

Фонд прямих інвестицій в українському інституційному середовищі: проблеми та можливі шляхи вирішення

О.В.Мертенс, Міжнародний інститут бізнесу

Стаття присвячена аналізу існуючих та можливих форм побудови фонду прямих інвестицій, що залучає кошти українських інвесторів, зареєстрований і здійснює діяльність в Україні. Розглядаються ключові аспекти діяльності фондів прямих інвестицій у сучасному світі, напрацьовані інструменти вирішення головних проблем діяльності фонду, зокрема – структура фонду, ризики та конфлікти інтересів, вихід з інвестиції тощо – та можливості використання даного досвіду в умовах України.

1. Економічна роль фондів прямих інвестицій

Англійський термін «private equity» прийнято перекладати як «прямі інвестиції» (відповідно «private equity fund» - «фонд прямих інвестицій»), хоча точний переклад звучав би як «власний капітал приватних компаній» та «фонди власного капіталу приватних компаній». Назва відображає сутність операцій фондів прямих інвестицій – вони інвестують залучені у інвесторів кошти у корпоративні права компаній, що необов'язково є публічними, придбають відносно значну частку власного капіталу і активно приймають участь в управлінні компанією. Одне з популярних визначень: «прямі інвестиції – це інвестування у цінні папери через переговорний процес» [1], - тому що на відміну від портфельних інвестицій, де купівля цінних паперів може відбуватись без будь-якого контакту з менеджментом чи власниками компанії, прямі інвестиції завжди передбачають переговори і досягнення певних домовленостей з іншими зацікавленими сторонами.

Фонди прямих інвестицій прийнято поділяти (див. напр. [9]) на венчурні фонди (venture funds) та фонди викупу (buyout funds).

Венчурні фонди фінансують бізнеси на ранніх стадіях розвитку (seed та early stage) та на етапах зростання (expansion чи т.зв. later stage venture capital), як правило, у партнерстві з підприємцями – власниками компаній-об'єктів інвестицій. Всупереч розповсюдженій думці, венчурні фонди не фінансують створення інновацій (виключенням можуть бути державні венчурні фонди), хоча можуть відігравати важливу роль у інноваційному процесі, надаючи фінансування на етапах, коли завершені інноваційні розробки потребують інвестування капіталу для виведення на ринок чи забезпечення економічно виправданого масштабу виробництва [10].

Стратегія фондів викупу – отримання контролю в компанії через придбання значного пакету і збільшення вартості об'єкта інвестицій за допомогою істотних змін у структурі бізнесу, стратегії, управлінні чи структурі капіталу. Об'єктами для фондів викупу є зрілі компанії, подібна стратегія вимагає наявності істотних

фінансових ресурсів – за обсягами активів в управлінні фонди викупу значно перевищують венчурні фонди.

Метою фонду прямих інвестицій є збільшення цінності бізнесу після входження у власний капітал компанії, і реалізація отриманого приросту цінності шляхом наступного продажу (виходу з інвестиції). Вихід може здійснювати як шляхом продажу іншому інвестору – стратегічному чи фінансовому, так і шляхом розміщення акцій компанії на організованому ринку (продажу портфельним інвесторам).

Перше десятиліття XXI століття позначене зростанням уваги до діяльності фондів прямого інвестування, їх ролі в системі сучасної ринкової економіки. На сьогодні фонди прямих інвестицій управляють капіталом обсягом понад 1 трлн. дол. [8]. Загальний інвестиційний потенціал фондів у 3 – 4 рази вищий за рахунок використання боргового важеля. Близько чверті угод злиття і поглинання у світі пов'язані з дільністю фондів прямих інвестицій. Фонди мають все зростаючий вплив на діяльність різноманітних бізнесів, корпоративне управління, і в кінцевому підсумку – на економічний розвиток. Все більша кількість дослідників (див. напр. [3]) розглядають фонди прямих інвестицій як нову форму фінансового капіталу та ключову ознаку нового етапу сучасного капіталізму, яка надає нового змісту розумінню діяльності корпорацій, як основної форми організації бізнесу, вносячі значні корективи у панівну на протязі XX ст. концепцію публічної компанії, сформульовану ще на початку 30-х рр. у знаменитій праці Берлі і Мінса [2].

Ще Берлі і Мінс розуміли, що одна з основних переваг корпоративної форми – відділення власності від управління, яка дозволяє розділяти ризики між багатьма власниками, створювати масштабний бізнес за рахунок залучення капіталу великої маси інвесторів та забезпечувати професійний і ефективний менеджмент, – несе в собі і суттєвий ризик конфліктів інтересів. Майкл Йенсен з Гарварського університету у відомій роботі 1989 р. під красномовною назвою «Помутніння публічної компанії» [6] відзначав, що організаційна форма публічної компанії має фундаментальний недолік – недостатню ступінь відповідальності менеджменту та конфлікт інтересів між менеджментом, власниками і іншими зацікавленими сторонами. За висновком Йенсена, саме фонди прямих інвестицій здатні стати інститутом, що запобігає виникненню фундаментальних проблем у діяльності публічних компаній (аналогічні тези були виголошені ним і нещодавно, майже через 20 років [7]). Поява роботи Йенсена та цілої низки інших, де аналізувались новації у системі корпоративного управління та створення стимулів для ефективності діяльності компаній, було пов'язане із значним зростанням обсягів та активності фондів прямих інвестицій у США у 80-і рр., викликане, в свою чергу, появою можливості для даних фондів залучати кошти пенсійних фондів, а також появою ринку низькорейтингових (т.зв. «сміттєвих») облігацій, що багаторазово збільшували можливості фондів прямих інвестицій здійснювати злиття і поглинання.

Роль фондів прямих інвестицій як інституту, що стимулює ефективність публічної компанії, має щонайменше дві складові. Перша – вони створили ринок корпоративного контролю, який забезпечував зміну менеджменту у компаніях, які функціонують неефективно. Ціна акцій такої компанії стає нижчою від рівня, який можна досягти, якщо використовувати наявні у компанії активи більш ефективно – і це створює економічні стимули для поглинання, заміни менеджменту і реструктуризації. Фонди прямих інвестицій стали саме тими інституціями, які реалізували цей механізм. Друга – це забезпечення активної ролі власників в

управлінні бізнесом. В компанії, де власність розпорошена серед великої кількості інвесторів, вся влада фактично належить менеджменту, який має можливості використовувати її в своїх інтересах. Вхід в компанію великого інвестора – фонду прямих інвестицій – який зацікавлений перш за все у зростанні ціни акції, значно змінює баланс влади у компанії, і спрямовує владні повноваження на підвищення ефективності діяльності бізнесу, оскільки це відповідає його безпосереднім інтересам.

Історія приватизації і пост-приватизаційного перерозподілу власності у перехідних економіках продемонструвала, що публічні компанії у країнах, де відсутні чи нерозвинені ключові інститути ринкової економіки, є вкрай неефективною формою. Основним доказом цього є швидка концентрація власності у руках фінансово-промислових груп, що відбулася після публічної «ваучерної» приватизації, і збереження неефективності тих небагатьох компаній, де розпорошення власності збереглося. Самі фінансово-промислові групи, з їх керуючими компаніями, є за своєю суттю, ні чим іншим, як особливою формою фондів прямих інвестицій.

Існує не менш важлива фундаментальна роль фондів прямих інвестицій (точніше їх різновиду – венчурних фондів) у економіці. Вони виступають як ключовий елемент інноваційного процесу. Власне поява інновацій, відкриттів, розвиток науки не пов'язаний прямо з діяльністю венчурних фондів. Інновації з'являються здебільшого у дослідних організаціях, що фінансуються державою, приватними донорами чи великими корпораціями. Роль венчурного фонду – фінансування виведення інновацій на ринок. Фонди не просто надають капітал для перетворення нових продуктів і технологій у комерційно успішну компанію, але й створюють потужні стимули для інноваційної діяльності. Загальновідомим і часто згадуваним фактом є те що ціла низка провідних на сьогодні компаній, таких як Microsoft, Apple чи Google на початкових етапах своєї діяльності фінансувались венчурними фондами.

У пост-соціалістичних економіках, де ринкові інститути фактично створюються з нуля, практика перетворень часто демонструє неефективність штучного запровадження і копіювання інститутів, які існують у розвинених економіках на протязі багатьох десятиліть і століть. Намагання запровадження інституту публічної компанії і моделі фондового ринку у тій формі, яка виникла майже сто років тому і яка сьогодні навіть у розвинених країнах переживає кризу, не призводить до сподіваних наслідків. Дане твердження ні в якому випадку не означає, що розвивати ліквідний фондовий ринок, чи такі важливі інститути як пенсійні та публічні інвестиційні фонди непотрібно. Але сучасна система фінансових ринків в розвинених країнах є набагато складнішою ніж сто років тому, і постійно розвивається. Фонди прямих інвестицій в ній є вкрай важливим елементом. Тому можливо саме розвиток такої форми фінансового посередництва здатний забезпечити виконання фінансовою системою її ключової функції – перетворення заощаджень у інвестиції, що в свою чергу є обов'язковою передумовою для сталого ефективного розвитку.

2. Структура фонду прямих інвестицій в українському правовому полі

Абсолютна більшість фондів прямих інвестицій у світі організована у формі limited partnership, у якому присутні керуючі партнери (general partners), що мають

повноваження на прийняття більшості рішень з управління і несуть необмежену відповідальність по зобов'язаннях товариства та інвестори (limited partners), відповідальність яких обмежена розміром їх внеску до товариства. Найближчим аналогом такої форми в українському законодавстві є командитне товариство, але вимога щодо 50% участі у капіталі керуючих партнерів і оподаткування на загальних підставах робить таку форму практично неприйнятною для організації фонду прямих інвестицій.

Керуючим партнером у фонді (limited partnership) може бути і юридична особа (керуюча компанія), хоча у будь-якому випадку одним з головних критеріїв для інвесторів є особистості (професіоналізм, досвід, минулі успіхи, особисті відносини) керуючих фондом людей. Природа прямих інвестицій обумовлює критично важливу роль особистої ефективності керуючого для успіху фонду.

«Венчурний фонд» у розумінні Закону України Про інститути спільного інвестування (закритий недиверсифікований фонд, на який не розповсюджуються вимоги Закону щодо об'єктів інвестицій) є практично можливою формою організації фонду прямих інвестицій в умовах України. Хоча абсолютна більшість з понад 650 венчурних фондів, зареєстрованих в Україні (на кінець 2-го кварталу 2009 р. [11]) за природою своєї діяльності фактично не є фондами прямих інвестицій у загальноприйнятому розумінні, на сьогоднішній день деякі з фондів не лише декларують, але і здійснюють діяльність як фонди прямих інвестицій – тобто залучають кошти інвесторів та інвестують їх у власний капітал і боргові зобов'язання компаній з метою отримання інвестиційного доходу, приймаючи активну участь в управлінні компаніями-об'єктами.

Деякі характеристики «венчурного фонду», як його визначає українське законодавство, дозволяють використання даної організаційно-правової форми в якості фонду прямих інвестицій. Перше – податковий статус, тобто відсутність оподаткування на рівні фонду (оподаткування інвесторів виникає лише у випадку виплати дивідендів, викупі фондом інвестиційних сертифікатів та ліквідації фонду). Друге – певний рівень захисту прав інвесторів та обмеження окремих ризиків (правила здійснення операцій, відповідальне зберігання активів, звітність та контроль за діяльністю фонду з боку регулюючих органів). Третє – можливість викупу інвесторами інвестиційних сертифікатів фонду у розстрочку (існує лише для «венчурних фондів») та можливість викупу фондом частини інвестиційних сертифікатів до закриття фонду. Це дозволяє реалізувати схему діяльності, фонду, що на сьогодні є панівною у світі. Як правило, кошти у фонд вносяться інвесторами не у момент створення фонду (на момент створення може вноситись лише т.зв. set-up costs – авансування оплати за управління активами в момент створення фонду – здебільшого у розмірі річної плати за управління, практично – не більше 2% від оголошеного розміру фонду – див. напр. [5]), а у момент фактичного внесення інвестицій у той чи інший проект. До початку діяльності фонд має лише зобов'язання інвесторів (т. зв. commitments) по внесенню певної суми коштів у фонд на вимогу останнього. Лише тоді, коли фонд обирає проект для інвестування і виникає необхідність внесення коштів, фонд звертається до інвесторів з відповідною вимогою. Аналогічно, при виході фонду з проекту (продажі пакету акцій, корпоративних прав, поверненні підприємством боргових зобов'язань перед фондом) отримані кошти негайно розподіляються серед інвесторів. Таким чином, грошові потоки від інвесторів до фонду у часі мають форму т.зв. J-кривої. Оплата інвестиційних сертифікатів у розстрочку і викуп інвестиційних сертифікатів роблять можливим реалізацію J-кривої для українського «венчурного фонду».

Існує й ціла низка характеристик українського «венчурного фонду», яка обмежує можливості використання даної форми для розвитку індустрії прямих інвестицій. Перш за все це стосується можливостей по залученню коштів інвесторів. Українські «венчурні фонди» можуть залучати кошти фізичних осіб, але за умови, що обсяг інвестицій такої особи складає не менше 1500 мінімальних заробітних плат (понад 140 тис. дол. на момент написання цієї статті). В цілому таке обмеження щодо фізичних осіб виправдане і відповідає європейській практиці, де можливості вкладення коштів у високоризикові інструменти (до яких відносяться і фонди прямих інвестицій) є лише у т. зв. «кваліфікованих інвесторів» (головний критерій визначення – значний, від 500 тис. євро, обсяг «чистого багатства»).

У той же час в Україні публічні інвестиційні фонди та пенсійні фонди не мають права вкладати кошти у інші фонди – у тому числі венчурні. Цей факт сильно обмежує можливості для формування фондів прямих інвестицій (якщо не сьогодні, коли загальний обсяг коштів існуючих інвестиційних та пенсійних фондів є відносно невеликим у порівнянні з розміром економіки, то – вже у близькому майбутньому).

Інше обмеження – неможливість залучення фондом боргового фінансування. Фінансовий важіль – один з важливих інструментів для фондів прямих інвестицій у світі по збільшенню рівня віддачі для інвесторів. Не дивлячись на те, що фінансова криза негативно вплинула на довіру інвесторів до фондів, які мають значні рівні заборгованості по відношенню до коштів інвесторів, боргове фінансування у розумних межах є важливим засобом збільшення доходності фонду, недоступним в українських умовах.

3. Можливості залучення фондами прямих інвестицій коштів українських інвесторів

Найбільшими інвесторами у фонди прямих інвестицій у світі є інституційні інвестори – в першу чергу, інші інвестиційні фонди. Скажімо у Європі на фонди (пенсійні, публічні інвестиційні, фонди фондів) припадає від 35 до 40% загального обсягу капіталу, залученого фондами прямих інвестицій (за даними Європейської асоціації венчурного капіталу), в той час як обсяг залучень від приватних осіб не перевищує 5% (навіть якщо врахувати ще 2 – 4%, які припадають на кошти, інвестовані офісами з управління сімейним капіталом, а також прийняти до уваги, що відносно 20 – 25% залучених коштів інформація щодо їх джерел невідома, обсяг інвестицій приватних інвесторів – фізичних осіб не перевищить 10% від загального обсягу залучення). В Україні, в силу регуляторних обмежень, залучення коштів українських інституційних інвесторів фондами прямого інвестування практично неможливе (якщо навіть брати до уваги теоретичну можливість залучення коштів банків чи страхових компаній - сильно обмежене). Щодо закордонних інвесторів, як інституційних, так і приватних, то для них, при наявності намірів інвестування в Україну, більш прийнятним є вкладення у фонди прямих інвестицій та спеціалізовані фонди, зареєстровані у закордонних юрисдикціях. Інвестування через український фонд, в силу незрілості регуляторного середовища, нерозвиненості інститутів тощо, створює для закордонного інвестора значні додаткові ризики.

Таким чином, чи не єдиним потенційним джерелом коштів для фондів прямих інвестицій в Україні можуть бути фізичні особи – приватні інвестори із значним (від декількох сотень тисяч доларів і більше – т.зв. high net worth individuals) обсягом інвестиційних ресурсів. Різноманітність доступних інвестиційних можливостей для даного типу інвесторів є надзвичайно широкою – від інвестування у власні бізнеси чи нерухомість до інструментів як українського, так і закордонних фінансових ринків. На фоні такої конкуренції фонди прямих інвестицій повинні запропонувати інвестору зрозумілі переваги і чітке позиціонування на фоні інших інвестиційних можливостей, унікальну та привабливу для інвестора комбінацію «сподіваний інвестиційний дохід – інвестиційні ризики».

Відзначимо основні переваги участі у фонді прямих інвестицій. Перше - потенційно високі рівні сподіваного інвестиційного доходу. Для фондів викупу це обумовлюється серед іншого зменшенням цін на активи (у тому числі на власний капітал) в умовах кризи. Зменшення цін внаслідок кризи є загальносвітовою тенденцією, саме це пояснює збільшення кількості нових фондів зі спеціалізацією по інвестиціях у т. зв. distressed assets – компанії, які зазнали втрат, погіршення ліквідності чи послаблення ринкових позицій, і ціна на власний капітал яких відповідно значно зменшилась, створюючи потенціал для зростання і великих доходів інвестора у майбутньому за умови, що сьогодні бізнес буде ефективно реструктуризований. Для фондів венчурного типу потенційно висока доходність обумовлюється обмеженістю доступу українських підприємств до альтернативних джерел фінансування (таких як банківські кредити, облігації чи розміщення акцій) та їх дороговизною, що сприяє вигідним для інвестора (низьким) рівням оцінки власного капіталу, і відповідно – високим рівням сподіваного доходу. Ставки дисконту (тим самим – сподіваного доходу) при оцінці власного капіталу компаній, в залежності від ступеня зрілості бізнесу і ризиків, можуть складати від 25 до 50% річних (у деяких випадках навіть більше). Із врахуванням винагороди фонду це означає щонайменше 20 – 35% річних для інвестора (до оподаткування). Для певних категорій інвесторів, особливо після досвіду стрімкого зростання економіки і екстраординарно великих значень норм доходу у 2005 – 2008 рр., такі рівні доходу можуть виглядати як недостатні. Але з урахуванням, помірних ризиків і можливості значного перевищення фактичного доходу над сподіваним (розрахунковим) внаслідок консервативного підходу до оцінки проекту у момент входу, такий рівень можна вважати привабливим.

Друге – диверсифікація. Якщо у портфелі фонду знаходиться 15 – 20 проектів, рівень ризику портфелю в цілому значно зменшується – менші від сподіваних доходи по одних проектах компенсуються підвищеним доходом по інших. Диверсифікація присутня і у діяльності фондів, що інвестують у акції публічних компаній, але ефект диверсифікації у випадку фонду прямих інвестицій є вищим. Для акцій компаній, що обертаються на організованому ринку вплив ринкового ризику є надзвичайно суттєвим – іншими словами, ступінь кореляції між цінами різних акцій може бути високою – це особливо вірно для нерозвинених ринків, яким є український. У випадку прямих інвестицій кореляція доходів за різними проектами не є істотною (якщо тільки фонд не інвестує кошти у одну вузьку галузь).

Третє – контрольований рівень бізнес-ризиків по окремих проектах. Дане твердження вимагає пояснення, оскільки часто вкладення фондів прямих інвестицій, і особливо – венчурних фондів, вважаються високоризиковими. Це насправді так, якщо йдеться про інвестування у підприємства на початкових

стадіях розвитку, особливо – у високотехнологічних галузях. Але навіть в таких випадках фонд (його керуючі) має значний ступінь контролю над діяльністю підприємства та ефективністю рішень, які приймаються менеджментом. За умови високої кваліфікації і досвіду керуючих фондом, бізнес-ризиків внаслідок такого контролю є обмеженими.

Четверте – обмеження втрат (чи навіть гарантування певного мінімального рівня доходу) по окремих проектах за допомогою відповідних інструментів структурування угод між фондом і підприємством. Розповсюдженою (а у випадку венчурних інвестицій – практично стандартною) практикою є використання інструментів, що забезпечують т. зв. опціонну структуру доходів від проекту – тобто необмеженість доходу у випадку успіху проекту і обмеженість втрат (мінімальний рівень доходів) у випадку виникнення проблем з проектом. Це досягається використанням спеціальних фінансових інструментів – різних видів привілейованих акцій та сполученням інвестування у власний капітал та боргові зобов'язання підприємства (які також, як і привілейовані акції, можуть бути конвертованими). В українському правовому полі використання загальноприйнятих (щонайменше – у країнах з британською системою права) різновидів привілейованих акцій та конвертованих боргових зобов'язань неможливе, але використовуючи різні варіанти визначення прав власників привілейованих акцій у статуті, можна досягти фінансової структури, яка наближається до бажаної для інвестора з точки зору обмеження ризиків (докладніше про структурування угод, у тому числі з використанням привілейованих акцій – див. розділ 5). Істотним обмеженням для використання привілейованих акцій з спеціальним чином визначеними правами їх власників є неможливість випуску таких акцій на суму, що перевищує 10% статутного фонду товариства, тому як правило фонд має використовувати і прості акції, і різноманітні форми боргових зобов'язань.

П'яте – можливість контролю інвестора над прийняттям інвестиційних рішень фонду. Наглядова рада фонду (для пайового фонду) чи звичайні органи управління акціонерним товариством (збори акціонерів, наглядова рада, правління – для корпоративного фонду) є механізмом, який дозволяє інвесторам, за умови фіксації відповідних повноважень у регламенті, як завгодно сильно впливати на прийняття рішень щодо управління активами фонду. Такі повноваження інвесторів по контролю за інвестиційною діяльністю можуть призводити до додаткових витрат та конфліктів інтересів, але в той же час – бути вагомим інструментом для інвестора, оскільки дають йому значний контроль над своїми вкладеннями у фонд, тим самим зменшуючи суб'єктивну оцінку ризиків.

Шосте – професійні компетенції керуючих фонду, серед яких найбільш важливими є можливості по пошуку і відбору проектів (доступ до потоку проектів - deal flow), ефективні технології структурування угод і корпоративного управління, доступ до можливостей продажу об'єктів інвестування (виходу). Досвід керуючих у даних галузях є важливим підтвердженням їх здатності створювати цінність для інвестора.

Істотність привабливих сторін інвестиційного профілю фондів прямого інвестування у жодному випадку не гарантує успішного залучення коштів приватних інвесторів у даний клас активів. Інвестор потребує переконливих аргументів, що дані переваги насправді мають місце, а інвестиційні керуючі фонду здадні їх реалізувати. Фонди прямих інвестицій є значною мірою «бізнесом, побудованим на відносинах», коли довіра інвестора як особистим якостям, так і рівню професіоналізму керуючого має критичне значення. Обмеженість

потенційних джерел та надзвичайно високі вимоги до інвестиційних менеджерів на сьогодні не дозволяють говорити про можливість швидкого розвитку в Україні орієнтованої на вітчизняного інвестора галузі прямих інвестицій, але і не виключають появи і успішної роботи певної кількості фондів.

4. Структурування фонду: права і ступінь контролю з боку інвесторів, ефективність системи прийняття рішень, запобігання конфліктам інтересів

Навіть за умови готовності інвестування у фонд прямих інвестицій, вітчизняний приватний інвестор часто вимагає значного контролю над процесом вибору проектів, визначення умов інвестування і управління проектом. Вимоги контролю за процесом вибору проектів як правило поєднуються з неготовністю брати на себе юридично закріплені зобов'язання (commitments) по заздалегідь визначеному обсягу інвестицій у фонд (що є стандартною світовою практикою). Насправді, інвестиційним менеджерам (керуючим партнерам) для побудови і реалізації стратегії фонду вкрай необхідно мати впевненість у наявності необхідних інвестиційних ресурсів. Відсутність гарантій доступності фінансових ресурсів фактично руйнує стратегію фонду і вкрай негативно впливає на інвестиційний процес, а це в свою чергу означає втрати для інвесторів. Саме тому, як правило, згідно із світовою практикою інвестиційними угодами передбачаються жорсткі санкції до тих інвесторів, які не змогли з тих чи інших причин внести обіцяні (committed) кошти на вимогу фонду [5]. Що стосується України, то нам не відомі випадки побудови фонду прямих інвестицій, де інвестори несли б юридично закріплені зобов'язання по обсягу майбутніх інвестицій у фонд, невиконання яких призводило б до істотних штрафних санкцій.

Розглянемо дві можливі схеми діяльності фонду, в яких інвестори мають значні повноваження щодо визначення проектів для інвестування та інших важливих питань діяльності фонду. Перша не передбачає будь-яких зобов'язань інвесторів щодо майбутніх внесків у фонд. Більше того, інвестори приймають рішення щодо входження у кожен окремий проект, викупаючи інвестиційні сертифікати на суму своєї частки у даному проекті. Це означає, що кожен проект може мати різний склад інвесторів з різними частками. При виході отримані доходи розподіляються відповідно до початкових внесків у даний проект. Реалізація такої схеми забезпечує максимальну ступінь свободи для інвестора при прийнятті рішень, але вимагає укладення додаткових інвестиційних договорів між кожним інвестором і компанією з управління активами по кожному проекту. Такий підхід несе в собі ряд недоліків. Перше - транзакційні витрати, пов'язані з переговорами з інвесторами щодо входження по кожному проекту, визначення часток і участі інвесторів в управлінні. Друге - ризики для інвестора у випадку виникнення проблем з діяльністю фонду. Скажімо, при ліквідації фонду цінність інвестиційних сертифікатів окремого інвестора залежатиме не лише від обсягу його інвестицій і успішності проектів, в які він інвестував, але й від стану справ (і відповідно - вартості цінних паперів) по тих проектах, в яких він не приймав участь. Третє - додаткові витрати часу і ресурсів для інвестора. Перебираючи на себе частину повноважень керуючого, інвестор вимушений витратити власний час і ресурси на аналіз рішень, переговори і вирішення питань по управлінню проектом. Четверте - така схема означає неотримання у повному обсязі вигод від диверсифікації, тому що інвестор приймає участь лише у частині проектів фонду. П'яте - виникнення додаткових стимулів боротьби за владу і опортуністичної поведінки у відносинах

між інвесторами і керуючими фондом. Наприклад, ступінь уваги керуючого до того чи іншого проекту може залежати від відносин з тим чи іншим інвестором та впливу останнього. Шосте – неможливість викупу інвестиційних сертифікатів фонду за об'єктивно визначеною вартістю чистих активів при виплаті інвесторам доходу після виходу з окремого проекту. Розглянемо простий приклад, що ілюструє цей факт. Нехай в портфелі фонду знаходиться два проекти, профінансовані двома різними групами інвесторів, на суму 1 млн. грн. кожен. Один з проектів завершується продажем корпоративних прав стратегічному інвестору за 10 млн. грн. Інший проект продовжується і це означає, що його вартість у активах враховується на сумою витрат – 1 млн. грн. Це означає, що вартість чистих активів на момент виходу складає 11 млн. грн. Але для того, щоб виплатити першій групі інвесторів дохід в сумі 10 млн. грн., чисті активи фонду необхідно оцінити у 20 млн. грн. Можливим вирішенням цієї проблеми може бути викуп інвестиційних сертифікатів не за кошти, отримані від продажу корпоративних прав (після того, як цей продаж відбувся), а за власне корпоративні права, оцінені за сумою витрат (до того, як відбувається їх продаж стратегічному інвестору). Тобто чисті активи фонду складають, як і раніше 2 млн. грн., перша група інвесторів продає свої сертифікати фонду в обмін на корпоративні права у першому проекті вартістю 1 млн. грн., і лише після цього продає їх, отримуючи дохід у 10 млн. грн. Подібний підхід очевидно несе в собі певні елементи сумнівності. Крім того, для керуючих фондом складно довести ефективність своєї діяльності майбутнім інвесторам, оскільки на рівні фонду відсутній будь-який приріст цінності. Не дивлячись на перераховані негативні сторони, можливість повного контролю над вибором проектів і прийняттям інвестиційних рішень може виявитись для приватних інвесторів вирішальним фактором прийняття рішення щодо інвестицій у фонд. Аргументами на користь здійснення інвестицій саме через фонд є розподіл загального ризику проекту серед декількох інвесторів та реалізація фондом ефективних механізмів корпоративного управління та узгодження інтересів партнерів по проекту.

Друга можлива схема значно ближча до прийнятої у світі організації фондів прямих інвестицій. Початкові зобов'язання інвесторів стосовно обсягів вкладень у фонд фіксуються через договори про купівлю певної кількості інвестиційних сертифікатів. Інвестиційні сертифікати продаються у розстрочку – тобто кошти вносяться у момент здійснення інвестицій у той чи інший проект. Пропорції участі інвесторів у фонді і відповідно частки участі у всіх проектах є заздалегідь фіксованими. Така схема несе в собі ряд переваг (що підтверджується міжнародним досвідом, оскільки саме такий підхід є найбільш розповсюдженим). По-перше, інвестори в повному обсязі використовують ефект диверсифікації – ризик вкладень розкладається на всі проекти фонду. По-друге – інтереси інвесторів краще захищені від непередбачуваних подій, оскільки об'єктивна оцінка чистих активів фонду у будь-який момент відповідає справедливій оцінці внеску кожного інвестора (пропорційно його участі у фонді). По-третє – фонд (його керуючі партнери) може значно більш ефективно будувати і реалізовувати свою стратегію, оскільки інвестиційні ресурси фонду підкріплені існуючими зобов'язаннями інвесторів. Проблемні ситуації можуть виникати якщо хтось з інвесторів на певному етапі не вносить необхідної суми в оплату інвестиційних сертифікатів. Можливість штрафних санкцій у таких випадках може негативно впливати на бажання інвесторів входити в фонд з зобов'язаннями, тоді як відсутність штрафних санкцій наносить шкоду діяльності фонду – тобто іншим інвесторам. Стосовно контролю над прийняттям інвестиційних рішень, то такий механізм може бути реалізований через надання відповідних прав зборам

інвесторів (наглядовій раді пайового фонду, куди можуть входити всі інвестори чи зборам акціонерів корпоративного фонду). Правила прийняття рішень з того чи іншого питання (проста більшість, кваліфікована більшість, консенсус) є компромісом між ступенем контролю з боку кожного конкретного інвестора і здатністю фонду ефективно приймати рішення.

В обох схемах ситуацією потенційного конфлікту інтересів є афілійованість інвестора фонду з компанією-об'єктом інвестицій. Наприклад, коли інвестор фонду є співвласником такої компанії чи коли проект фінансується фондом у синдикаті з іншими інвесторами, окремі з яких можуть також бути власниками інвестиційних сертифікатів фонду. Якщо подібної ситуації уникнути не вдається, то регламентом фонду мають бути передбачені інструменти, що запобігають виникненню негативних наслідків конфліктів інтересів. По-перше, це обов'язковість розкриття інформації про таку афілійованість перед іншими інвесторами. По-друге, може бути передбачена неучасть афілійованих інвесторів у прийнятті рішень щодо проекту, у якому вони мають не пов'язаний з інвестиціями фонду інтерес.

Окремої уваги при визначенні правил діяльності фонду вимагають ситуації можливих конфліктів інтересів між керуючими фондом і інвесторами. Відзначимо дві такі типові ситуації. Перша може виникнути, коли керуючий управляє одночасно декількома фондами. Наприклад, один з фондів під управлінням даного керуючого знаходиться на завершальному етапі своєї діяльності, а інший – на початковому. Стимулом керуючого у «старому» фонді є вихід з проектів та демонстрація перед інвесторами визначних фінансових результатів. У «новому» фонді керуючий зацікавлений у якнайшвидшому пошуку вигідних проектів і входженню в них. Керуючий може досягти обох цілей, продаючи проект з «старого» фонду в «новий». Але такий продаж створює істотний конфлікт між інвесторами обох фондів. Інвестори «старого» фонду зацікавлені у якнайдорожчому продажу своєї частки у проекті, тоді як інвестори «нового» фонду зацікавлені у якнайдешевшому придбанні часток у нових проектах, оскільки від цього залежить майбутня віддача на інвестиції. Якщо такої ситуації не вдалось уникнути то щонайменше необхідне використання факторів, здатних пом'якшити конфлікт інтересів: повне розкриття інформації про пов'язаність керуючого з обома фондами, безпосередню участь інвесторів у прийнятті подібних рішень та всі можливі засоби підтвердження об'єктивності визначення ціни продажу. Взагалі будь-яке поєднання управління активами фонду з іншими видами діяльності потенційно наносить шкоду інвестору. Ризики проектів фонду зростають якщо керучі не приділяють їм достатньої уваги. Тому розкриття інформації про будь-які суміщення та відповідні явні обмеження є обов'язковими для захисту інтересів інвесторів.

Друге можливе джерело конфлікту інтересів між інвесторами і керуючими фонду – ситуація, коли керуючі отримують доходи не лише від управління фондом, а й від компаній-об'єктів – наприклад за надання консультаційних послуг та/чи за участь в органах управління (наглядовій раді). Такі доходи можуть бути порівняними, чи навіть вищими від плати за управління за рахунок коштів фонду. У випадках, коли вихід з інвестиції пов'язаний з труднощами, керуючому може бути вигідно утримувати компанію у портфелі, продовжуючи отримувати консультаційні доходи, навіть якщо це шкодить інтересам інвесторів. Крім того, важливо розуміти, що оплата послуг за рахунок компанії фактично також означає оплату за рахунок інвесторів, тобто керуючі отримують доходи понад рівень обумовлений домовленостями з інвесторами (установчими документами фонду). Досить розповсюдженою рекомендацією є або пряма заборона на будь-які способи

отримання керуючими фонду доходів від компаній-об'єктів, або – зменшення винагороди керуючого за управління активами на суму доходів, отриману від компанії. Дещо більш м'яким способом мінімізації конфлікту інтересів є обмеження розміру таких доходів. У будь-якому випадку інформація про отримання додаткових доходів керуючим повинна розкриватись

5. Структурування угод між фондом і підприємством (власниками бізнесу)

Для фондів венчурного типу (тобто таких, що будують свою інвестиційну стратегію на співробітництві з підприємцями – власниками компаній-об'єктів інвестицій) однією з найскладніших проблем є структурування угоди між фондом і компанією (її контролюючими власниками). Структура угоди має бути такою, яка б стимулювала спільні зусилля по створенню цінності, дозволяла б позбутися конфліктів інтересів чи, щонайменше, мінімізувати їх негативні наслідки, та ефективно захищала інтереси сторін.

Розглянемо найважливішими для фонду характеристики угоди. Перше – забезпечення прав фонду як інвестора – захист від виведення активів підприємства, розмиття частки фонду, та в цілому – від опортуністичної поведінки підприємця. Фонд венчурного типу як правило входить в проект як міноритарний власник. Більшість у власному капіталі проекту належить підприємцям. Міноритарна участь є ключовою ознакою стратегії фонду венчурного типу – стратегії співпраці з підприємцями, які мають бути гранично зацікавлені в успіху проекту та мати достатні важелі впливу (повноваження по прийняттю управлінських рішень) задля досягнення такого успіху. Друге – можливість впливу на рішення, що приймаються, задля зростання цінності бізнесу. Одна з найважливіших функцій венчурного капіталіста – керуючого фондом (і один з ключових факторів, що дозволяє йому заробляти) – привнесення ефективних інструментів побудови стратегії і управління бізнесом, які сприяють швидкому зростанню останнього. Третє – побудова системи вірних (тобто націлених на досягнення спільної мети – зростання цінності бізнесу) системи стимулів для підприємця. Це означає не лише позитивні стимули у вигляді зростання багатства підприємця при зростанні цінності бізнесу, але й негативні стимули, які забезпечують необхідний рівень фінансової дисципліни (наприклад, певний рівень боргових зобов'язань, який стримує від прийняття занадто ризикових рішень). Четверте – структура угоди, яка створює необхідні передумови для успішного виходу з інвестиції. Нарешті, п'яте – опціонна, структура доходів фонду, тобто – необмеженість доходів при сприятливому розвитку проекту і обмеженість втрат (чи гарантії мінімально прийняттого рівня доходу) – за несприятливих умов.

За світовою практикою (див. напр. [4]), основним інструментом, що використовується для венчурних інвестицій є привілейовані акції різноманітних типів. Здебільшого вони забезпечують власникам можливість конвертації чи то у прості акції, чи у боргові зобов'язання в залежності від успіху проекту, надають інвестору певну множину спеціальних прав контролю за підприємством та створюють необхідні стимули для підприємця. Українське законодавство не передбачає різновидів привілейованих акцій, присутніх у загальному (англо-саксонському) праві, але норми, що передбачені нещодавно ухваленим Законом України Про акціонерні товариства дають можливість значною мірою захистити права власників привілейованих акцій та надати їм істотні повноваження контролю над товариством. Закон передбачає, що власники привілейованих акцій голосують

по питаннях, визначених статутом товариства, а їх голоси при голосуванні за цими питаннями можуть, якщо це передбачено статутом, враховуватись окремо від голосів власників простих акцій. Таким чином статутом може бути визначено, що власники привілейованих акцій можуть мати право на затвердження (чи вето) певних рішень загальних зборів (наприклад, рішень про додаткову емісію акцій), а також на визначення умов і строків конвертації привілейованих акцій у прості чи викуп їх товариством за грошові кошти. Такі права створюють для власників привілейованих акцій фінансову структуру, подібну до опціону – отримання фіксованої компенсації на свої інвестиції у випадку несприятливого розвитку подій, та необмеженого доходу за умови успіху проекту – коли привілейовані акції конвертуються у прості. Крім того, право вето власників привілейованих акцій на певні дії товариства створює захист від різноманітних опортуністичних дій власників контрольного пакету.

Привілейовані акції можуть складати не більше 10% статутного капіталу, тому інвестиції фонду можуть включати також прості акції та боргові зобов'язання (важливим правом венчурного фонду є право надавати кредити компаніям, у яких фонд володіє корпоративними правами). В цілому, раціональне поєднання простих акцій, привілейованих акцій, боргових зобов'язань, а також поетапність внесення інвестицій, обумовлена успішним розвитком проекту, разом з відповідними положеннями статуту товариства здатне створити таку структуру угоди, яка в достатній мірі захищає права інвестора (фонду) та створює систему вірних стимулів для підприємця.

Необхідним інструментом контролю та співпраці з підприємцем є участь керуючих фондом у наглядовій раді товариства. Статутом повинні бути передбачені повноваження та правила прийняття рішень наглядовою радою, за яких думка членів ради від фонду та інтереси фонду завжди мають бути враховані.

Нарешті, здійснення контролю за розвитком проекту неможливе без налагодженої системи підготовки, розкриття та верифікації інформації про діяльність компанії. Певні принципи і правила стосовно надання інформації також можуть фіксуватись у статуті. Іншими засобами можуть бути формування комітету з аудиту наглядової ради з представників фонду, призначення та звільнення фінансових керівників (фінансового директора, головного бухгалтера чи фінансового контролера) виключно за погодженням членів наглядової ради, що представляють фонд.

6. Вихід з інвестицій

Вихід з інвестиції (шляхом продажу корпоративних прав та отримання доходів від погашення підприємством інших зобов'язань перед фондом) є критично важливим етапом діяльності фонду прямих інвестицій. Плани виходу повинні бути зрозумілими як керуючому фондом, так і іншим зацікавленим сторонам (підприємцям та співінвесторам проекту) ще на етапі входження в проект і, як структура угоди, так і стратегія розвитку самого підприємства, повинні підпорядковуватись цим планам виходу.

Основними шляхами виходу з інвестиції для фонду є: розміщення акцій на організованому ринку, продаж стратегічному інвестору, продаж фінансовому інвестору (іншому фонду, що спеціалізується на більш пізніх стадіях фінансування), нарешті – викуп частки фонду іншими співвласниками.

Розміщення акцій на організованому ринку звичайно розглядається як найбільш привабливий спосіб виходу, оскільки (теоретично) забезпечує вищу ціну продажу внаслідок наявності конкуренції серед покупців. На практиці це не обов'язково так, оскільки перетворення у публічну компанію і розміщення акцій на біржі потребує значних витрат (як прямих, так і непрямих – пов'язаних власне з процесом трансформації у публічну компанію – наприклад, побудовою системи корпоративного управління, відносин з інвесторами, розкриття інформації тощо). Рівень таких витрат для відносно невеликої компанії може бути заборонно високим.

Можливість виходу на основні майданчики світових бірж існує лише для великих за розміром компаній з обсягом річного обороту від півмільярда доларів і вище. Для компаній середнього і малого розміру вихід на біржу означає розміщення акцій на одному з т. зв. «альтернативних» ринків – спеціальних майданчиках бірж, призначених для акцій відносно невеликих зростаючих компаній. Ліквідність таких майданчиків є значно нижчою у порівнянні з «основними» біржами, а доступ до інвесторів – вкрай обмеженим. Розміщення на «альтернативному» майданчику не дає можливості доступу до основних ресурсів фінансових ринків – коштів великих публічних фондів. Тобто продаж через «альтернативний» майданчик практично не відрізняється від продажу фінансовому інвестору, тому що покупцями на «альтернативному» майданчику є ті самі, орієнтовані на високоризикові і високодоходні вкладення спеціалізовані фонди, хедж-фонди, та закордонні фонди прямих інвестицій. Тим самим, розміщення на «альтернативному» майданчику несе в собі той самий основний недолік, що і продаж фінансовому інвестору – заниження ціни продажу, оскільки метою такого фінансового інвестора є також майбутній продаж та потенціал отримання високого доходу.

Не менш важливим фактором на сьогодні є фактичне закриття альтернативних майданчиків для нових розміщень внаслідок світової фінансової кризи. Відродження ринку первинних розміщень слід очікувати не раніше як за декілька років. Скажімо після значно меншої за масштабами кризи 2001 року, відродження ринку первинних розміщень у повному розумінні відбулось лише у 2004 – 2005 рр.

Не дивлячись на відзначені обмеження, первинне розміщення не слід відкидати як спосіб виходу з інвестиції для фонду. Процес інтеграції світових фінансових ринків продовжується, а це означає доступ до зростаючої бази інвесторів. Стабілізація і зростання економік сприятиме відтворенню інтересу міжнародних інвесторів до ринків, що розвиваються, а це означає, що для фонду, який планує вихід з інвестицій через 4 – 5 років, первинне розміщення на біржі може бути цілком реалістичним варіантом виходу.

Як і у випадку первинного розміщення на біржі, продаж стратегічному інвестору передбачає відповідну підготовку ще на ранніх етапах проекту. Необхідне розуміння – які саме стратегічні інвестори будуть зацікавлені у придбанні, які фактори цінності є найбільш суттєвими для них (наприклад, частка ринку, розвиненість мережі збуту, міцні локальні бренди, потенціал зростання, тощо), і орієнтація стратегії компанії саме на ці фактори цінності.

Викуп менеджментом (підприємцем – керуючим власником) може у багатьох випадках бути цілком реалістичним шляхом виходу. Основною проблемою тут є явний конфлікт інтересів між фондом і підприємцем: перший зацікавлений у якнайдорожчому продажу, тоді як другий прагне якнайдешевшого

викупу. Це може створювати стимули для руйнування цінності бізнесу та інших проявів опортуністичної поведінки. Частковим вирішенням проблеми може бути укладення т. зв. «симетричної» угоди про взаємний викуп. Фонд пропонує підприємцю викуп за певною ціною, і у разі відмови підприємець зобов'язаний продати фонду свою частку за цією ж ціною. Перешкодами для реалізації такої схеми може бути відсутність у фонду ресурсів для викупу та необхідність наступного продажу підприємства третім особам – наприклад, стратегічному інвестору. Створення зацікавленості підприємця у викупі (отримання свободи у прийнятті рішень, допомога фонду у організації залучення боргового фінансування для викупу) може пом'якшити, але не вирішити проблему. Скажімо, перехід підприємств на новий етап розвитку – із стабільшими операціями та наявністю цінних і захищених матеріальних активів створює передумови для залучення боргового фінансування на прийнятних умовах (неможливого на момент входження фонд у проект), і тим самим – для заміщення власного капіталу, що належить фонду, позичковим фінансуванням (банківським чи через випуск облігацій). Але за будь-яких умов, викуп частки у власному капіталі підприємства, що належить фонду, керуючими власниками (чи самим підприємством – що по суті є одним і тим самим) стає реальним шляхом виходу з інвестиції лише за умови наявності альтернативних шляхів виходу. Це означає, що ще на етапі підготовки угоди між фондом і підприємством (його власниками) в структурі угоди (статуті компанії, договорі з контролюючими власниками) повинні бути закладені можливості альтернативних шляхів виходу і відповідні засоби захисту від опортуністичної поведінки підприємця.

7. Конкурентні переваги та ринкова ніша для українських фондів прямих інвестицій

Фонд прямих інвестицій, що здійснює діяльність в Україні, залучаючи для здійснення інвестицій кошти українських інвесторів, зустрічається з двома головними зонами конкуренції: конкуренцією за інвестора і конкуренцією за доступ до фінансування проектів. У кожній зоні, необхідним є формулювання і реалізація конкурентних переваг, що дозволяють створити унікальну ціннісну пропозицію і зайняти відповідне місце на ринку. Перерахуємо можливі унікальні конкурентні переваги у відносинах з інвесторами. Перше – пропонування таких інвестиційних можливостей, в яких вплив непідконтрольних факторів, таких як ризик коливань на українському та світовому фондових ринках чи макроекономічна нестабільність, зведений до мінімуму. Інвестування у фонд прямих інвестицій – це інвестування у реальний бізнес, при цьому стратегічні рішення з розвитку цього реального бізнесу знаходяться під контролем керуючого фондом і опосередковано – самого інвестора. Друге – специфічні знання керуючого стосовно особливостей ведення бізнесу в Україні, які суттєво зменшують інвестиційні ризики. Третє – можливості структурування угоди таким чином, щоб забезпечити інтереси інвестора (навіть при міноритарному пакеті). Четверте – широкі зв'язки та довірительні відносини у підприємницьких колах, що забезпечують постійний потік потенційних інвестиційних можливостей та побудову довіри у відносинах з партнерами по кожному проекту. П'яте – ті ж зв'язки і довіра у інвестиційних колах, що дозволяють знаходити інвестиційних партнерів та реальні можливості виходу з проектів. Шосте – досвід стратегічного управління бізнесом та володіння ефективними інструментами корпоративного управління. Цільова група приватних інвесторів

фонду – це люди, які здебільшого мають значний власний досвід успішного ведення бізнесу, тому ціннісна пропозиція фонду, яка може викликати попит – це по суті не «управління довіреними коштами», а продаж інвестору розширених інвестиційних можливостей та відпрацьованих технологій реалізації даних можливостей.

По відношенню до підприємців, власників компаній-об'єктів вкладень, чітка, зрозуміла і приваблива ціннісна пропозиція не менш важлива. Успішні і потенційно успішні бізнес-проекти, навіть в сьогоднішніх умовах України, мають не одну можливість по залученню фінансування (відмова від фінансування і відкладення проекту до появи прийнятних варіантів залучення фінансових ресурсів також завжди може розглядатись як доступна альтернатива). Як і у випадку інвестора, пропозиція входження фонду у бізнес повинна мати для підприємця привабливий профіль «вартість фінансування – ризику». Наступні фактори можуть сприяти створенню такого профілю. Перше – фінансування з боку фонду прямих інвестицій приваблює в першу чергу (можливо – лише) для підприємств, для яких можливість використання боргового фінансування та фінансування за рахунок внутрішніх ресурсів (власного грошового потоку) значно менші від тих обсягів, які забезпечили б сталий розвиток бізнесу. Друге – входження фонду у власний капітал не створює надмірних ризиків фінансової неспроможності та банкрутства. Третє – інтереси інвестора і інтереси підприємця співпадають (якщо угода структурована правильно), на відміну від боргового фінансування, за якого більший процент за кредитом означає вигоду для інвестора і втрати для підприємця. З цієї точки зору критично важливим є створення чітких, зрозумілих та таких, що викликають довіру, сигналів з боку фонду щодо його інтересів у проекті. Підприємець–керуючий власник повинен відчувати себе убезпеченим від можливості рейдерського захоплення, руйнування бізнесу на користь конкурентам, та інших потенційно можливих негативних впливів з боку фонду. Четверте – насправді ефективна допомога з боку керуючих фонду у процесі створення цінності, використання їх досвіду та знання сучасних інструментів управління бізнесом, побудови ефективної структури управління, створення системи, що породжує вірні, сприятливі для розвитку бізнесу стимули у всіх зацікавлених сторін.

8. Висновки

Сьогоднішній стан інституційного середовища в Україні не сприяє швидкому розвитку галузі фондів прямих інвестицій. Доступ до джерел фінансування є вкрай обмеженим – інституційні інвестори, за незначним виключенням (до яких, з певними пересторогами можна віднести страхові компанії), практично не можуть (інвестиційні та пенсійні фонди) чи не мають достатніх стимулів (комерційні банки) вкладати у фонди прямих інвестицій. Іноземні інвестори, навіть за наявності інтересу до інвестицій в Україну, надають перевагу фондам, зареєстрованим у закордонних юрисдикціях. Кваліфіковані приватні інвестори мають певне коло привабливих альтернатив і, головне, їх сприйняття фондів прямих інвестицій, як наряду інвестування, що викликає довіру і є цікавим з точки зору доходу, не сформоване. Правове середовище в цілому, і зокрема – рівень захисту прав інвесторів, стан судової системи, законодавче забезпечення діяльності фінансових ринків – не є сприятливим для галузі прямих інвестицій – особливо для венчурного фінансування, що передбачає

входження у власний капітал з міноритарною часткою. Продовження фінансово-економічної кризи у світі і в Україні не сприяє розвитку перспективних галузей економіки та вкрай обмежує доступ до інвестиційних ресурсів для виходу з інвестицій. Не дивлячись на всі обмежуючі і негативні фактори, певний простір для розвитку діяльності фондів прямих інвестицій в Україні є. Існуюче правове поле, інституційне та бізнес-середовище дозволяють побудову життєздатної бізнес-моделі фондів прямих інвестицій. Окремі суттєві риси такої бізнес-моделі розглянуті у цій статті, а діяльність окремих українських «венчурних фондів» є підтвердженням цьому. Успіх діяльності таких фондів може сам по собі створити позитивні передумови для сприятливого для галузі розвитку інституційного середовища та перетворити діяльність фондів прямого інвестування у важливий фактор економічного зростання для України.

Посилання

1. Alex Bance. Why and How to Invest in Private Equity. *European Private Equity & Venture Capital Association Special Paper*, www.evca.eu, 2005.
2. Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace & World, 1932.
3. Stephen F. Diamond. Beyond the Berle and Means Paradigm: Private Equity and the New Capitalist Order. *Working Paper*: http://works.bepress.com/stephen_diamond/5, 2009.
4. Paul Gompers. Contracting and Control in Venture Capital. *Harvard Business School*. February 1998.
5. Ulrich Grabenwarter Exposed to the j-curve understanding and managing private equity fund investments. *Euromoney*, 2005.
6. Michael C. Jensen. The Eclipse of the Public Corporation, *Harvard Business Review* 67, 1989, p. 61-74.
7. Michael C. Jensen. The Economic Case for Private Equity. *Harvard Business School Centennial Conference on Private Equity*, New York, Feb. 13, 2007.
8. Andrew Metrick and Ayako Yasuda. The Economics of Private Equity Funds. Forthcoming in *Review of Financial Studies*, 2009.
9. Why and How to Invest in Private Equity & Venture Capital. *European Private Equity & Venture Capital Association*, www.evca.eu, 2009.
10. Bob Zaidner. How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, November – December 1998, pp. 131 – 139.
11. Розвиток ринку спільного інвестування. *Цінні папери України* № 29 (571) 23 липня 2009.