома вага у 2011 році склала 11%). Приблизно 85% коштів, що акумульовані фондами, залучені від інституціональних інвесторів. Найбільшу питому вагу у цій групі мають пенсійні фонди (приблизно 20%), які жорстко регулюються державою через своє соціальне значення, тому вплив держави на європейський ринок прямих інвестицій дуже великий.

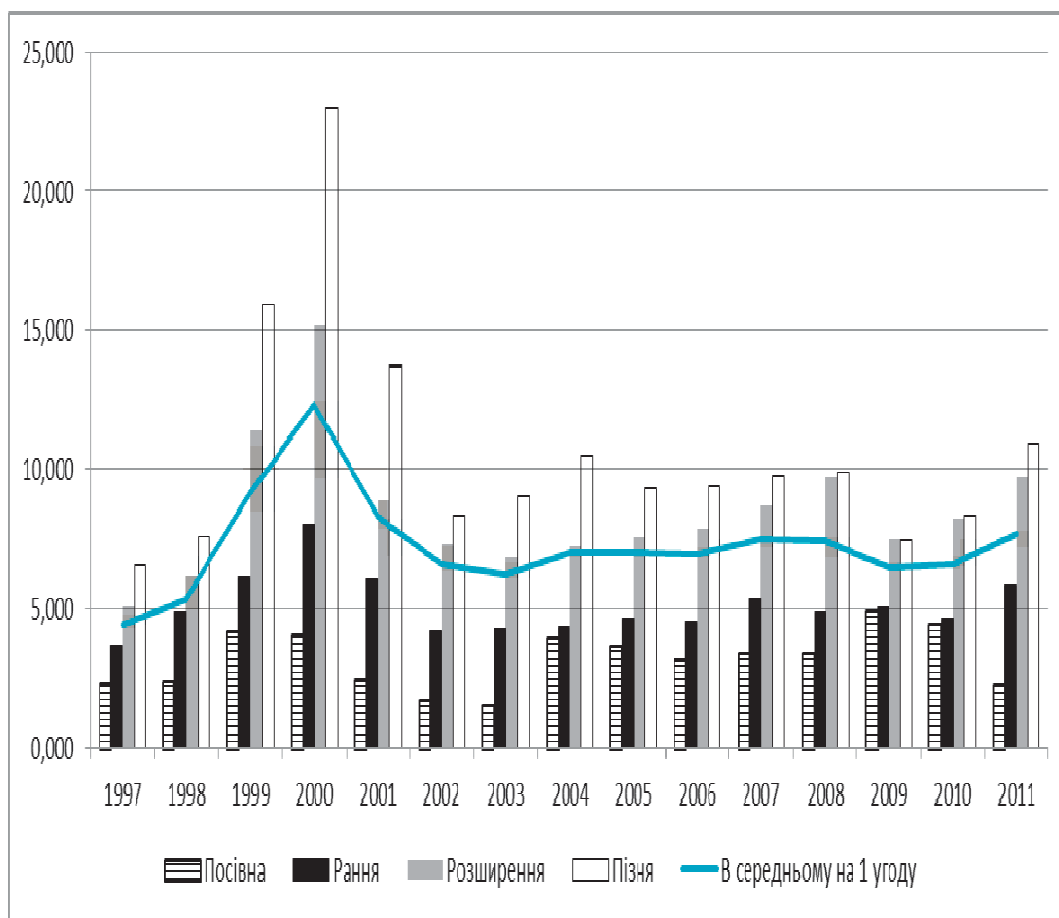


Рис. 2. Середня вартість угоди в США на всіх стадіях венчурного інвестування у 1997-2011 рр., тис. дол. США [3]

ІНШІ СФЕРИ ЕКОНОМІКИ

Таблиця 1. Кошти європейських спеціалізованих фондів для проведення власних операцій у 2007-2011 рр.

	2007		2008		2009		2010		2011	
	млн. євро	%	млн. євро	%	млн. євро	%	млн. євро	%	млн. євро	%
Фонди, орієнтовані на ранні стадії	3 585	4,5	2 255	2,8	1 465	8,2	1 009	4,6	1 882	4,7
Фонди розширення	1 413	1,8	1 536	1,9	482	2,7	639	2,9	959	2,4
Збалансовані венчурні фонди	3 418	4,3	2 459	3,1	1 539	8,7	1 521	6,9	2 013	5,1
Всього венчурні інвестиції	8 416	10,5	6 231	7,8	3 486	19,6	3 169	14,5	4 854	12,2
Фонди зростання	1 574	2,0	3 048	3,8	1 028	5,8	2 450	11,2	4 486	11,3
Фонди викупу	58 792	73,6	65 408	81,9	10 297	58,0	13 490	61,6	25 928	65,2
Мезанінні фонди	4 890	6,1	1 526	1,9	497	2,8	1 113	5,1	2 837	7,1
Універсальні фонди	6 200	7,8	3 687	4,6	2 457	13,8	1 688	7,7	1 678	4,2
Всього зібрано коштів	79 872	100	79 899	100	17 765	100	21 910	100	39 783	100

Джерело: [4]

Таблиця 2. Джерела поповнення фондів прямих інвестицій в Європі в 2007-2011 рр.

	2007		2008		2009		2010		2011	
	тис. євро	%	тис. євро	%	тис. євро	%	тис. євро	%	тис. євро	%
Навчальні заклади	258 770	0,3	161 240	0,2	30 670	0,2	26 700	0,1	144 150	0,4
Банки	8 716 450	11,1	6 500 210	8,1	3 347 420	19	1 592 080	7,3	6 069 630	15,3
Ринки капіталів	798 610	1	1 111 480	1,4	454 520	2,6	1 454 960	6,6	245 780	0,6
Корпоративні інвестори	1 427 850	1,8	1 857 960	2,3	1 052 980	6	622 850	2,8	1 077 910	2,7
Пожертви	1 330 380	1,7	3 452 500	4,3	483 200	2,7	220 750	1	1 045 430	2,6
Кошти сімей	1 648 770	2,1	3 769 430	4,7	1 052 670	6	1 983 440	9,1	1 816 030	4,6
Фонди фондів	8 133 800	10,3	11 236 890	14,1	2 195 590	12,5	2 258 820	10,3	5 700 090	14,4
Державні агенції	1 290 060	1,6	1 901 730	2,4	1 801 140	10,2	2 462 090	11,2	3 216 860	8,1
Страхові компанії	4 923 550	6,3	5 394 450	6,8	1 680 830	9,5	1 263 040	5,8	2 216 620	5,6
Інші компанії з управління активами	3 811 300	4,8	3 906 240	4,9	583 950	3,3	922 870	4,2	1 210 680	3
Пенсійні фонди	12 922 570	16,4	22 929 050	28,7	2 424 430	13,7	3 120 770	14,3	7 412 460	18,7
Приватні особи	3 651 300	4,6	3 838 500	4,8	769 510	4,4	1 073 810	4,9	2 675 560	6,7
Внутрішньодержавні фонди накопичення	2 445 500	3,1	2 288 810	2,9	290 120	1,6	754 330	3,4	4 153 580	10,5
Інші	27 379 510	34,8	11 429 630	14,3	1 466 700	8,3	4 130 370	18,9	2 714 950	6,8
Всього	78 738 420	100	79 778 120	100	17 633 730	100	21 886 880	100	39 699 730	100

Джерело: [4]

Ще однієї особливістю європейських фондів є отримання більшості коштів не від вітчизняних, а від іноземних інвесторів. За географічним принципом надходження коштів має таку структуру (табл.3).

Таблиця 3. Кошти, що надійшли до фондів прямих інвестицій у Європі в 2007-2011 рр. залежно від регіону походження

	2007		2008		2009		2010		2011	
	тис. євро	%	тис. євро	%	тис. євро	%	тис. євро	%	тис. євро	%
Європейські інвестори:	33175470	42,1	36107130	45,3	13300490	75,4	14076710	64,3	23714030	59,7
всередині країни	20331220	25,8	20118550	25,2	9501180	53,9	9224530	42,1	13625670	34,3
поза межами країни	12844250	16,3	15988580	20,0	3799310	21,5	4852180	22,2	10088360	25,4
За межами Європи	16927870	21,5	28677860	35,9	2454670	13,9	3442280	15,7	12871740	32,4
Невідомо	28635080	36,4	14993130	18,8	1878570	10,7	4367890	20,0	3113960	7,8
Всього	78738420	100,0	79778120	100,0	17633730	100,0	21886880	100,0	39699730	100,0

Джерело: [3]

За результатами 2011 року лише третина коштів отримана від вітчизняних інвесторів, інші мають іноземне походження. Це є наслідком як і об'єктивного процесу широкої європейської інтеграції, так і світової глобалізації. Європа виступає реципієнтом капіталу для фондів інвестицій, що вказує на зацікавленість не лише у купівлі компаній, а і до доступу до нових технологій, отриманні нових знань та розробок. Підтвердженням цього може виступати статистика щодо кількості компаній, що отримали інвестиції на різних етапах розвитку, а також розміру інвестицій у них.

У середньому на венчурне інвестування припадає 10% від інвестицій фондів прямих інвестицій в грошовому виразі, але серед об'єктів інвестування на венчурні підприємства припадає 2/3 кількості всіх проінвестованих підприємств, хоча і більшість з них припадає на пізні стадії (старт-ап та пізня). В європейському трактуванні цих стадій вони збігаються з американськими стадіями: рання, розширення та пізня. Венчурні інвестиції характеризуються поетапним здійсненням. Якщо порівняти статистику (табл. 5) інвестицій для компаній, що їх отримали вперше та тих, що отримали наступні транші в Європі та США за останні 3 роки, то маємо низку тенденцій та відмінностей.

В Європі більше коштів виділяється в першому раунді, що становить майже половину від всього фінансування, разом з тим як в США на перший етап припадає до 20% від фінансування, однак кількість раундів в США в середньому більше за європейські країни і становить 4-6 залежно від галузі інвестування, що означає рівномірність всього процесу отримання коштів впродовж строку реалізації проекту.

ІНШІ СФЕРИ ЕКОНОМІКИ

Таблиця 4. Кількість угод та їх фінансування у 2009-2011 рр. по стадіях венчурного інвестування та залежно від мети прямих інвестицій

Стадія розвитку або мета інвестування	2009				2010				2011			
	тис. євро	%	кількість угод	%	тис. євро	%	кількість угод	%	тис. євро	%	кількість угод	%
Посівна	147 849	0,6	389	7,6	132 375	0,3	404	7,6	168 871	0,4	428	8,4
Старт-ап	2 056 650	8,6	1 814	35,4	1 939 593	4,5	1 802	33,8	1 971 872	4,3	1 740	34,1
Пізні стадії	1 920 573	8,0	1 190	23,2	1 860 021	4,3	1 070	20,1	1 755 206	3,9	1 019	20,0
Всього венчурні	4 125 071	17,2	3 279	66,2	3 931 990	9,1	3 220	61,5	3 895 949	8,6	3 143	62,4
Зростання	4 501 736	18,7	784	15,3	6 242 428	14,5	1 006	18,9	5 208 014	11,4	874	17,1
Допомога в подоланні труднощів	688 234	2,9	148	2,9	493 515	1,1	127	2,4	420 828	0,9	101	2,0
Входження до складу акціонерів	1 854 462	7,7	177	3,5	1 896 698	4,4	139	2,6	1 292 955	2,8	74	1,4
Викув	12 850 599	53,5	621	12,1	30 524 449	70,8	783	14,7	34 683 871	76,2	870	17,0
Всього інвестицій	24 020 102	100	4 899	100	43 089 079	100	5 209	100	45 501 618	100	5 011	100

Джерело: [4]

Таблиця 5. Показники фінансування венчурних проєктів в першому раунді та наступних раундах в США та Європі у 2009-2011 рр.

Показники	2009				2010				2011			
	США		Європа		США		Європа		США		Європа	
	Сума, млн. дол. США	%	Сума, тис. євро	%	Сума, млн. дол. США	%	Сума, тис. євро	%	Сума, млн. дол. США	%	Сума, тис. євро	%
Перший раунд фінансування	3512,9	17,8%	12 002 875	50,0	4388,7	18,9%	19 743 505	45,8	4969,7	17,3%	21 251 445	46,7
Наступні раунди фінансування	16254,2	82,2%	11 407 581	47,5	18884,3	81,1%	23 265 777	54,0	23705,3	82,7%	23 826 638	52,4
Невідомо	-	-	609 646	2,5	-	-	79 797	0,2	-	-	423 535	0,9
Всього	19767,1	100,0%	24 020 102	100,0	23273,0	100,0%	43 089 079	100,0	28675,0	100,0%	45 501 618	100,0

Джерело: [3,4], розрахунки автора

Висновки. Різні моделі венчурного інвестування в Європі та США пояснюються різними умовами формування та діяльності на ринку. В Європі більш активну роль відіграє держава, оскільки формування ринку відбувається революційним шляхом – через вплив держави та стимулювання його розвитку, разом з тим як в США ринок формувався еволюційно через сприяння комерційних установ та в пошуку більш доходних інвестицій. Держава відігравала принципово іншу роль: не витратила коштів, сприяла лише на законодавчому рівні, віддаючи першість приватному капіталу.

Для України європейська практика вбачається більш ефективною, оскільки становлення цього сегменту інвестиційного ринку, як свідчить досвід Європи, неможливе без активної участі держави. Держава здатна прийняттям законодавчих актів у сфері розвитку венчурного інвестування не лише створити інституційне середовище для інвесторів, а й активно впливати на діяльність цього ринку. Зокрема, досвід Фінляндії вказує на можливість створення державного фонду фондів, завданням якого участь у створенні приватних венчурних фондів, Ізраїль активно займається державною підтримкою посівної стадії для венчурних компаній, у Франції діє низка ряд програм щодо підтримки малих науково ємних підприємств. На це централізовано витрачаються кошти державного бюджету, однак економічний ефект суттєвий: збільшення конкурентоспроможності промисловості, створення нових робочих місць, розширення податкової бази.

ЛІТЕРАТУРА

1. Антонюк Л. Л. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації: Монографія. / Антонюк Л. Л., Поручник А. М., Савчук В. С. – К.: КНЕУ, 2003. – 394 с.
2. *Money Tree Report*. [Електронний ресурс]. - Режим доступу <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=definitions>
3. *National Venture Capital Association. Yearbook 2012*. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nvca.org>
4. *European Private Equity and Venture Capital Association Yearbook 2012*. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf