

УДК 330.322.2:339.9.012.23

Н. І. Демчук,
к. е. н., доцент, Дніпропетровський державний аграрний університет
Н. П. Дуброва,
к. е. н., доцент, Дніпропетровський державний аграрний університет

ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ АСПЕКТИ В ПРОЕКТНОМУ ФІНАНСУВАННІ

Розглянута сутність проектного фінансування та особливості функціонування бізнес-янголів в умовах фінансової глобалізації. Досліджено проблеми та перспективи розвитку українського ринку проектного фінансування.

The essence of project financing and specifics of business angels functioning under condition of financial globalization are examined. Problems and outlook for development of Ukrainian market of project financing are researched.

Ключові слова: проектне фінансування, бізнес-янголі, фінансова глобалізація, фінансово-економічна криза.

ВСТУП

Процеси глобалізації, що відбуваються у світовій економіці, призвели до значних змін у різних її сферах, у тому числі у фінансовій. Ключовими змінами стали перехід до нової світової валютної системи після краху Бреттон-Вудської системи і відмови від фіксованих валютних курсів; поступове скасування валютних обмежень, яке розпочалося у розвинутих країнах у 60—80-ті та поширилось у 90-ті роки на країни, що розвиваються; збільшення міжнародних потоків капіталу; поширення фінансових інновацій. У результаті розвитку глобалізаційних процесів зросла взаємозалежність різних грошових і фінансових ринків. Під фінансовою глобалізацією розуміється рух до єдиного світового фінансового ринку, де виділяють наступні основні його характеристики:

- економічні агенти з будь-якої точки світу мають до нього рівний доступ;
- вони здійснюють вибір між вкладеннями у фінансові інструменти емітентів з різних країн, керуючись виключно міркуваннями "ризик — дохідність";
- на ринку діє єдиний набір правил;
- необмежений арбітраж дозволяє реалізувати закон "єдиної ціни".

Звичайно, подібний ринок можна розглядати як кінцевий стан процесу фінансової глобалізації, досі мають місце обмеження на шляху її поширення. У літературі найчастіше згадуються два обмеження — "парадокс Фельдштейна - Хоріокі" і феномен "домашнього зміщення". Перше пов'язане з тим, що зберігається значна кореляція між внутрішніми заощадженнями і внутрішніми інвестиціями і тим самим спростовується теза прихильників глобалізаційного підходу, згідно з якою економічні агенти можуть вільно розмішувати свої заощадження на будь-якому ринку і залучати інвестиції з ринку будь-якої країни. Друге обмеження відображає той факт, що інвестори з розвинутих країн, як і раніше, вважають за краще вкладати кошти переважно у внутрішні активи [1].

Процес фінансової глобалізації супроводжується рядом змін: істотно зростають світові потоки капіталу; зникають формальні обмеження для руху капіталу між країнами; змінюється модель побудови фінансової системи. Починає переважати система, що ґрунтується на фінансових ринках, а не комерційних банках, що змінює характер ризиків у фінансовій системі і можливість її регулювання заходами грошово-кредитної політики; національна економіка стає більш вразливою для виникнення фінансових криз, причиною яких стають зовнішні фактори.

Отже, фінансова глобалізація безпосередньо впливає на проведення національної грошово-кредитної політики, а саме: значно обмежується кількість цілей, яких можна досягти конкретній державі заходами грошово-кредитної політики; відбуваються поступові зміни в інструментарії грошово-кредитної політики (у 80-ті роки більшість країн відмовилась від прямих заходів грошово-кредитної політики). Прикладом може бути відмова від регулювання грошової бази, а зосередження уваги на регулюванні процентних ставок; посилилась міждержавна конкуренція банківських структур; зміни в каналах впливу грошово-кредитної політики на економіку (зниження ролі каналу пов'язаного з процентною ставкою, посилюється значимість каналу грошово-кредитної політики пов'язаного із валютним курсом).

Фінансова криза ставить перед грошово-кредитною політикою подвійну мету: підтримання стабільності й грошово-кредитної сфери, і фінансової системи. Але єдиної панацеї для боротьби з фінансовими кризами немає.

Дослідження історії та сучасних глобалізаційних процесів переконують, що вектори соціально-економічного розвитку країн світу, галузей виробництва, інтенсивність та структура товарних і грошових потоків насправді доволі керовані та конструйовані; глобалізація має певні інструментальні рушії.

Серед найважливіших (хоча і не єдиних) чинників зміни влади, конфліктів, піднесення і спадів економіки країн глобалізованого світу — система ПДВ і договорів про його уникнення з регульованими грошовими потоками конвертованої валюти.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Окреслена тема досі розглядалася на рівні глобалізації окремих підприємств, корпорацій, а не держави [1], не інструментально, а лише постфактум [2]. Дана стаття має за мету опрацювати інструментальну суть агентів проектного фінансування в аспекті фінансової глобалізації.

РЕЗУЛЬТАТИ

Вільна конкуренція на ринках довгострокових капіталів часто не відповідає політичним цілям держав, в які спрямовуються інвестиції, а якщо державні влади не контролюють умови, на яких надаються інвестиції, ринки довгострокових капіталів прагнуть отримати максимальний прибуток від інвестицій з мінімальними витратами.

Останніми роками іноземний капітал надходив в Україну переважно через механізми боргового фінансування та прямі іноземні інвестиції. Зовнішні запозичення приватного

сектора були переважно короткостроковими. При цьому зовнішній борг України має тенденцію до скорочення, а його структура зазнала позитивних змін (зокрема, розширюється співпраця з операторами міжнародних ринків капіталу через емісію єврооблігацій).

З одного боку, процес фінансової глобалізації створює численні економічні переваги (стимулювання вільного руху капіталів, загальне зростання рівня свободи для підприємництва, прискорення економічного зростання, збільшення обсягу інвестицій тощо), з іншого — створює нові загрози для економічної безпеки (з причини посилення нерівності між країнами, загального зростання складності й нестабільності фінансових ринків, а також можливості швидкого поширення кризових явищ між країнами), підвищуючи нестабільність національних економічних і фінансових систем та їх залежність від загальносвітового фінансового ринку.

Як зауважує Дж. Сорос, глобалізація не тільки створює додаткове багатство, а й додаткову свободу, в чому й полягає основний її позитивний аспект. Саме глобалізаційні процеси можуть призвести до створення глобального відкритого суспільства, яке забезпечить набагато більший рівень свободи, ніж це може зробити будь-яка національна держава. Однак глобалізація не тільки створює додаткове багатство, а й додаткову свободу, в чому й полягає основний її позитивний аспект.

Процеси глобалізації значно прискорилися в 1990-ті роки, однак прискорення будь-яких процесів у економіці часто пов'язане зі зростанням дисбалансів. Одним з основних дисбалансів глобалізації стало зростання нерівності в глобалізованому світі, однак причиною цієї нерівності є не зменшення прибутків мас, а зростання прибутків еліти глобальної економіки.

Взагалі, загрози для економічної безпеки України, пов'язані з фінансовою глобалізацією, можна поділяти на дві групи: 1) загрози, пов'язані з неконтрольованістю процесів фінансової глобалізації; 2) загрози, пов'язані з неефективністю економічної політики національних держав.

Насамперед, проблема загроз стосується фінансових ринків країн, що розвиваються та країн з перехідною економікою, оскільки саме ці ринки зазнають значних змін в процесі глобалізації з причин: 1) гармонізації національного законодавства та законодавств розвинених країн; 2) зростання обсягу іноземних капіталів, інвестованих у національну економіку; 3) збільшення кількості учасників національних фінансових ринків.

Загалом аналіз переваг і ризиків фінансової глобалізації для ринку України має можливість дійти наступних висновків.

1. Фінансова глобалізація створює для економіки України важливі переваги, які полягають у:

- розширенні зв'язків з основними учасниками глобального фінансового ринку — ТНК і міжнародними фінансовими організаціями;
- збільшення інвестицій (які регулюються, насамперед, глобальними ТНК);
- збільшення фінансової допомоги з боку міжнародних фінансових організацій (зокрема, МВФ);
- збільшення доступу до нових технологій, окрема технологій операцій на фінансовому ринку.

2. Фінансова глобалізація створює для економіки України серйозні ризики і загрози, зокрема:

- вигоди фінансової глобалізації розподіляються нерівномірно, і економічно розвинені країни мають більше можливостей скористатися ними, ніж країни з транзитивною економікою, зокрема Україна;
- випереджальний розвиток глобального фінансового ринку підвищує залежність країн з транзитивною економікою від змін на глобальному ринку, а можливості української держави впливати на цю залежність зменшуються;

- залежність національного фінансового ринку від глобального посилює процеси вивезення капіталу, збільшує зовнішній борг і внаслідок цього може призводити до втраченої економічної суверенітету держави;

- зростання складності системи глобального фінансового ринку підвищує загальну нестабільність цієї системи, а мобільність фінансового капіталу стає передумовою фінансових криз, які через взаємозв'язки національного і глобального фінансових ринків можуть поширюватися в Україні.

Одне з основних завдань держави за умов фінансової глобалізації — ефективне використання переваг від інтеграції до глобального фінансового ринку та одночасне обмеження наслідків такої інтеграції. Для цього потрібний не тільки ґрунтовний аналіз процесів на глобальному фінансовому ринку, а й ефективне прогнозування тенденцій подальшого функціонування цього ринку та його впливу на національні фінансові ринки.

Регулювання процесів глобалізації має спиратися на регулятивну функцію національних держав та міжнародні економічні інститути, які мають координувати регулятивну діяльність національних держав.

Тому процеси інтеграції України у світовий та європейський фінансові ринки потребують вироблення власної стратегії розвитку національного фінансового ринку, в основі якої має бути використання сучасних фінансово-кредитних технологій, адаптованих до специфічних умов національної економіки, а також гармонізація української законодавчої бази щодо фінансових ринків з європейським та міжнародним законодавством. Вивчення підходів до вироблення такої стратегії є напрямом подальших досліджень автора.

Сучасний політичний стан міжнародного середовища визначається процесами глобалізації. Хоча у дослідників немає єдиного визначення цього явища і однозначної оцінки його наслідків, у літературі домінує уявлення про глобалізацію як про поширення економічних, політичних і культурних процесів за межі держав і формування на цій основі нової цілісності світового простору.

На сучасному етапі глобалізація визначається кількома факторами:

- процесами інтернаціоналізації економічного життя: вільним змішанням капіталів, товарів, взаємодією національних економік у господарській діяльності. Основними провідниками цього процесу є ТНК, міжнародні банки та інші фінансові організації;

- проблемами довкілля, які вийшли за державні кордони. В той же час вичерпання ресурсів і екосистем породило новий феномен "біженців довкілля" і зробило можливим боротьбу між державами і народами за джерела прісної води, енергетичні та інші ресурси. Вирішення цих проблем вимагає координації зусиль світового співтовариства;

- проблемами безпеки перед загрозою ядерної війни, міжнародного тероризму і злочинності;

- революцією у засобах комунікацій: створенням всесвітньої сітки телебачення, Інтернету, розвитком туризму, інформаційно-культурних обмінів. Наслідки глобалізації дуже суперечливі. Ось деякі з них: протиріччя між універсальною (гомогенізацією) суспільного життя і прагненням народів зберегти свою самобутність. Утвердження єдиних ринкових моделей, демократичних інститутів та цінностей поширюється на культуру і стиль життя. Люди споживають одні й ті самі товари та інформацію. Наприклад, відомо, що три четвертих фільмів, які дивляться у різних країнах світу у кінотеатрах та на відеокасетках, — американського виробництва.

Посилення взаємозалежності у світі йде паралельно з процесами регіоналізації міжнародного простору і дезінтеграції окремих територій. Процеси регіональної господарської і політичної інтеграції спостерігаються не тільки у Європі,

але й у Латинській і Північній Америці (Андська угода, Північноамериканська зона вільної торгівлі — MERCOSUR), в Азії і Африці. В той же час спостерігається фрагментація деяких регіонів світу: пострадянського простору, Югославії тощо. На думку С. Хантінгтона, дезинтеграція сучасного світового простору здійснюється не стільки за економічними, скільки за цивілізаційними кордонами. Мова йде про виділення різних культурних суперрегіонів (ісламського, християнського тощо), між якими, згідно з позицією ученого, і спостерігаються головні конфлікти сучасності: посилення неконтрольованих процесів у міжнародній сфері, що пов'язано з фрагментацією світу, ростом релігійного фундаменталізму та націоналізму, поширенням зброї масового знищення і звичайного озброєння, формуванням центрів міжнародного тероризму й організованої злочинності. Ці процеси стали "другою стороною медалі" процесу глобалізації.

Одним з наслідків сучасних глобальних змін стало формування асиметричної багатополарності. Це свого роду перехідний етап від однополярної моделі з домінуванням США до нового перерозподілу влади і можливого формуванню нових центрів сили і стратегічних союзів, покликаних стримувати цю державу. До традиційного суперництва у трикутнику "США — Західна Європа — Японія" приєднується суперництво з Китаєм, Індією та Росією, які намагаються утвердити свій вплив у окремих регіонах.

Те, що глобалізаційні процеси поширюються на Україну — це факт, а от про остаточні результати цього впливу судити рано. Неформальний ринок венчурного капіталу складається з індивідуальних інвесторів, що прямо інвестують свої особисті фінансові ресурси в нові й зростаючі малі фірми. Їхній прийнято називати "неформальними інвесторами", або "бізнес-ангелами" (business angels). Про цей ринок відомо набагато менше, ніж про діяльність венчурних фондів. Зокрема, неможливо дати точні оцінки його обсягів у конкретних країнах, оскільки основне джерело інформації про діяльність бізнес-ангелів — це соціологічні дослідження, на основі яких, звичайно, не можна побудувати розробити сукупні статистичні показники. Більше того, результати цих досліджень доступні тільки в обмеженій кількості країн.

В умовах стрімкого розвитку середнього та великого бізнесу в нашій країні виникає необхідність у гнучкій системі зовнішнього залучення коштів. Особливо ця необхідність виявляється під час відкриття нових проектів або освоєння нових сфер діяльності в рамках проектів, що вже існують. Одним зі шляхів залучення спонсорських коштів є так зване проектне фінансування, коли певна фінансова структура надає суб'єктові підприємницької діяльності кошти з тим, щоб забезпечити отримувача початковою фінансовою підтримкою.

Як вже говорилось, зараз проектне фінансування як система в Україні не застосовується. Для його становлення і розвитку необхідні певні передумови і відповідний рівень розвитку ринкової інфраструктури.

Основною законодавчою передумовою для здійснення проектного фінансування є наявність законодавства про розподіл продукції та врахування його вимог у стандартах бухгалтерського обліку та порядку оподаткування. Його наявність визначається необхідністю відокремлення власних результатів проекту від сукупних підсумків фінансової діяльності організації, у рамках якої здійснюється проект. Вони не завжди рівнозначні, і навіть можуть мати різну якість. Природно, що в цих умовах втрачається прозорість результатів проекту, а отже, впевненість інвестора у справедливій компенсації свого ризику при здійсненні проектного фінансування.

В Україні хоч і прийнято такий закон, однак він є недосконалим і суперечить іншим нормативним актам. Особливо яскраво це можна побачити при зіставленні зі стандартами бухгалтерського обліку і податковим законодавством. У

результаті інвестор не може бути впевненим у тому, що результат від рівня досягнення якого і визначаються його прибутки, розрахований правильно.

Ці побоювання цілком справедливі, тому що відсутність нормативних актів щодо виділення продукту проекту з точної діяльності фірми може призвести:

- до завищення собівартості продукту проекту внаслідок перенесення на нього частки постійних операційних витрат підприємства, на якому впроваджується проект;
- списання на проект збитків основної діяльності;
- неможливості точного розподілення точного обліку доходів з основної діяльності та таких, які виникли внаслідок реалізації проекту;
- труднощів у забезпеченні прав інвестора на проект у разі його невдачі.

Серйозною перешкодою для широкого використання схем проектного фінансування є нерозвиненість банківського сектора України. Чинні нині норми регулювання активних банківських операцій, формування резервів, участі банківського капіталу в реальному секторі економіки практично не залишають шансів для успішного освоєння цієї перспективної схеми фінансової підтримки здійснення проектів.

Проектне фінансування не може виявити всіх своїх позитивних сторін без розвинутої мережі фінансових посередників: інвестиційних банків, універсальних банків, інвестиційних фондів, довірчих товариств тощо. Сьогодні в Україні реально забезпечити організацію проектного фінансування спроможні тільки універсальні банки з причини фактичної відсутності інших.

Це, крім іншого, стримує конкуренцію на ринку грошей, що, як доводилось вище, є одним із чинників розвитку форм ризикового фінансування. Великої шкоди перспективам проектного фінансування завдала відсутність адекватної державної політики в галузі створення та контролю за діяльністю фінансових посередників на початку 90-х років минулого століття. В результаті в цій галузі зосередились шахраї та просто некомпетентні особи, які перетворили інвестиційні ресурси на ресурси свого збагачення. І сьогодні сама назва "інвестиційний фонд" чи "довірче товариство" діє на потенційного вкладника відштовхуюче. А без наявності їх на ринку повноцінний розвиток проектного фінансування просто неможливий.

Під проектним фінансуванням у широкому сенсі розуміють фінансування інвестиційних витрат господарської одиниці, яка розпочинає економічну активність в тій чи іншій формі. При цьому основним критерієм доцільності надання кредитором коштів є очікувані витрати отримувача та можливі його прибутки. Визначають декілька особливостей проектного фінансування, які виділяють його в окремий вид інвестиційної діяльності:

- отримувачем коштів має бути самостійна прибуткова організація, чії прибуткові кошти будуть використані як ресурс для погашення витрат інвестора в майбутньому;
- інвестиційний ризик розподіляється між всіма суб'єктами, що беруть участь у відкритті проекту (тобто ризикує не тільки банк, що надав кошти, а й підприємець, який планує залучити ці кошти до бізнесу, що розвивається);
- наявність детально розробленого бізнес-плану, підкріпленого пакетом фінансових експертиз, на основі яких інвестор приймає рішення про надання коштів.

Із наведених умов стає ясно, що підприємницькій структурі, яка сподівається на отримання інвестицій, необхідно зацікавити надавача і переконати його у доцільності вкладення грошей у проект, який на разі існує лише на папері. Методами такого "заохочення" є, по-перше, високі відсотки (14—17 % річних у валюті) та великий розмір внеску підприємства-отримувача (від 20 %); по-друге, надання інвесторові можливості отримати долю в проекті (фактично — стати активним тримачем акцій, який впливатиме на фінансові рішення в рамках проекту). Звідси випливає декілька

на перший погляд непомітних, але дуже важливих нюансів проектного фінансування.

Поняття "бізнес-янгол" з'явилося в США, і означає зацікавлених приватних осіб в інвестуванні власного капіталу, підприємницького ноу-хау та досвіду у підприємства, що мають значний потенціал розвитку. Бізнес-ангели допомагають подолати розрив між початковими інвестиціями підприємця й інвестиціями з інших джерел фінансування. Діяльність бізнес-ангелів дозволяє вирішити питання недолику власного капіталу, управлінських навичок і ділових зв'язків на початкових стадіях розвитку малих компаній і суттєво підвищити ступінь їх виживаності.

У Великобританії та США бізнес-ангели інвестують у компанії в 2—5 разів більше капіталу, ніж венчурні фонди. Згідно з оцінками експертів, кількість фінансованих бізнес — янголом компаній в 30—40 разів перевищує кількість компаній, фінансованих представниками формального венчурного капіталу. У США налічується до 1 млн бізнес-янголів, у Європейському Союзі — більш 100 тис., а кількість потенційних бізнес-янголів перевершує число діючих в 3—4 рази.

Як правило, бізнес-янгели утримують певний відсоток акцій компанії на обмежений період часу (3—7 років). При цьому їх основною метою є максимальне збільшення вартості компанії й наступний продаж своєї частки в ній, отриманий дохід вони зазвичай вкладують у нові проекти.

Згідно з дослідженнями, проведеними в ЄС, вік більшості бізнес-ангелів становить 40—65 років, 95% з них — чоловіки. Переважна більшість бізнес-ангелів має досвід управління компаніями, отриманий при керівництві власними компаніями або при роботі топ-менеджерами компаній за наймом. Частина з них займається інвестиційною діяльністю паралельно з основною роботою, а частина присвячує цієї діяльності увесь свій час.

Бізнес-янгели інвестують у різні галузі промисловості, однак значну частку їх інвестицій становлять високотехнологічні проекти. Переважна більшість бізнес-янголів вкладають кошти на достартовій і стартовій стадіях розвитку компанії, в умовах великого ризику і відносно низької потреби в капіталі, а також великої потенційної прибутковості інвестицій. Бізнес-янгели вкладають у компанії від 20 тисяч до декількох мільйонів доларів, що становить не більш 20% їх статків, багато хто з них є мільйонерами. Мотивація їх різноманітна: крім можливості прибутково вкласти капітал, для них важливим є отримання задоволення від цієї діяльності, від того, що вони можуть передати свій досвід і знання молодим підприємцям і брати участь у створенні нової компанії. Часто бізнес-янгели поєднують і здійснюють спільні інвестиції, що дає можливість знизити ризик для кожного з інвесторів і фінансувати великі проекти.

Фінансові ресурси — це тільки частина того, що справжній бізнес-ангел вкладає в підприємство. Найбільш важливим його внеском є його досвід в галузі управління підприємством. Підприємці постійно підкреслюють, що досвід бізнес-ангелів для них важливіший, ніж безпосередньо фінансування. Серед своїх побажань щодо інвесторів останні ставлять на перше місце консультування щодо управління підприємством та з питань розробки стратегії розвитку. Більшість інвесторів беруть активну участь в управлінні підприємством, консультуючи підприємців або беручи участь у поточній діяльності компанії.

При виборі проектів для бізнес-янголів на першому місці виступає особистість підприємця, а вже потім потенціал росту даного ринку й конкурентні переваги товару. Інвестиції бізнес-ангелів є вкрай ризикованими, що виражається у високій прибутковості вдалих вкладень і великій частці поразок. За даними, отриманими у Великобританії, складається наступна картина: повна невдача, втрата грошей — 34%; часткові втрати або ж вихід на рівень беззбитковості — 13%; невисока прибутковість — 17%; задовільна прибутковість

у розмірі 25—49%; висока прибутковість у розмірі 50% річних і вище.

Бізнес-янгели часто виступають у якості каталізатора для залучення інших джерел фінансування, таких як банківські кредити й інвестиції венчурних фондів. Таким чином, бізнес-ангели є важливою ланкою процесу фінансування й розвитку підприємств від їхньої організації до виходу на біржу.

В Україні та Росії відсутні статистичні дані про інвестиції бізнес-янголів, але можна із упевненістю сказати, що таких інвесторів багато. В процесі розвитку економіки з'являється все більше приватних осіб, що успішно інвестують у компанії, що розвиваються, кошти, досвід і знання. Разом з тим, негативною рисою є те, що порівняно із закордонними бізнес-ангелами вітчизняні вкладають свій капітал, знання та уміння у розвиток власного бізнесу. Вони наймають розробника, але контроль залишають за собою. Цьому є кілька причин. У нашій країні немає найманих менеджерів, яким можна було б доручити управління компанією, відсутні традиції, культура ведення бізнесу в інтересах акціонерів. Вихід з бізнесу ускладнений, тому що в Україні ще не розвинений механізм продажу компанії. Ще однією з проблем є недостатня кількість проектів. Крім того, у країнах СНД важко працювати з інтелектуальною власністю, тому що багато розробок несуть у собі ризик державних претензій, тому що всі вони виростили із НДІ.

Підсумовуючи вищевикладене, слід зазначити, що українські бізнес-янгели — це дуже досвідчені професіонали, які мають технічну або економічну освіту, віком від 30 до 60 років. Вони мають значний досвід управління компаніями, здійснюють інвестиції в основному на ранніх стадіях розвитку компанії, здебільшого разом з партнерами. Основна мотивація їх діяльності — покликання; бажання мати надійний зарібок і дати людям можливість розвитку, сприяти становленню нових компаній; диверсифікованість активів, інвестиції на перспективу. Сума коштів, вкладених в один проект, — від 50 тис. \$ до 2 млн \$, джерелами проектів виступають: галузеві НДІ, винахідники, зв'язки в науковому світі, мережа знайомств та ін. Стратегії виходу з компанії: продаж ліцензії, продаж технології, продаж компанії менеджменту, продаж частки компанії сторонньому інвесторові. Компанії, що приносять прибуток, часто залишаються у власності інвесторів.

Бізнес-янгели — це, як правило, професіонали середнього й старшого віку, високоосвічені, головним чином, в сфері ділового адміністрування або інженерних дисциплін. У переважній більшості з них є досвід роботи в бізнесі: одні є успішними підприємцями, інші — високооплачуваними фахівцями в сфері бізнесу (бухгалтерами, консультантами, юристами і т.д.) або займають вищі посади у великих компаніях. У США серед бізнес-янголів висока частка професіоналів, що вийшли у відставку, але в той же час в останні роки зростає кількість активно діючих бізнесменів, що бажать інвестувати свої засоби в нові ризикові фірми. Бізнес-янгелами можуть бути інвестори, що надають венчурний капітал один раз у житті, щоб допомогти друзям почати бізнес, але серед них є також і ті, хто постійно шукає можливості для вигідних венчурних інвестицій і часто здійснює їх.

Венчурний капітал, що надається бізнес-янгелами, прийнято називати "терплячим" капіталом (patient capital): бізнес-ангели, надаючи компанії інвестиції, не вимагають виплати відсотків або дивідендів протягом усього інвестиційного періоду, що становить у середньому близько 5 років. Що стосується стратегій "екзита", тобто виходу з компанії, що практикується бізнес-ангелами, то на відміну від інституціональних венчурних фондів у США бізнес-ангели, як правило, не реалізують належний їм пакет акцій компанії на фондовій біржі, але продають його самим власникам компанії в обумовлений з ними термін.

Економічна цінність неформального ринку венчурного

капіталу не вичерпується тільки загальними обсягами фінансування. Його позитивний вплив на розвиток малого інноваційного бізнесу й на економічний розвиток у цілому виражається в наступному.

1. Неформальний венчурний капітал набагато більшою мірою, ніж інституціональні венчурні фонди, фінансує малі підприємства на ранніх стадіях їх розвитку.

2. Маючи значний досвід оцінки інвестиційних проектів, бізнес-янгели ухвалюють рішення щодо виробництва інвестицій або відмови від них (due diligence) протягом набагато меншого періоду часу порівняно з інституціональними венчурними фондами, що в цілому робить процес фінансування малого інноваційного бізнесу набагато більш динамічним. Інша перевага неформального сектора полягає в тому, що дана форма фінансування є більш гнучкою й може одночасно містити в собі інвестиції в акціонерний капітал, кредитні ресурси або деяка комбінацію того й іншого.

3. Бізнес-янгели частіше, ніж венчурні капіталісти з інституціонального сектора, здійснює "hands-on management" профінансованих фірм, надаючи їм комплексну підтримку для розвитку управління, маркетингової стратегії, встановлення контактів, бізнес-плануванню і т.д., що, зокрема, спрощує надалі одержання цими фірмами фінансування з інших джерел, насамперед венчурних фондів.

4. У більшості випадків бізнес-янгели інвестують у межах свого географічного регіону. Це сприяє більш рівномірному розподілу багатства усередині регіонів, використанню фінансових ресурсів на розвиток малого бізнесу в цих регіонах і — у такий спосіб більш динамічному регіональному розвитку.

У США в останні кілька років роль бізнес-янгелів у фінансуванні суб'єктів малого підприємництва на ранніх стадіях розвитку початку значно зростає. Це пов'язано з величезним припливом фінансових ресурсів в інституціональні венчурні фонди. Венчурні капіталісти з формального сектора, яким у результаті доводиться інвестувати набагато більші обсяги капіталу, змушені пред'являти вищі вимоги до кандидатів на одержання інвестицій і збільшувати мінімальний розмір інвестицій. Як наслідок, зараз середній розмір інвестицій венчурних фондів у США становить 4,3 млн дол. Звичайно, венчурні фонди прагнуть інвестувати в стартові фірми мінімум 2 млн дол. Але для багатьох "стартових" фірм і фірм на "північній" стадії інвестиції в такому обсязі не потрібні: вони просто не зможуть їх "переварити". Тому бізнес-ангели з їхнім середнім обсягом інвестиції 50—100 тис. дол. є часто єдиним розв'язком проблеми фінансування для таких фірм.

Що стосується основних секторів, у які бізнес-янгели інвестують свої кошти, то серед таких галузей — роздрібна й оптова торгівля, сфера послуг, промислове виробництво, фінанси й страхування. У континентальній Європі обсяг таких інвестицій менше, тому що більшість неформальних інвесторів тут не мають технологічної підготовки й вкладають кошти в більш знайомі їм low-tech сектори. У США інвестування в наукомісткі фірми спрощується ще й тим, що в цій країні взаємодія між академічним і підприємницьким секторами протікає набагато більш активно, ніж у Європі, і тому "мовні бар'єри" між вченими-засновниками малих фірм й інвесторами не такі високі.

Одне з основних відмінностей венчурних капіталістів з формального сектора від бізнес-янгелів полягає в тому, що перші управляють чужими грошми, у той час як останні інвестують свої власні засоби. У процесі інвестування неформальні інвестори в основному покладаються на свої власні роздуми й з більшою готовністю йдуть на невеликі за обсягом інвестиції на ранніх стадіях реалізації проекту. Як правило, неформальні інвестори вимагають менше формальних документів і більш оперативно ухвалюють рішення, що спрощує процес одержання інвестицій малою фірмою. Після надання інвестиції суб'єктам малого підприємництва янгели виявляють фірмі всебічну підтримку, фактично стаючи членами її управ-

лінської команди й здійснюючи hands-on management.

Якщо бізнес, що одержав фінансування від бізнес-янгела, "відривається від землі" і починає успішно зростати, то надалі він має високі шанси одержати більші інвестиції в інституціональних венчурних фондах, і це не тільки завдяки тому, що його характеристики й потенціал починають задовольняти вимоги цих фондів, але й внаслідок того, що самі бізнес-янгели нерідко підтримують партнерські відносини з венчурними фондами й спрощують процес взаємодії підприємців з фондами завдяки своїм контактам. Тому цілком слушним є твердження про те, що неформальний і інституціональний сектори ринку венчурного капіталу відіграють взаємодоповнювальну роль, особливо в США.

Одержуючи інвестиції бізнес-янгела, фірми одержують наступні переваги:

- доступ до необхідного капіталу;
- присутність нового члена команди, що розділяє ентузіазм і зацікавленість у розвитку фірми;
- практичне навчання навичкам і досвіду, у міру росту фірми;
- об'єктивна точка зору на бізнес і ринкову ситуацію;
- швидкий ріст.

Бізнес-янгели, як правило, діють анонімно, не рекламуючи широко свої зусилля щодо інвестування капіталу. Це ускладнює для підприємців вихід на потенційних неформальних інвесторів. Крім того, багато починаючих підприємців не мають навичок виставлення своїх проектів інвесторам, що особливо типово для підприємців, яка виїшла з наукового середовища. Тому значна частка попиту на ресурси бізнес-ангелів залишається нереалізованою.

Найважливішим є те, що отримувачем проектних інвестицій навряд чи може бути суб'єкт середнього бізнесу або ж організація із неконкретизованими прибутками. Адже дослідження можливих інвестиційних ризиків, створення спеціального органу, який буде балансувати проект, а також постійне експертне оцінювання прибутковості проекту вимагають від кредитора значних зусиль та витрат. Ці зусилля мають бути виправдані прибутками проекту. Тож банки найбільше орієнтуються на інвестування у проекти великих корпорацій, найпривабливішими з яких є, наприклад, ділячі у сфері комерційної та житлової нерухомості.

Терміни "інвестиційне кредитування" і "проектне фінансування" мають однакову сутність, але істотно відрізняються за формою. Інвестиційні кредити зазвичай надаються на розширення існуючого бізнесу, а джерелом їх погашення є вся господарська та фінансова діяльність позичальника, зокрема доходи, що генеруються проектом.

Проектне фінансування — це форма організації фінансування інвестиційних проектів, які з точки зору звичайного кредитування мають підвищені ризики, пов'язані зі створенням нових виробничих потужностей і нових видів бізнесу. У цьому випадку джерелом повернення авансованих коштів є генеровані проектом грошові потоки. Основним забезпеченням слугують одержувані в процесі реалізації проекту активи. Базові умови проектного фінансування: строк до 5—7 років, у поодиноких випадках — 10 років; сума кредиту — від 250—500 тис. доларів США; відсоткові ставки зазвичай плаваючі й прив'язані до ставок LIBOR або EURIBOR, вартість фінансування — від 14% річних; внутрішня норма дохідності проекту має перевищувати вартість фінансування. Тривалі терміни запозичення дозволяють здійснювати повернення боргу в міру окупності придбаних основних засобів, не залучаючи фінансові ресурси від інших видів діяльності компанії.

Базові вимоги до позичальника: місце розташування компанії та реалізації проекту на території України; строк реального функціонування компанії або бізнес-системи (бізнесом-системою вважаються кілька компаній, об'єднаних одним власником) у даній галузі — не менше 3 років; беззбиткова діяльність компанії за останні 4 квартали;

відсутність простроченої заборгованості перед бюджетними та позабюджетними обов'язковими фондами; фінансування проекту не менш ніж на 30% із власних коштів; на момент подачі документів у банк компанія повинна мати бізнес-план проекту, оформлену проектно-кошторисну та дозвільну документацію, специфікації необхідного устаткування [1]. Компанія, яка ініціює інвестиційний проект, повинна вкласти в нього власні гроші, у протилежному випадку — надати фінансове поручництво.

Практика свідчить, що основними суб'єктами попиту на послуги проектного фінансування є компанії не нижче середнього рівня, з відпрацьованими стандартами корпоративного управління, які хочуть розширити або диверсифікувати існуючий бізнес і рухатися вперед, а також компанії з високим рівнем позикових коштів, коли більшість їх активів закладена під інші зобов'язання. Найбільша кількість інвестиційних проектів у кредит припадає на комерційну нерухомість, харчову та обробну промисловість, тобто на галузі зі швидкою окупністю вкладень.

Досвід показує, що під час структурування угоди виникають проблеми з визначенням власного внеску компанії: його планування за рахунок майбутніх грошових потоків проекту, небажання ініціатора проекту обтяжувати свій основний бізнес зобов'язаннями по проекту, тобто неготовність ризикувати активами існуючого бізнесу. Основні труднощі, які виникають під час реалізації проекту: перевищення попереднього кошторису, невиконання графіків будівництва і недосягнення планових показників. Банки здійснюють постійний моніторинг стану проектів, що дозволяє виявити труднощі на ранніх етапах, прийняти корективальні дії та успішно завершити проект.

Банки реалізують індивідуальний підхід до кожного проекту. З метою активного просування нового банківського продукту — проектного фінансування на інвестиційний ринок країни, вони постійно переглядають та оптимізують внутрішньобанківські технології, зокрема виділяють регіональних та галузевих експертів по проектному фінансуванню, що сприяє становленню більш кваліфікованого рівня роботи з позичальниками.

Кредитування великих інвестиційних проектів — одна з найбільш непублічних сфер діяльності фінансових установ. Кредитори не завжди офіційно статистично про обсяги ринку і тих, хто його формує, немає. За оцінкою експертів, лівову частку на ринку фінансування інвестиційних проектів займають Укресімбанк, Укрсоцбанк і Райффайзенбанк Україна [4]. Крім банків, на інвестиційних проектах підприємств роблять бізнес інвестиційні компанії. Вони допомагають підприємствам підшукати кредитора, зокрема серед закордонних фінансових установ, і виступають спонсорами проектів.

Кредитувати на тривалий термін можуть дозволити собі тільки великі банки, що мають вихід на ринок зовнішніх заборгованостей, і філії іноземних банків, які одержують довгострокове рефінансування від материнських структур. В усьому світі банки фінансують великі, зокрема інфраструктурні, проекти, об'єднуючись у консорціуми. Найвідоміші вітчизняні консорціуми — Укресімбанк-Ощадбанк, Надра-Укресімбанк. Консорціумне кредитування дозволяє розділити проектні ризики й уникнути недофінансування проекту через проблеми з ліквідністю у кредитора. Однак українські банки рідко об'єднуються в консорціуми через небажання втаємничувати конкурентів у свої відносини з клієнтами.

Одним із багатьох шляхів залучення додаткових коштів у діяльність компанії є фінансування за допомогою експортно-кредитних агенцій (далі — ЕКА). Експортні кредити надаються під страхове покриття ЕКА країни-експортера. Таким чином, українські підприємства сьогодні мають можливість залучити кредити з Німеччини, США, Швеції, Данії, Франції, Італії, Канади, Угорщини, Китаю, Чехії та інших

країн терміном від 1 до 10 років. Серед українських банків, які пропонують послуги проектного фінансування через ЕКА, можна виділити такі: ВАТ "Державний експортно-імпортний банк України", АКБ "ТАС-Комерцбанк", АКІБ "УкрСиббанк" та інші.

Перевагами проектного фінансування ЕКА є: вигідні відсоткові ставки, залучення коштів на довгий термін із можливістю індивідуального гнучкого графіку погашення, можливість надання пільгового періоду погашення кредиту [5]. Промінвестбанком спільно з банком RABOBANK (Нідерланди) був відпрацьований механізм спільного фінансування поставок в Україну обладнання іноземного виробництва. Перевагами зазначеного механізму для клієнтів є максимально строцна процедура організації фінансування [7].

У перспективі український ринок проектного фінансування буде рухатися у бік зближення зі своїми західними аналогами. Тому можна очікувати збільшення сум проектів, здовження термінів запозичень, підвищення питомої ваги позикового капіталу, застосування нових схем, зокрема з опціоном на пакет акцій. Фахівці прогнозують зростання питомої ваги обсягів проектного фінансування до 30% кредитного портфеля [5].

На підставі проведеного дослідження зроблено такі висновки.

1. У сучасних умовах спостерігається збільшення обсягів операцій в Україні з проектного фінансування, що пояснюється збільшенням їх лояльності до прийняття проектних ризиків.
2. Недостатній досвід із проектного фінансування зумовлює відсутність чітких критеріїв добору тих чи інших проектів. Банки пропонують базові умови, а в цілому використовують індивідуальний підхід до кожного проекту.
3. Основними споживачами послуг з проектного фінансування в Україні є корпорації середнього рівня, які працюють у галузях із швидкою окупністю коштів або здійснюють зовнішньоекономічну діяльність.
4. Для створення інформаційної бази управління проектним фінансуванням доцільно відокремити бухгалтерський облік руху коштів за цією послугою і кредитами в інвестиційну діяльність, враховуючи їх принципіву відмінність.

Література:

1. Умови проектного фінансування. — Режим доступу: <http://alfabank.com.ua/uk/corporate/financing/project/>
2. Задерей Н. Великі гроші // Український діловий тижневик "Контракти" № 27 від 03.07.2006 р. / Кредити і проекти. — Режим доступу: http://kontrakty.com.ua/show/ukr/print_article/7530/2720067530.html
3. Проектне фінансування із залученням ЕКА. — Режим доступу: http://www.vlasnasprava.info/ua/business_financing/sources_of_financing/long-term_financing.html?m=publications&t=rec&id=4546
4. Фінансування експортно-імпортних операцій та інвестиційних проектів за рахунок кредитних ліній іноземних банків. — Режим доступу: http://www.pib.com.ua/service/exp_imp.php.ua
5. Ховалко Г.П. Майбутнє за проектним фінансуванням. — Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/orgsrc/~/1/1/192/112915>
6. Ульяницька О.В., Ярошенко Т.В. Бізнес-ангели як альтернативна форма фінансування підприємницького сектору. — Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Mre/2009_2/1.2.2.pdf
7. Robert E. Wiltbank. Siding with the Angels. Business angels investing — promising outcomes and effective strategies. Research report: May 2009. — Режим доступу: www.nesta.org.uk/.../Report%2021%20-%20Business%20Angel%20Inv%20v11.pdf

Стаття надійшла до редакції 25.10.2010 р.