

## ІНВЕСТИЦІЇ ВЕНЧУРНИХ ФОНДІВ (VENTURE CAPITAL TA PRIVATE EQUITY) В КРАЇНАХ ЦЕНТРАЛЬНОЇ І СХІДНОЇ ЄВРОПИ: ПРИКЛАД ПОЛЬЩІ ТА УКРАЇНИ

*У статті проведено аналіз розміру, структури та джерел фінансування інвестицій фондів VC/PE в Польщі і в Україні. Підчас аналізу даних використано публікації Польської Спілки Капітальних Інвесторів та рапорти Європейської Спілки Venture Capital/ Private Equity*

**Ключові слова:** *інвестиції, підприємства, джерела фінансування, фонди venture capital і private equity*

**Вступ.** Доступ до джерел фінансування є однією із головних проблем малих і середніх підприємств (МСП). Це призводить до обмеження можливостей удосконалення технологій чи продукції, збільшення виробничих потужностей, а отже і подальшого розвитку самих підприємств. Найбільшу потребу в капіталі ця група господарських суб'єктів частіше всього має на початкових етапах розвитку та в фазі експансії. Джерелом фінансування підприємств із сектора МСП може бути внутрішній або зовнішній капітал. Отриманий прибуток або амортизаційні відрахування являються прикладом внутрішнього фінансування діючих підприємств, котрі мають додатний фінансовий результат. Джерелом зовнішнього капіталу, котрим частіше всього користуються польські підприємства із сектора МСП є банківський кредит. Згідно даних Польської Агенції Розвитку Підприємництва в 2009 р. 2/3 інвестиційних витрат малих та середніх підприємств фінансувалося власними коштами (64,8 %), близько 1/5 – банківськими кредитами та позиками (18,5 %), а 4,6 % – закордонними коштами [1].

Отримання зовнішнього капіталу від комерційних банків пов'язане з багаточисельними труднощами. Особливо це стосується підприємств, котрі знаходяться у початковій фазі розвитку. Практично не доступним також є отримання засобів із ринку капіталів в формі емісії акцій або облігацій. Причиною є те, що характерною рисою більшості фірм із сектора МСП є низька вартість активів, а також невідповідна до вимог (акціонерна спілка) організаційно-правова форма господарювання. У такій ситуації *venture capital* та *private equity* можуть бути для них альтернативними джерелами фінансування, котрі дозволять перейти із однієї фази розвитку в іншу.

Метою дослідження проведеного в даній статті є аналіз розміру, структури та джерел фінансування інвестицій реалізованих фондами *venture capital* і *private equity* в країнах Центральної та Східної Європи на прикладі Польщі і України. Додатковим завданням статті є визначення рівня використання ринку *venture capital* і *private equity* як джерела капіталу для малих та середніх підприємств в Польщі і Україні. Із цією метою проведено аналіз вартості реалізованих інвестицій з точки зору етапу розвитку фірм і їх галузевої структури. Дослідженням охоплено період від 2008 р. до 2011 р. Причиною вибору цього періоду була наявність більш докладних статистичних даних щодо України, котрі в рапортах EVCA вперше з'явилися в 2008 р. Починаючи від 2008 р. можна помітити ріст інвестицій на Україні, котрі реалізувалися закордонними фондами *private equity* [3].

Під час аналізу даних використано публікації Польської Спілки Капітальних Інвесторів, а також рапорти Європейської Спілки Venture Capital/ Private Equity (EVCA). Європейська Спілка Venture Capital/ Private Equity (EVCA) об'єднує понад 1 200 членів. У її склад входять суб'єкти, котрі діють на європейському ринку PE: фонди PE/VC, інвестиційні банки, консалтингові фірми. Спілка збирає дані з країн, де існують національні об'єднання інвесторів, котрі являються членами EVCA і в своїй практиці використовують стандарти портфельної оцінки фірм та звітування перед інвесторами. Дані з Центральної та Східної Європи стосуються: Боснії та Герцоговини, Болгарії, Хорватії, Чорногорії, Чехії, Естонії, Латвії, Литви, Македонії, Польщі, Румунії, Сербії, Словачії, Словенії, Угорщини та України.

**Поняття інвестицій *private equity/ venture capital*.** Альтернативою для традиційних джерел фінансування (власні кошти підприємств або банківські кредити) являються фонди *venture capital* і *private equity*. У зв'язку зі все більшою різноманітністю ринку *private equity* (PE) та *venture capital* (VC), котра проявляється як в глобальному, так і регіональному масштабі, існує потреба більш точного опису використовуваних понять. *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA) під поняттям *private equity* розуміє середньо і довготермінові інвестиції, котрі полягають у придбанні акцій/паїв підприємств, котрі не розміщують їх на фондовій біржі, з метою отримання прибутку. Джерелом цих прибутків є приріст вартості підприємства. Інвестори можуть вносити свій капітал в заміні за паї або акції не тільки до підприємств, котрі знаходяться на ранніх етапах свого розвитку, але і до розвинутих фірм, котрі потребують коштів напр. на власний розвиток або поглинання інших фірм. Термін VC використовувався також раніше і означав інвестиції з підвищеним рівнем ризику в підприємства, котрі знаходяться на ранніх стадіях розвитку. Розвиток ринку VC та інвестицій в більш пізні етапи розвитку підприємств, в т.ч. в дедалі більш розповсюджені управлінські викупи, призвели до появи терміну PE. У порівнянні з VC ця категорія є більш широким поняттям. EVCA відрізняє окремі фази інвестування цього типу капіталу. Основою поділу є мета фінансування підприємств (табл. 1). У ситуації зовнішнього фінансування фірм *venture capital* відіграє важливу роль, подібну до акціонерного капіталу, котрий без збільшення зобов'язань підвищує рівень статутного капіталу, котрий свідчить про фінансову силу підприємства. Покращення фінансової ліквідності завдяки внесеному капіталові полегшує отримання банківського кредиту або дає доступ до інших джерел фінансування господарських потреб (напр. лізинг, факторинг тощо.). Співпраця власника з фондом VC означає не тільки доступ до джерел фінансування. Завдяки досвіду фонду фірма отримує допомогу в сфері управління, доступ до бізнес-контактів, в т.ч. – до закордонних контрагентів чи підтримку у формування подальшої стратегії розвитку підприємства [8].

**Таблиця 1. Фази інвестицій *Venture Capital* і *Private Equity***

Фаза інвестиції		Призначення фінансування
Venture Capital	Посів (Seed)	Дослідження, оцінка та розвиток початкової бізнес-концепції з метою проходження кваліфікаційного відбору до фінансування фази старту
	Стартап (Start-up)	Розвиток продукту та фінансування початкових витрат пов'язаних з маркетингом. Фірми можуть знаходитися в фазі організації або бути тільки нещодавно відкритими, однак ще не пропонують своєї продукції
	Venture – більш пізній етап (Later stage venture)	Збільшення об'ємів продажу або виробничих можливостей. На цьому етапі розвитку підприємство осягає (або і ні) поріг рентабельності. У випадку, коли фонд VC вклав свої засоби у це підприємство на більш ранніх стадіях його розвитку, на цьому етапі відбувається трансфер наступної частини фінансової підтримки

Продовження табл. 1.

1	2	3
Private Equity	Фінансування росту (Growth capital)	Збільшення масштабу або типу операційної діяльності підприємства, котре вже діє на ринку. Фінансування часто відбувається через придбання паїв, котрі дають фондові право стати міноритарним власником. Ці кошти дозволяють підприємству увійти на нові ринки або сфінансувати процес поглинання конкурентів
	Реструктуризація (Rescue / Turnaround)	Головною метою є реструктуризація заборгованості, покращення поточного фінансового становища підприємства і в перспективі повернення його рентабельності
	Рефінансування (Replacement capital)	Фінансування призначається на викуп або сплату акцій діючого підприємства від інших акціонерів. Трансакція може також стосуватися викупу акцій від іншого фонду PE, котрий раніше заінвестував свої кошти в це підприємство
	Викуп (Buyout)	Головною метою є фінансування управлінських викупів, котрі проводяться як діючими в рамках підприємства, так і зовнішніми управлінцями, котрі зацікавлені отриманням значного впливу на його діяльність

**Джерело:** авторський аналіз на основі *Central and Eastern Europe Statistics 2010. An EVCA Special Paper*, EVCA, Brussels July 2011.

Головним негативним аспектом, з точки зору власників фірми, є перш за все передача частини паїв інвесторові VC/PE. Фонд VC/PE в значній мірі може втручатися у діяльність підприємства. Прагнучи мати вплив на функціонування підприємства такі фонди включають своїх управлінців у склад керівних органів фірм. Включення нових осіб, котрі не належать до групи власників, до складу правління фірми може призвести до зміни організаційної культури, способу управління і функціонування даної фірми. Представники фонду очікують докладного звітування з реалізації окремих етапів спільної стратегії, а також передачі їм усієї конфіденційної інформації, котра має вплив на результати діяльності підприємства. Проблемою для власників може також бути спосіб і умови дезінвестиції (виходу з інвестиції). Фонди VC/PE досить часто очікують від власників, щоб в моменті дезінвестиції, подібно як і сам фонд, продали більшість або частину своїх паїв [7]. Такі умови мають на меті, перш за все, збільшити привабливість фірми у ситуації, коли дезінвестиція передбачає продаж фірми (її частини) стратегічному інвесторові.

Істотною проблемою є правові норми, котрі часто змінюються в країнах, що розвиваються. У результаті з'являються значні проблеми у стосунках між сторонами угоди. Деяке значення має також можливість втрати контролю власниками над підприємством або інноваційним продуктом, для котрого фонд заінвестував свої кошти. Конфлікт між власниками та фондом, як правило, з'являється у ситуації, коли не вдається досягти поставлених цілей, а через те і планованого фондом прибутку від інвестиції [9].

**Джерела походження капіталу *venture capital* і *private equity* в Польщі і Україні.** У Польщі фонди *private equity* функціонують починаючи від 1990 р. Вони з'явилися у результаті переходу Польщі до ринкової економіки. Перші фонди почали своє функціонування завдяки фінансовій допомозі США. У кінці 90 рр. ХХ ст. з'явилися фонди, котрі фінансувалися за рахунок коштів комерційних організацій діючих на основі капіталу приватних інвесторів зі США та європейських країн. Згідно оцінок, фінансову підтримку від фондів VC до 2011 р. отримало 1 070

польських підприємств на загальну суму 8 млрд. EUR. Дезінвестиція проведена по відношенню до 400 підприємств. Згідно даних Польської Співки Капітальних Інвесторів (ПСКІ) у 2011 р. функціонувало понад 40 фірм, котрі управляють фондами VC і PE. Польські управлінські фірми адмініструють у середньому двома фондами VC/PE [11].

Суб'єкти, котрі ведуть діяльність VC/PE діють в різних організаційно-правових формах. Можуть мати форму товариств або різного роду фондів. Інвестиційні можливості фондів (переважаюча організаційно-правова форма VC/PE) залежать від розміру нагромаджених фінансових засобів. У Польщі більшість цих засобів походить з закордонних джерел. Згідно даних EVCA польські фонди VC/PE у 2011 р. отримали 442 млн. EUR нових капітальних вкладень, в т.ч. 31,7 % – з позаєвропейських джерел, 60,4 % – з європейських джерел і тільки 7,8 % – з внутрішніх джерел (табл. 2).

**Таблиця 2.** Географічна структура джерел нових капітальних надходжень до фондів VC/PE в Польщі і Україні (млн. EUR)

Тип капіталу	Польща							
	2008		2009		2010		2011	
	€	%	€	%	€	%	€	%
Внутрішній	0.0	0,0	17.8	13.2	7.7	6.7	34.6	7.8
Європейський	503.1	66.2	107.0	79.4	105.0	91.5	267.5	60.4
Позаєвропейський	248.5	32.6	10.0	7.4	0.0	0.0	140.5	31.8
“невідомий”	8.9	1.2	0.0	0,0	2.1	1.8	0.0	0,0
Разом	760.5	100.0	134.8	100.0	114.8	100.0	442.6	100.0
	Україна							
Внутрішній	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0
Європейський	100.9	39.0	0.0	0,0	35.5	100.0	0.0	0,0
Позаєвропейський	157.7	61.0	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0
“невідомий”	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0
Разом	258.6	100.0	0.0	0,0	35.5	100.0	0.0	0,0

**Джерело:** авторський аналіз на основі даних EVCA Yearbooks 2008-2011.

Іншою характерною рисою польського ринку є низька частка національних інституційних інвесторів у фондах PE. Для порівняння, у Франції 59 % коштів походить від національних інституційних інвесторів, у Німеччині – 76 %, у Швеції – 49 % [11]. У 2010 р. джерелом нових коштів в Україні був у 100 % європейський капітал. Натомість у 2011 р. не було зареєстровано нових капітальних надходжень. У коментарі до даних, що заміщені в таблиці 2 потрібно додати, що докладна інформація щодо інвестиційної політики інвесторів VC/PE не публікується оперативно. Причиною є неопублічний характер діяльності цього сегменту ринку. Наслідком цього є напр. те, що в аналізі джерел походження капіталу виступає категорія “не відоме”. Варто також звернути увагу на те, що на географічну структуру отримуваних фондами PE/VC коштів впливає актуальна ситуація на фінансових ринках. Додатковий вплив мають зміни правових норм окремих держав у сфері цього типу інвестицій.

**Фактори розвитку інвестицій VC/PE в країнах Центральної та Східної Європи.** У результаті глобалізації збільшилась кількість транскордонних трансакцій за участі фондів VC/PE, котрі розширюють свою діяльність у нових регіонах світу. На протязі останніх років інвестиції закордонних фондів VC/PE, котрі діють в глобальному масштабі, являються одним із факторів розвитку ринку пайових інвестицій у неопублічні підприємства в регіоні Центральної та Східної Європи. До головних факторів динамічного розвитку міжнародних інвестицій фондів VC/PE

варто зарахувати: необхідність диверсифікації ризику, лібералізація і глобалізація фінансових потоків, труднощі пов'язані зі знаходженням привабливих проектів для інвестицій VC/PE на внутрішньому ринку, економічний розвиток у країнах, що розвиваються, завдяки чому з'являються нові можливості для інвестування, збільшення рівня ліквідності і капіталізації фінансових ринків, що дає можливість проведення дезінвестицій шляхом виведення непублічних фірм на біржовий ринок [10]. Із точки зору інвесторів, котрі розміщують свої засоби у фондах VC/PE, важливою є можливість диверсифікації інвестицій. Фонди VC/PE можуть інвестувати в набагато більшій кількості секторів економіки, ніж у ситуації, коли б вони функціонували виключно на біржовому ринку.

Однією із головних проблем, з котрими стикаються фонди VC/PE під час інвестицій в різних регіонах світу є досягнення компромісу між потенціалом розвитку окремих ринків та кількістю і вартістю фінансованих проектів, котрі дають можливість диверсифікувати ризик. Додатковими перешкодами є відсутність довіри, повної інформації або компетенцій серед сторін трансакції. Ці труднощі з'являються на етапі угоди між інвесторами VC/PE і власниками підприємства. У Польщі, негативним аспектом, котрий впливає на вибір такої форми притягнення капіталу фірмою є низький рівень допомоги з боку державних органів по відношенню до підприємств, котрі розпочинають господарську діяльність у сфері фінансування і економічного консалтингу [4]. Із другого боку, для інвесторів Польща являється найбільш розвинутим ринком *private equity* і *venture capital* в Центральній та Східній Європі. На протязі останніх кількох років тут заінвестовано близько 25-30 % засобів згромаджених фондами, котрі діють в понадрегіональному масштабі. Більш того, постійний розвиток варшавської Фондової Біржі (в т.ч. її приватизація в 2010 р.) додатково полегшує процеси дезінвестиції, забезпечуючи досить добру ліквідність ринку для інвесторів.

Із метою досягнення поставлених цілей фонди VC/PE повинні реалізувати багатоетапний інвестиційний процес. У країнах Центральної та Східної Європи він пов'язаний із необхідністю вирішення чисельних специфічних проблем. Однією з них є низький рівень знань щодо такої форми фінансування серед підприємців з даного регіону Європи. У свою чергу, переконати підприємців, котрі знають правила функціонування VC/PE до прийняття рішення про продаж паїв власного підприємства, котре вони самі створили і з котрим себе ототожнюють, є досить складним і довготривалим процесом. Саме тому управлінський персонал фондів VC/PE мусить одночасно відігравати роль вчителя і неогоціатора. Значним обмеженням також являється відсутність відповідних юридичних норм, котрі б забезпечували інтереси інвесторів, особливо в країнах з перехідною економікою. Початкова фаза інвестиційного процесу фондів VC/PE починається від отримання інформації про потенційних суб'єктів, в котрі варто заінвестувати капітал. Джерелами інформації являються банки, юридичні та бізнес-консультанти, котрі співпрацюють з інвесторами VC/PE. У Польщі, на початку 90 р. ХХ ст. досить часто використовуваним джерелом інформації були приватизаційні пропозиції державних підприємств, котрі випускалися Міністерством Фінансів. Оцінка проектів охоплює ряд аспектів: оцінка управлінських здібностей власників, перспектив ринку, сектора, етап розвитку підприємства, необхідної суми фінансових засобів, можливого впливу юридичних норм (особливо податкових) на діяльність підприємства або ліквідність і форми дезінвестиції.

**Інвестиції фондів PE/VC у залежності від фаз розвитку підприємства.**

Згідно даних EVCA фонди VC/PE в 2011 р. заінвестували в польські підприємства понад 680 млн. EUR. Частка аналізованих EVCA трансакцій типу посіви і стартапи у цій сумі становить тільки 11,4 млн EUR (табл. 3). Варто зазначити, що в 2009 р. ефекти фінансової кризи також вплинули на польський ринок VC/PE. Проявом було значне зниження розміру інвестицій у порівнянні до попередніх років. У 2009 р. різниця у загальному фінансуванні становила 368 млн. EUR, тобто на 58 % менше по відношенню до 2008 р. (табл. 3).

**Таблиця 3.** Структура інвестицій VC/PE з точки зору етапу фінансування розвитку фірми в період 2008-2011 рр. у Польщі і Україні (млн. EUR)

Етап фінансування фірми	Польща							
	2008		2009		2010		2011	
	€	%	€	%	€	%	€	%
Посів	4.0	0,6	0.0	0.0	0.0	0,0	0.7	0,1
Стартап	10.7	1,7	0.0	0.0	1.5	0,2	10.7	1,6
Venture – більш пізній етап	35.7	5,6	0.6	0.2	1.3	0,2	15.2	2,2
<b>Venture Загалом</b>	50.4	7,9	0.6	0.2	2.8	0,4	26.6	3,9
Фінансування росту	69.4	10,9	61.6	23.1	114.5	17,4	162.9	23,9
Реструктуризація	0.0	0,0	6.1	2,3	3.1	0,5	1.9	0,3
Рефінансування	0.0	0,0	0.0	0,0	16.1	2,5	0	0,0
Викуп	515.8	81,1	198.6	74,4	520.5	79,2	489.2	71,9
<b>Разом</b>	635.6	100,0	266.9	100,0	657.0	100,0	680.6	100,0
<b>Україна</b>								
Посів	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0
Стартап	0.0	0,0	0.2	0,5	0.0	0,0	0.0	0,0
Venture – більш пізній етап	40.0	13,1	0.0	0,0	0.0	0,0	3.3	5,2
<b>Venture Загалом</b>	40.0	13,1	0.2	0,5	0.0	0,0	3.3	5,2
Фінансування росту	169.0	55,3	7.2	19,0	92.7	96,7	26.6	42,0
Реструктуризація	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0
Рефінансування	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0	0.0	0,0
Викуп	96.7	31,6	30.8	80,5	3.1	3,3	33.4	52,8
<b>Разом</b>	305.7	100,0	38.2	100,0	95.8	100,0	63.3	100,0

**Джерело:** авторський аналіз на основі даних EVCA Yearbooks 2008-2011.

У 2011 р., як і на протязі попередніх років, у Польщі переважали інвестиції у зрілі фірми – 71,9 % засобів заінвестовано у викупи (489 млн. EUR). В Україні у період 2008-2011 рр. не помічено зацікавленості по відношенню до інвестицій VC/PE у підприємства, котрі знаходяться на етапі посіву чи стартапи (тільки 0,5 % у 2009 р.). У аналізованому періоді фінансування зосереджувалося тільки на двох пізніх етапах розвитку підприємств: росту і викупів (напр. 80,5 % у 2009 р.).

Галузева структура інвестицій фондів PE і VC в Польщі і Україні. Окрім вибору підприємства важливим завданням для фондів PE являється вибір галузі. У 2011 р. вартість інвестицій фондів VC/PE у Польщі становила 680 млн. EUR, котрі заінвестовано в 57 підприємств. У порівнянні до попередніх років змінилися однак напрямки інвестування, з точки зору вартості інвестицій. Найбільшу суму (210 млн. EUR) заінвестовано у фірми (15 підприємств), котрі діють у секторі телекомунікації та медіапослуг. У секторі виробництва і продажу споживчих товарів заінвестовано 170 млн. EUR в рамках 7 фірм. Найбільшу одиничну вартість інвестиції (36 млн EUR в одну фірму) зареєстровано у секторі транспортних послуг (табл. 4).

**Таблиця 4. Секторна структура інвестицій VC/PE в період 2008- 2011 рр. у Польщі (млн. EUR)**

Сектор	Польща							
	2008		2009		2010		2011	
	€	N	€	N	€	N	€	N
Сільське господарство	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Виробництво для бізнесу	81.4	6	33.4	4	43.0	4	12.2	5
Послуги для бізнесу	26.0	4	22.5	2	60.6	1	18.7	3
Хімічна промисловість	0,8	1	0.6	2	0.0	0	0.0	0
Телекомунікація і медіапослуги	7.7	19	0.6	4	69.3	7	210.7	15
Комп'ютери і споживча електроніка	20.8	9	3.8	3	6.3	3	15.3	5
Будівництво	5.1	1	0.0	0	1.0	1	8.0	2
Споживчі товари – виробництво і продаж	142.1	6	13.2	5	275.3	11	171.0	7
Споживчий сектор- послуги	1.9	4	2.2	2	91.5	4	46.4	5
Енергетика і навколишнє середовище	64.3	3	0.0	0	0.0	0	17.0	3
Фінансові послуги	46.0	4	0.0	0	41.8	5	60.1	4
Медичний, фармацевтичний та біотехнологічний сектор	52.1	7	146.3	3	39.0	6	84.8	7
Нерухомість	0	0	44.3	1	1.1	1	0,0	0
Транспорт	173.4	3	0.0	0	28.1	2	36,4	1
Інший- невідомий	14.0	4	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Загальна вартість інвестицій	635.6	71	266.9	25	657.0	45	680.6	57

**Джерело:** авторський аналіз на основі даних EVCA Yearbooks 2008-2011.

В Україні в період з 2008 по 2011 р. не зареєстровано інвестицій у фірми, котрі діють у наступних секторах: послуги для бізнесу, хімічна промисловість, будівництво, операції з нерухомістю, транспортні послуги. Найбільше інвестицій (305,8 млн. EUR) вкладено в українські підприємства у 2008 р., в т.ч.: 180,6 млн. EUR отримали 5 фірм із фінансового сектора, 66,5 млн. EUR заінвестовано в сектор телекомунікації і медіапослуг, а 55,8 млн. EUR – у виробництво і продаж споживчих товарів (табл. 5). На протязі наступних кількох років закордонні інвестиції фондів VC/PE в Україні, хоча і в значно меншому розмірі, концентрувалися у тих самих трьох секторах, що і в 2008 р.

**Таблиця 5. Секторна структура інвестицій VC/PE в період 2008-2011 рр. в Україні (млн. EUR)**

Сектор	Україна							
	2008		2009		2010		2011	
	€	N	€	N	€	N	€	N
Сільське господарство	0.0	0	0.0	0	28.2	1	0.1	1
Виробництво для бізнесу	2.4	1	0.0	0	0.0	0	2.8	1
Послуги для бізнесу	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Хімічна промисловість	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Телекомунікація і медіапослуги	66.5	2	24.6	2	34,3	1	5.0	1
Комп'ютери і споживча електроніка	0.0	0	0.2	1	0.0	0	2.5	1
Будівництво	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Споживчі товари – виробництво і продаж	55.8	3	4.5	2	26.4	3	8.7	2

Продовження табл. 5.

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Споживчий сектор- послуги	0.4	1	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Енергетика і навколишнє середовище	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.7	1
Фінансові послуги	180.6	5	5.2	2	6.9	4	15.8	3
Медичний, фармацевтичний та біотехнологічний сектор	0.0	0	0.0	0	0.0	0	27.7	1
Нерухомість	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Транспорт	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0
Інший- невідомий	0.0	0	3.7	1	0.0	0	0.0	0
Загальна вартість інвестицій	305.8	12	38.2	8	95.8	9	63.3	11

*N* – кількість підприємств.

**Джерело:** авторський аналіз на основі даних EVCA Yearbooks 2008-2011.

Слід зазначити, що вибір відповідного підприємства і сектора є тільки одним із факторів, котрі беруть під увагу управлінці фондів VC/PE під час прийняття інвестиційних рішень. Кожен фонд обраховує інвестиційний ліміт, тобто розмір фінансових засобів, котрий вкладається в один інвестиційний проект. Ці дії виникають з вимог інвестиційної політики фондів, завданням котрої є реалізація запланованого рівня прибутковості при деякому розмірі ризику та витрат пов'язаних із вибором і управлінням проектами (як правило на протязі кількох років). У Польщі, мінімальний інвестиційний ліміт, котрий прийнятий більшістю фондів становить близько 3 млн. EUR, причому існують фонди, в котрих цей ліміт має у кілька разів більший розмір. У результаті цього фірми, котрі потребують невеликих капіталовкладень, особливо ті, що знаходяться на ранніх етапах розвитку (посіву і стартапи) виявляються надто ризиковними і не можуть розраховувати на зацікавленість з боку управлінців фондами PE.

Майже 200 підприємств з Польщі та 40 з України отримало фінансову допомогу в формі PE у період 2008-2011 рр. (табл. 4, табл. 5). Прагнучи пояснити зацікавленість фондів окремими секторами напр. польськими транспортними фірмами у 2008 р. (заінвестовано 173 млн. EUR) можна припустити, що з'явилася можливість "дешевого придбання", що, в свою чергу, було результатом їх низької оцінки як наслідок низьких господарських результатів у період кризи. Можливим є також те, що управлінці фондів під час прийняття інвестиційних рішень оптимістично дивилися на перспективи розвитку польської економіки сподіваючись, що транспортні фірми (більш вразливі на кон'юнктурні зміни) в ситуації економічного похвалення і доступу до фінансової підтримки ЄС направленої на розвиток дорожньої інфраструктури або підготовку до проведення футбольних змагань Євро 2012, будуть приносити високі прибутки. Однак в аналізованому періоді в Україні не зареєстровано жодної інвестиції у підприємства з цього сектора, котрі брали участь у організації футбольного міроприємства Євро 2012.

**Висновки.** Інвестиції *venture capital* і *private equity* окрім надання фінансової допомоги та *know – how* заповнюють також фінансовий пробіл малих і середніх підприємств та зміцнюють їх конкурентну позицію на ринку. Ця форма фінансування може бути альтернативною по відношенню до банківських кредитів. Однак, згідно даних польського і українського ринків VC/PE ці фонди мають дуже низьку зацікавленість у фінансуванні підприємств на найбільш ризиковних стадіях розвитку (посіву або стартапи). Головні зусилля і увагу вони концентрують на співпраці із зрілими і розвинутими підприємствами.



Вибір відповідного підприємства і сектора виникає з інвестиційної політики фондів, котра націлена на отримання певного прибутку, за умови існування деякого рівня ризику та витрат пов'язаних із вибором та управлінням інвестиційними проектами, що, як правило, тривають кілька років.

**Список використаних літературних джерел:**

1. *Brussa A., Tarnawa A.* Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, PARP Warszawa 2011.
2. Badanie rynku wybranych usług wspierających rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce. Obszar: Finansowanie zwrotne, PARP, Warszawa 2010.
3. Central and Eastern Europe Statistics. An EVCA Special Paper. Brussels, 2009, 2010, 2011 and 2012 dostępne: <http://www.evca.eu>.
4. *Jalinik M.* Rola doradztwa w rozwoju turystyki i rekreacji, [w:] M. Jalinik, R. Ziółkowski (red) Rynek usług turystycznych, Oficyna Wydawnicza Politechniki Białostockiej, Białystok 2012.
5. *Panfi M.* Fundusze private equity. Difin, Warszawa 2005.
6. Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe Polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2005-2009, GUS, Warszawa 2011.
7. *Sobańska K., Sieradzan P.*, Inwestycje private equity/ venture capital, Key Text, Warszawa 2004.
8. *Sołoma A.* Fundusze venture capital jako źródła finansowania MSP w Polsce, [w:] I. Przychocka, J. Sikorski, (red.) Finansowanie rozwoju MSP, Wyd. Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2009.
9. *Sołoma A., Wesołowski M.* Możliwości i ograniczenia wykorzystania venture capital i private equity jako formy finansowania przedsiębiorstw z sektora turystyki, [w:] M. Jalinik, R. Ziółkowski (red.) Rynek usług turystycznych, Oficyna Wydawnicza Politechniki Białostockiej, Białystok 2012.
10. *Wright M.* i inni. The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a survey of empirical research <http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/>
11. [www.psik.org.pl/dane/items/rynek-private-equity-venture-capital-w-polsce-w-2011-roku.html](http://www.psik.org.pl/dane/items/rynek-private-equity-venture-capital-w-polsce-w-2011-roku.html)
12. *Zasępa P.*, Venture Capital- sposoby dezinwestycji, CedeWu Warszawa 2010.

СОЛОМА Анджей – доктор Вармінсько-Мазурського Університету в Ольштині.

Стаття надійшла до редакції 03.11.2012 р.