

*І. П. Васильчук*

## **ПРИВАТНИЙ КАПІТАЛ (*PRIVATE EQUITY*) ЯК АЛЬТЕРНАТИВНЕ ДЖЕРЕЛО ФІНАНСУВАННЯ РОЗВИТКУ КОРПОРАЦІЙ**

*Проаналізовано сучасний стан індустрії приватного капіталу у світі та в Україні, розглянуто особливості діяльності фондів прямих інвестицій як альтернативного джерела фінансування розвитку корпорацій.*

**Ключові слова:** *приватний капітал (private equity), фонди прямого інвестування, ринок альтернативного капіталу, фінансування розвитку корпорацій.*

---

© І. П. Васильчук, 2010

**Постановка проблеми.** Посткризовий період розвитку світової економіки виявив зміну векторів у потоках капіталу, його алокації та пріоритетах щодо рівня доходів і сприйняття ризиків. Криза ліквідності, від якої все ще потерпають економіки багатьох країн, призвела до дефіциту кредитних ресурсів, а низька активність на ринках капіталів спричинила недоцільність залучення фінансових ресурсів шляхом емісії цінних паперів. У результаті для свого розвитку всі суб'єкти господарювання, зокрема корпорації, відчувають нагальну потребу у фінансових ресурсах і вишукують нові джерела для фінансування власних потреб. Водночас фінансова криза призвела до певної корекції у сприйнятті фінансових ризиків, що зумовило посилення схильності до менш ризикових операцій на фінансових ринках. Оскільки в останні роки тенденції на фондовому ринку стали надто мінливими і непередбачуваними, це зумовило інвесторів оцінювати вкладення у фондові активи як занадто ризиковані. Саме тому інвестори почали шукати альтернативні способи вкладення капіталу, які б дозволяли отримувати стабільні прибутки з меншим рівнем ризику. Найбільше відповідають таким запитам інституції індустрії *private equity*, зокрема фонди прямих інвестицій (*private equity funds*). У той же час партнерами фондів прямих інвестицій стають компанії, які мають уже усталений бізнес та перспективи подальшого зростання, але відчувають брак фінансових ресурсів для переходу на новий рівень свого розвитку. Таким чином, можна констатувати обопільний інтерес у співпраці виробничих корпорацій як реципієнтів капіталу та установ *private equity* як провайдерів капіталу.

**Аналіз останніх публікацій і досліджень.** Зважаючи на новітність в Україні проблематики отримання фінансування з ринків альтернативного капіталу особливості діяльності фондів прямих інвестицій і їх взаємодії з підприємствами реального сектору, зокрема корпораціями, є недостатньо висвітленими як в економічній літературі, так і дослідженими на практиці. У закордонній літературі можна знайти інформацію щодо окремих аспектів прямого інвестування та діяльності інвестиційних фондів у працях таких провідних учених, як: Ричард Брейлі, Стюарт Майєрс, Вільям Шарп, Лоренс Дж. Гітман, Майкл Д. Джонк, Патрік Гохан, Рей Максвелл, Джеремі Грант, Гаррі Зендровські та інших. Саме тому питання отримання корпораціями фінансування з ринків альтернативного капіталу вважаємо досить актуальним.

**Постановка завдання.** Інвестування через фонди прямих інвестицій вважається альтернативним на противагу традиційним методам і інструментам, саме тому дослідження їх особливостей як фінансового інструменту та інституції, вивчення досвіду функціонування та стану розвитку галузі буде корисним для інвесторів та суб'єктів підприємництва в Україні, що і визначено нами як завдання дослідження.

**Виклад основного матеріалу.** На фоні зростання попиту на капітал *private equity* як з боку корпорацій, так і з боку інвесторів можна говорити про становлення окремого **ринку альтернативного капіталу**, який займає свою нішу на фінансовому ринку і має свої правила та особливості.

Необхідно розрізняти форми інвестицій залежно від цілей інвесторів – прямі та портфельні інвестиції. Портфельні інвестиції передбачають придбання цінних паперів з метою наступної гри на зміні їхньої курсової вартості (спекулятивний аспект) або з метою отримання дивідендів. Прямі інвестиції передбачають вкладення грошових коштів або безпосередньо в реальні активи, або отримання контролю над підприємством. Одним із методів здійснення таких інвестицій у достатньо великих обсягах є механізм спільного інвестування через створення фондів прямих інвестицій. Для фінансування власних потреб розвитку підприємства та компанії можуть звернутися до капіталів приватних інвесторів (*private equity*), які нададуть прямі інвестиції в обмін на можливість отримання через певний період доходів від зростання капіталізації об'єкта інвестицій [1].

Згідно з визначенням Європейської асоціації приватного та венчурного капіталу (*EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association*), приватний капітал – це «надання капіталу (коштів) і управлінського досвіду компаніям з метою створення вартості з чітким розумінням шляхів виходу з проекту та, в подальшому, з генеруванням капітальних прибутків після закінчення середньострокового або довгострокового періоду володіння» [2]. В Європі терміни «венчурний капітал», «приватний капітал» або «ризиковий капітал» отожденовлюють. Приватний капітал (*private equity*) використовують як загальний термін для всіх стадій фінансування проектів. Він включає три основні підкатегорії: 1) венчурний капітал для новоствореного бізнесу або для компанії на ранній стадії її розвитку; 2) пізня стадія розширення капіталу; 3) управління викупом та управління закриттям угоди (скуповуванням акцій) [1]. Приватний капітал як засіб фінансування можуть використовувати як венчурні фонди, так і фонди прямих інвестицій, з тією різницею, що венчурні фонди фінансово підтримують підприємства на ранніх стадіях їхнього життя, а фонди прямих інвестицій вкладають кошти у зрілі підприємства, але які перебувають на стадії свого розширення і мають можливості для подальшого розвитку (рис. 1).

Слід зазначити, що у вітчизняному законодавстві немає визначення фондів прямих інвестицій як особливої форми колективного інвестування, а отже, відсутнє і регламентування їх діяльності. Проте поживлення активності інвестиційних компаній в очікуванні зростання вітчизняного ринку злиття / поглинання, створення нових інвестиційних фондів та вітчизняних фондів прямого інвестування, активізація міжнародних фондів засвідчує зародження і в Україні індустрії *private equity*.

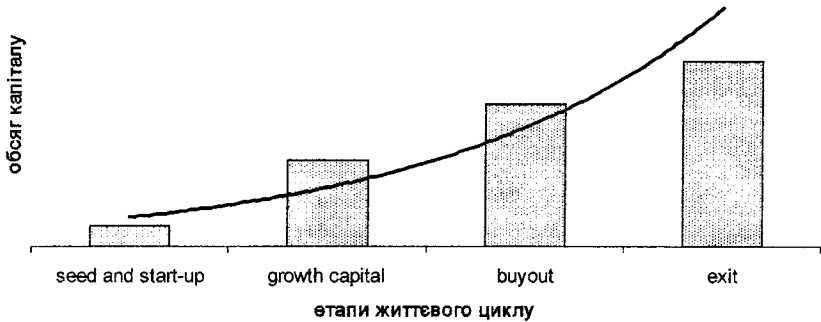
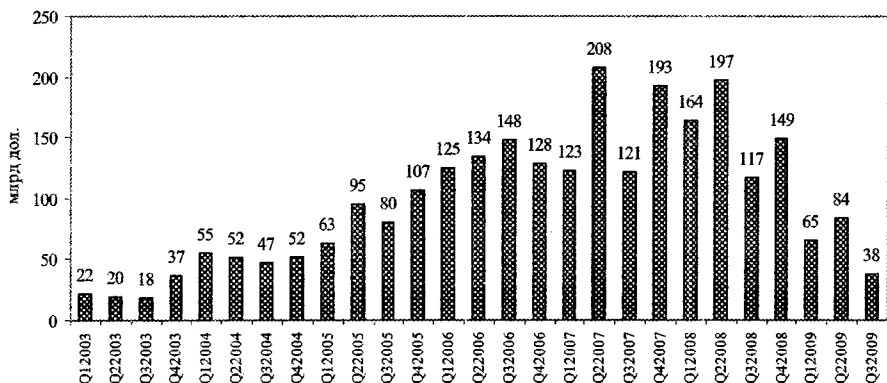


Рис. 1. Розподіл обсягів необхідного капіталу для фінансування проектів за стадіями життєвого циклу

В Україні здійснюють свою діяльність фонди прямих інвестицій переважно з іноземним капіталом, такі як *Mint Capital*, *Sigma Bleyzer*, *Icon Private Equity*, *Horizon Capital*, а окремі російські фонди також заявили про свої наміри розпочати діяльність на ринку України, хоча зараз їх переважно цікавлять можливості європейського ринку. Не обійдуть стороною зарубіжні *private equity funds* і українські компанії. Так, не менше ніж 60% засобів нового фонду компанії *Horizon Capital – Emerging Europe Growth Fund II* – буде вкладено до України. Решта засобів з виділених на фонд 390 млн відправиться до Молдови і Білорусі. Гроші будуть інвестовані у виробництво споживацьких товарів і послуг, виробництво промислових товарів і послуг, а також у фінансовий сектор.

Компанія виділила такі напрями для капіталовкладень з кількох причин. По-перше, тому, що вони є потенційно прибутковими і мають нагоду для зростання. По-друге, у цих секторах спостерігається значно більша кількість операцій злиття і поглинань, існують можливості консолідації. Крім того, *Horizon Capital* перебуває зараз на різних стадіях переговорів з компаніями регіону, загальна сума інвестицій в які може становити 150 млн доларів. Причому 135 млн дол. з них відправлять у компанії в Україні за вдалого завершення всіх переговорів [3].

Дослідження показало, що в останні роки у світі перед кризою спостерігалось зростання довіри інвесторів до *private equity*, що підтверджується великими обсягами коштів, які останнім часом залучають венчурні та фонди прямих інвестицій. Статистика засвідчує, що у 2007 році було інвестовано у глобальному масштабі більше ніж 200 млрд доларів приватного капіталу, що зумовлене поліпшенням умов торгівлі та зростанням ринків, насамперед, збільшенням операцій викупу та M&A (рис. 2).



**Рис. 2. Динаміка залучення коштів глобальної PE індустрії протягом 2003–2009 років (поквартальна динаміка), млрд доларів США [4]**

Дослідження обсягів та динаміки прямих інвестицій показує, що відбувається зміна акцентів, і приватний капітал переміщуються зі США і Канади до європейських країн. Структура регіонального розподілу акумульованих протягом 2003–2007 років європейським приватним капіталом є такою: 24% припадає на США, 65,8% – на європейські країни, 10% – на країни Азійсько-Тихоокеанського регіону [5]. Зазначимо, що в останні роки активізувала діяльність фондів прямих інвестицій у країнах, що розвиваються. Особливу увагу привертає економіка Китаю, в яку у формі прямих інвестицій надходять мільярди доларів. Збільшилися потоки прямих інвестицій і в економіку Індії, яку інвестори почали розглядати як економіку з великим потенціалом росту, а відтак і привабливу для інвестицій.

Отже, є двосторонній інтерес з боку прямих інвесторів та можливих реципієнтів капіталу, що свідчить про дозрівання ринку приватного капіталу та створення умов для успішного розвитку фондів прямих інвестицій.

Інвесторами фондів прямих інвестицій зазвичай є інституційні інвестори – страхові компанії, пенсійні фонди, банківські установи, фонди фондів, фонди суверенного багатства та приватні інвестори – фізичні особи (рис. 3). Проте основними постачальниками коштів для фондів прямих інвестицій у всьому світі є пенсійні фонди і страхові компанії. Як правило, вони належать до консервативних інвесторів і працюють із цінними паперами з надійним рейтингом, що обумовлене законодавчими вимогами до їх діяльності. Утім задля підвищення доходності власного інвестиційного портфеля вони

дозволяють собі вкладення в незначних обсягах у ризикові активи, зокрема у фонди прямих інвестицій.

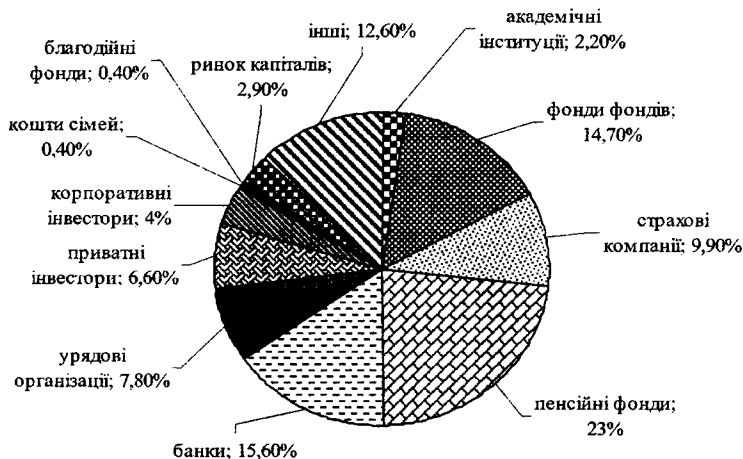


Рис. 3. Структура інвесторів фондів *private equity* (період 2003–2007 роки) у світі

Джерело. EVCA figure [6]

Аналіз сучасного стану та тенденцій розвитку фондів прямих інвестицій показав, що як економіка в цілому, так і індустрія *private equity* (PE) розвивається циклічно, що можна спостерігати в динаміці за обсягами залучених коштів (рис. 4).

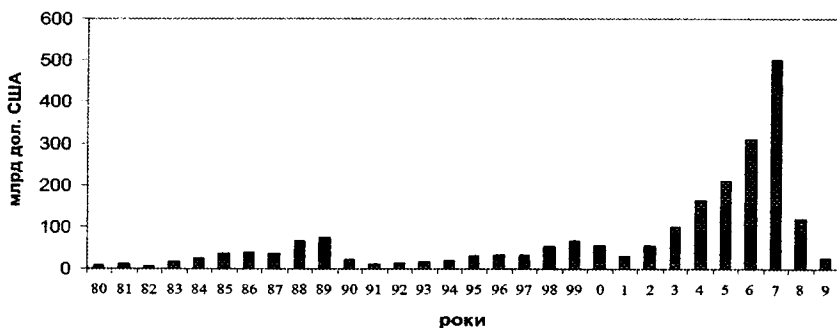


Рис. 4. Вартість угод LBO (*buyout*) у США, млрд доларів [7]

Аналітиками консалтингової компанії *Bain & Company Inc.* виділено три основні періоди розвитку PE індустрії:

1) бум 1980-х років, зумовлений швидким розвитком компаній, концентрацією капіталу і винаходом «сміттевих» облігацій для фінансування M&A угод; на початку 90-х років бум закінчився рецесією;

2) бум 1990-х років, пік якого припадає на 1999 рік, зумовлений зростанням світового ВВП і подальшим зростанням тенденцій до експансії капіталу, на початку 2000-х років і цей бум закінчився рецесією;

3) бум 2000-х років, зумовлений значним накопиченням ліквідності та надуттям кредитної «бульбашки», яка лопнула на початку 2008 року і спричинила початок сучасної світової фінансової кризи [7].

У 2005–2007 роках індустрія *private equity* переживала свої найкращі часи, коли обсяги капіталів для здійснення операцій викупу сягнули висот і цей період названий як «золота ера *private equity*». У 2007 році фінансування угод викупу становило рекордні 500 млрд доларів, проте вже на кінець 2009-го фонди змогли інвестувати лише 20 млрд доларів [7].

Фінансова криза призвела до драматичного падіння обсягів інвестицій фондів прямих інвестицій – з 503 млрд дол. у 2007 році до 81 млрд дол. у 2009-му, як і на початку періоду останнього циклічного росту у 2001 році (рис. 5). Слід зазначити, що падіння зачепило ринки всіх регіонів – європейські ринки *private equity* впали на 62% у порівнянні з 2007 роком, а ринки Північної Америки впали на 66%.

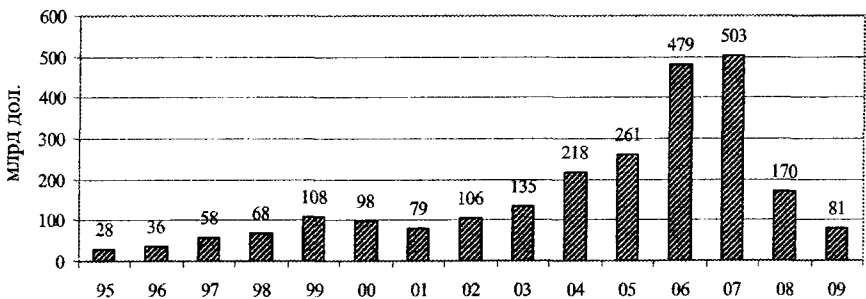


Рис. 5. Глобальна активність угод LBO (*buyout*), млрд доларів [7]

Аналіз тенденцій щодо залучення капіталів фондами прямих інвестицій також виявив циклічність, проте спостерігається певне «запізнення», або часовий лаг у динаміці. Так, за попереднє десятиріччя, якщо «пік» залучення капіталів фондами припадає на 2000 рік), то «пік» викупів передує цьому року і сягає найбільших обсягів у 1999 році. Тобто можна зазначити, що збільшення укладених угод підштовхує фонди до зростання обсягів залучених капіталів. Динаміку залучення капіталів фондами прямих інвестицій наведено

на рис. 6. Популярність фондів прямих інвестицій в інвесторів відображається в потоках капіталів, які були передані в управління менеджерам фондів за останні п'ять років. Дійсно, 1,8 трлн дол. фондів прямих інвестицій, «піднятих» у світі між 2006 та 2008 роками, перевищили обсяги залучених коштів за все попереднє десятиріччя. Криза суттєво зменшила можливості фондів щодо залучення капіталів. Загалом, приріст капіталів у фонди був низький у всіх регіонах і інвестори були налякані зниженням активності, тому не поспішали надавати капітали [6; 7].

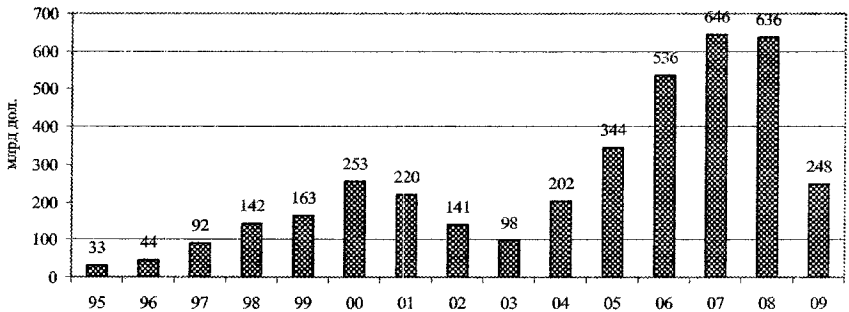


Рис. 6. Динаміка залучення капіталів фондами прямих інвестицій у світі, млрд дол. [7]

Утім у 2009 році здійснювалися операції з інвестування капіталів, зокрема шляхом викупів. Оприлюднені у 2009 році найбільші угоди *buyout* наведено в табл. 1.

Таблиця 1

Топ-5 найбільших угод *buyout* [7]

| Цільова компанія    | Покупець                   | Галузь                        | Обсяг угоди, млрд дол. | EV/ EBITDA | Боргове фінансування (млрд дол.) | Тип угоди                  |
|---------------------|----------------------------|-------------------------------|------------------------|------------|----------------------------------|----------------------------|
| IMS Health          | TPG, Canadian Pension Plan | Охорона здоров'я              | 5,18                   | 10,4X      | 3,38 (65%)                       | Від публічної до приватної |
| Springer Science    | EQT, GIC Singapore         | Видавництво                   | 3,48                   | 8,2X       | 2,58 (74%)                       | Від спонсора до спонсора   |
| Busch Entertainment | Blackstone                 | Розваги та вільний час        | 2,78                   | 7X         | 1,68 (59%)                       | Виділення                  |
| AB InBev CEE        | CVC                        | Харчова промисловість і напої | 2,28                   | 8X         | 1,8 (45%)                        | Виділення                  |
| Skype               | Silver Lake, Andreessen    | Телекомунікація               | 2,08                   | 12X        | Невідомо                         | Виділення                  |

Експерти ринку зазначають, що через проблеми з капіталом у 2010 році скоріше за все буде менше операцій із викупу компаній із залученням позикових засобів (*leveraged buyouts*) і більше операцій із використанням капіталу для зростання і розширення компаній (*growth/expansion*). Крім того, криза суттєво вплинула на галузеві переваги фондів прямого інвестування. Якщо до рецесії інвесторів цікавили галузі, що в основному швидко зростають, то зараз велику цікавість вони виявляють до кризостійких сегментів. Зокрема, до сільського господарства, виробництва продуктів харчування, фармацевтики, продуктового рітейлу, виробництва алкоголю [2].

Отже, вкладення коштів у фонди прямих інвестицій можна розглядати як альтернативу портфельному інвестуванню, що дозволяє отримувати стабільні доходи в умовах нестабільності фінансових ринків.

Виходячи з наведеного аналізу закордонної практики та дослідження особливостей діяльності фондів прямих інвестицій, можна зробити такі висновки і пропозиції: 1) вкладення коштів у фонди прямих інвестицій є реальною альтернативою портфельному інвестуванню, яке дозволяє забезпечувати прийнятний рівень стабільного доходу за умов значної волатильності фондових ринків; 2) швидка еволюція індустрії приватного капіталу потребує змін і поправок у законодавчій базі та вимогах регулятора щодо вдосконалення їх діяльності, що здійснюється на постійній основі уповноваженими органами в Європі і в Росії. Україна значно відстає від такого процесу в силу політичної безвідповідальності законодавчої влади, а тому ефективний розвиток нового різновиду індустрії колективного інвестування стримується відсутністю необхідних змін у законодавстві; 3) для становлення ринку прямого інвестування та ефективної діяльності фондів прямих інвестицій і венчурного капіталу необхідно вибудовувати їх діяльність на трьох найважливіших засадах: а) кодекс корпоративної поведінки (кодекс честі) фондів; б) соціальна відповідальність перед інвесторами та суспільством (етичні норми); в) адекватна система регуляторного нагляду; 4) існує нагальна потреба у внесенні відповідних змін у законодавство щодо регулювання інвестиційної діяльності та інститутів спільного інвестування [1]; 5) на фоні кризи ліквідності і відсутності банківського кредитування підприємств реального сектору приватний капітал починає становити конкуренцію таким традиційним джерелам фінансування корпорацій, як банківське кредитування та залучення коштів шляхом відкритого розміщення цінних паперів.

#### Список використаних джерел

1. Васильчук І. П. Оцінка ролі фондів прямих інвестицій в економіці // Економіка. Фінанси. Право. – 2008. – № 4. – С. 3–9.
2. <http://www.evca.com/Private Placement – Response to European Commission Call for Evidence.> – 29 June 2007.

3. Взрослые игры // Инвестгазета. – 2010. – № 1-2 (18–24 января). – С. 24–25.
4. <http://www.theglobeandmail.com/blogs/streetwise/private-equity-fundraising-dries-up/article1308538/>.
5. Private Equity and Venture Capital in the European Economy An Industry Response to the European Parliament and the European Commission / Brussels, 25 February, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.evca.com>.
6. <http://www.evca.com> / EVCA Strategic Priorities, 2007–2008.
7. Global Private Equity Report 2010 / Bain & Company Inc. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.evca.com>.

**Васильчук І. П.**

***Частный капитал (Private Equity) как альтернативный источник финансирования развития корпораций***

*Проанализировано современное состояние индустрии частного капитала в мире и в Украине, рассмотрены особенности деятельности фондов прямых инвестиций как альтернативного источника финансирования развития корпораций.*

**Ключевые слова:** *частный капитал (private equity), фонды прямого инвестирования, рынок альтернативного капитала, финансирование развития корпораций.*

**Vasylchuk I. P.**

***Private capital (private equity) as alternative source of financing of development of corporations***

*The modern state of private equity industry's is analyzed in the world and in Ukraine, the features of activity of private equity funds are considered as alternative source of financing of development of corporations.*

**Keywords:** *private capital (private equity), private equity funds, alternative capital, financing of development of corporations.*

*Васильчук Ірина Петрівна – кандидат економічних наук, завідувач кафедри фінансів Криворізького економічного інституту ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана».*