

ИНВЕСТИЦИОНЕН ПРОЦЕС И ЕТАПИ НА ФИНАНСИРАНЕ С РИСКОВ КАПИТАЛ

Доц. д-р Николина Грозева

ВСУ “Черноризец Храбър”

e-mail: nikolina.grozeva@vfu.bg

***Резюме:** Рисковият капитал е решаващ фактор за финансиране на новосъздадени предприятия заради несигурността, която съпътства тяхното развитие. Рисковите инвеститори предоставят на предприемачите не само финансови средства, но и своя експертен опит и ноу-хау, мрежи от контакти с външни контрагенти и осъществяват постоянен мониторинг върху дейността. Ето защо изследването на структурирането, етапите и участниците в инвестиционния процес представлява интерес за търсещите алтернативно финансиране предприятия.*

***Ключови думи:** рисков капитал, инвестиционен процес, предприемачество*

INVESTMENT PROCESS AND STAGES OF VENTURE CAPITAL FINANCING

Assoc. Prof. Nikolina Grozeva, PhD

VFU “Chernoriset Hrabar”

e-mail: nikolina.grozeva@vfu.bg

***Abstract:** Venture capital is a crucial factor in financing start-ups because of the uncertainty that accompanies their development. Venture investors provide entrepreneurs not only with financing, but also with their expertise and know-how, networks of contacts with external parties and carry out constant monitoring of the economic activity. That is why the study of the structuring, stages and participants in the investment process is of interest to companies searching for alternative financing.*

***Keywords:** venture capital, investment process, entrepreneurship*

1. Въведение

Терминът „рисков капитал” се използва като синоним на термина „венчър капитал” в практиката и академичната литература. Първоначално той произлиза от САЩ, където е родината на рисковото финансиране. В теоретичен аспект рисковият капитал може да се класифицира както като форма на собствено финансиране, така и като такава на външно финансиране. За разлика от привлеченото финансиране, набирането на капитала става изцяло от собствен капиталов ресурс. Що се отнася до определянето му като външен - венчър капитала се набира от външни за предприятието източници (инвеститори), а не се генерира в резултат на обичайната му стопанска дейност.

От гледна точка на същността на подобно финансиране, рисковият капитал е форма на собствен капитал, която се предоставя на непублични дружества с висок потенциал на растеж за ограничен период от време. В повечето случаи се осъществява чрез миноритарно участие в капитала на портфейлното предприятие.¹

2. Инвестиционен процес и етапи на финансиране с рисков капитал.

Финансирането с рисков капитал се осъществява от компании за рискови инвестиции чрез фондове за рискови инвестиции. Рисковата компания учредява фонд чрез който набира парични средства, които инвестира в определени проекти, идеи след предварителното им проучване. За целта следва да се основе ново предприятие, в което съсобственици в капитала стават предприемачите, създателите на бизнес проекта от една страна и фонда от друга страна. Средствата във фонда се натрупват, като към него се привличат и други инвеститори, които са институционални – застрахователни компании, пенсионни фондове и други, включително държавни или са частни инвеститори, наричани още „бизнес ангели”. Фондът съществува за ограничен период от време (обикновено до 10 години), след което излиза от инвестицията си.

От правна гледна точка фондът има характеристика на ограничено съдружие. В него главен партньор и собственик на около един процент от капитала е компанията за рискови инвестиции, която е и управляващо дружество,

¹ Becker, Hans Paul. Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, Oldenburg, 2000, s.233

а инвеститорите от които се набират средствата са ограничени съдружници. Компанията за рисков капитал управлява средствата от фонда, като няма ограничение в броя на фондовете, в които може да участва. Ето защо е възможно рисковото финансиране на няколко стратиращи предприятия едновременно от една и съща компания.

След като се набере първоначално записания паричен ресурс, венчърният фонд се затваря за по-нататъшни инвестиции. След изтичането на срока, за който е учреден паричните средства и ценните книжа се разпределят между участниците според процентното им участие. На разпределение подлежат и натрупаните печалби от дейността на фонда. Компанията за рисков капитал получава фиксиран доход за времето на управление на фонда в размер до 3% на годишна база от общо инвестирания ресурс. При закриването на фонда обикновено дела ѝ в печалбите на фонда възлиза на около 20%, а останалите 80% се разпределят между другите инвеститори. Разпределението на печалбите става след като всеки един от участниците възстанови първоначално инвестирания си дял.

Може да се обобщи, че основните етапи в развитието на инвестиционния фонд са следните:

Първи етап е на набиране на капитал. На този етап управляващото дружество изготвя инвестиционен план, сключва договор с останалите участници във фонда и набира записания от ограничените съдружници капитал.

Вторият етап включва подбор на проекти и предприятия чрез проучване, както и осъществяване на инвестиции в тях. Избраните предприятия се наричат „портфейлни предприятия”.

Третият етап се заключава в съвместна работа между фонда и портфейлното предприятие за успешно стартиране и развитие на дейността по реализация на проекта, за който е получено финансирането. Фондът участва със свой мениджър в управителния орган на дружеството, упражнява дейности по контрол и мониторинг. Целта е да се постигне печалба от дейността на портфейлното предприятие, за да се осигури и печеливш изход от инвестицията.

Последният етап е този на ликвидиране на фонда с изтичането на срокът, за който е бил създаден. Инвестицията (акционерният капитал) в портфейлното предприятие се продава и се прави разпределение на доходите между съдружниците във фонда.

Етапите във финансирането с рисков капитал се определят от жизнения цикъл на портфейлното предприятие. Според стадия на неговото развитие може да се определи и фазата на финансирането, като се определят и формите на дяловото участие.

Следователно се различават два основни стадия на които би могло да се извърши дялово финансиране с рисков капитал: Ранен стадий на финансиране („early stage“) и стадий на растеж и разширяване или още късен стадий („later stages“)². На първия стадий могат да се открият фази на финансиране с „посевен“, т.е. предстартов капитал (seed) и първоначален капитал (start-up). В първия случай се финансира развитието на някаква концепция (например концепция за нов продукт) в новосформирано предприятие, което още е на етап идеен проект. Инвестираният капитал на този етап се използва за създаване на прототип или за пазарни проучвания.

Във втория случай капиталът се предоставя на компании, които вече са разработили своя продукт и имат поне един ръководител, работещ на пълно работно време. Обикновено на този етап финансирането е за назначаване на служители, създаване на организационна структура, допълнителни пазарни проучвания и пускане на готовия продукт на пазара.

Финансирането на вторият стадий от развитието на предприятието се разделя основно на фаза пред растеж, фаза на растеж и разширяване.

В първият случай фондът за рискови инвестиции осигурява на компания, работеща от поне няколко години, допълнителен финансов ресурс, необходим за повишаване на ефективността и продуктивността с цел повишаване на приходите от продажби и достигане на критичната точка на продажбите. Капиталът за растеж и експанзия се предоставя на добре работещи компании, които са в добро финансово състояние и желаят да разширят или разрастнат дейността си по отношение например на повишаване на капацитет или маркетинг с допълнително външно финансиране. В допълнение някои автори причисляват към този стадий и финансиране за първоначално публично предлагане на ценни книжа („bridge financing“), а други го обособяват като самостоятелна фаза.

² Weitnauer, Wolfgang, Handbuch Venture Capital. , цит. труд стр. 20.

Можем да обобщим, че финансирането чрез дялов капитал и рискови фондове се прави на всеки етап от развитие на бизнеса, но най-рисково е то в ранния стадий от неговото развитие.

На следващо място в практиката технологията на инвестиционния процес има различни нюанси според спецификата на финансирането. С други думи начинът, по който той ще се реализира зависи най-вече от взаимоотношенията между инвеститорите и нуждаещото се от капитал предприятие. От тази гледна точка в практиката, а и в теорията на финансите, са познати две основни форми на инвестиране на рисков капитал – пряко и непряко участие. Тези форми предопределят и сегментирането на пазара за рисков капитал на формален пазар за рисков капитал (непряко участие) и неформален пазар на рисков капитал (пряко участие).

Непрякото участие е традиционен подход за рисково инвестиране. При него в съответната фаза на финансирането се включва специализирана институция, която изпълнява ролята на финансов посредник между инвеститорите и предприятието, в което се влага капитал.

По отношение на рисковите инвестиции такива са компаниите за рискови инвестиции (КРИ). Основната организационна форма, на която се базира този подход, е че инвеститорите предоставят капиталов ресурс на КРИ, която го инвестира в определено предприятие или няколко предприятия. В този смисъл инвестираното предприятие се явява „портфейлно предприятие” за КРИ. На последната се предоставя капитал от страна на пасивни инвеститори, който тя в последствие инвестира в техен интерес и управлява инвестиционния процес до неговото приключване.

При *директното участие* в капитала не участва финансов посредник. Инвеститорите директно придобиват дялове в инвестираното предприятие. Това са така наречените бизнес ангели или частни заможни лица, които по занятие не са рискови капиталисти. Често те са професионално ангажирани в същия бранш, в който работи и финансираното предприятие. Обикновено бизнес ангелите предоставят и професионални съвети, мрежи от контакти на стартиращи предприятия, в които инвестират. Те се причисляват към активните инвеститори.

Неформални рискови инвеститори могат да бъдат и роднини и приятели на предприемача. Те участват основно на предстартовата фаза, когато предприемача набира средства за развитие на своята идея. Те по правило не могат

да се включат с компетенции в по-нататъшното развитие подобно на бизнес ангелите, т.е не предоставят ноу-хау за развитие на предприятието. Ето защо се причисляват към пасивните инвеститори. Неформалният пазар на рисков капитал не е обект на изследване в настоящата разработка.

Формалният пазар, който е най-разпространен в световен мащаб се отличава с висока степен на ефективност на организационната си структура и се базира на добрия професионализъм на институционалните рискови капиталисти.

Тези две негови основни характеристики произтичат от наличието на финансово посредничество между рисковите инвеститори и предприятията, които се финансират. Друга отличителна черта на този сегмент е наличието на фондове за рисков капитал, които се създават от КРИ и набират и обединяват капитали от различни инвеститори с цел финансиране най-често на миноритарни дялови участия в стартиращи предприятия, респ. в ранния стадий на тяхното развитие. Тези фондове се ръководят от инвестиционен мениджър или екип от мениджъри. От правна гледна точка той е генерален партньор (КРИ), а инвеститорите са ограничено отговорни партньори.

По принцип фонд може да се учреди, за да финансира определен проект (проектноориентиран) или с цел финансиране на повече на брой предприятия, например за инвестиции в определен брой предприятия.

От гледна точка на настоящето изследване интерес представлява осъществяването на инвестиционния процес във втория случай. Неговите характеристики се определят преди всичко от икономическите интереси на участниците в процеса, което е свързано не на последно място и със спецификата на дейността и етапите на развитие на предприятията, в които се инвестира.

3. Участници в инвестиционния процес.

Три са основните страни, които участват в процеса на финансиране с рисков капитал на стартиращи предприятия:

- Инвеститорите, които предоставят капитала на стартовата и предстартовата фаза от развитие на предприятието;
- компаниите за рисков капитал;
- предприятията, в които се инвестира.

На формалния пазар на рисков капитал инвеститорите са предимно институционални – банки, застрахователни компании, пенсионни фондове, но

може да участват и други предприятия чрез т. нар. корпоративен рисков капитал (Corporate Venture Capital), който се предоставя от големи корпорации. И в този случай наред с финансовата подкрепа на стартиращите предприятия се предоставят и нефинансови услуги.

Общата цел на всички инвеститори, участващи във фонд за рисков капитал, е висока доходност от капиталовложението им. От гледна точка на инвеститорите тази доходност е цената на сравнително големия риск, който поемат. Тя се реализира не текущо под формата на получени дивиденди или лихви, а след определено време при закриване на фонда и продажбата на дяловете.

Успешното развитие на инвестираното предприятие се определя не само от самия акт на предоставянето на рисков капитал, но и от нефинансовата подкрепа, която фондът му оказва. „За компаниите в начален стадий на своето развитие кооперирането с фондове за дялови инвестиции е от особено значение, тъй като те създават допълнителна стойност с репутацията си, експертизата и мрежата от контакти в даден сектор. Въпреки, че трудно могат да бъдат измерени, именно тези нефинансови ресурси обикновено са основната причина за осъществяване на сделката и бъдещия растеж на компанията.”³

Именно комбинацията от финансова и нефинансова подкрепа води до покачване на нетните приходи и оперативните печалби от дейността на портфейлното предприятие, което е предпоставка за възникване на възможности за неговото разрастване и стабилност на финансовото му състояние. Всичко това има за резултат по-добри възможности по отношение на стратегическото му управление. От гледна точка на инвеститорите основен мотив за действията им в тази насока е стремежът да се повиши пазарната стойност на портфейлното предприятие, което логично би им донесло по-големи печалби при изход от инвестицията.

Предприятията, търсещи рисков капитал обикновено се намират в стартова или предстартова фаза от своето развитие и/или са малки и средни предприятия. Две са основните отличителни характеристики, които са общи за

³ Димитров, Н. Роля на фондовете за дялови инвестиции за финансиране на международните сделки по сливания и придобивания – автореферат, УИ УНСС, С., 2013.

всички тях, а именно: относително висок потенциал за растеж и това, че към момента на получаване на финансирането, те не са публични компании.

Основната цел на предприятието, търсещо рисков капитал е задоволяване на нуждата от финансови средства. Следователно на различните етапи от жизнения цикъл на развитие на предприятието мотивите за ориентация към подобен род финансиране са различни.

За стартиращите предприятия ползите от рисковия капитал са, че той е по-достъпен за разлика от привличането на чужд заеман капитал. В ранните стадии на тяхното развитие почти не съществува възможност за финансиране чрез кредити.⁴ На следващо място предприятията имат и нефинансови подбуди – подкрепата, която получават чрез участието на фонда в оперативното и стратегическо управление, консултациите и мрежата от контакти, които той им предоставя за времето на своята инвестиция. Защо се нуждаят от нея?

Всяко едно стартиращо предприятие разчита преди всичко на знанията и уменията на своите основатели. Те обаче притежават преди всичко задълбочени, а понякога и уникални технически познания, свързани с идеята, която искат да развият. Рисковият фонд им предоставя финансова експертиза чрез управленските и менторски функции, които изпълнява, която е необходима като условие за успешната пазарна реализация на тази идея.

Третата страна в инвестиционния процес са *компаниите за рисков капитал(КРК)*. Те са разновидност на дружества за частни капиталови инвестиции и оперират на формалния пазар за рисков капитал. Както споменахме, те играят ролята на финансов посредник между фондовете и предприятията, търсещи такова финансиране. Компанията предоставя капитал и се явява инвеститор в портфейлните предприятия без да има собствено участие. Компанията набира средствата от частни и институционални инвеститори.

В тази връзка трябва да уточним, че концепциите за инвестиране могат да различни от гледна точка на КРК. Те могат да предоставят проектно-ориентирано или фондово – ориентирано финансиране. В първия случай на отделни инвестиционни обекти се предоставя капитал обикновено на ранната фаза от развитие. За целта се създава инвестиционна компания, чиято цел е

⁴ Börner C.J., Grichnik D. (eds) Entrepreneurial Finance. Physica-Verlag HD S. 277-280, Heidelberg, 2005.

инвестицията в определено предприятие. Ето защо рискът не може да се минимизира чрез диверсифициране и разходите не могат да се разпределят пропорционално на различните капиталови участия. По тези причини тази концепция почти не намира приложение в практиката.

При фондово-ориентираното финансиране към момента на създаване на фонда чрез инвеститорите или от фонд, инвестиращ във фондове за рисков капитал не е уточнено кои и какви трябва да бъдат целевите предприятия, заради което в литературата се използва понятието “Blind Pool”. В този случай инвеститорите и инвестиращите фондове разполагат с информация, предоставена им от компанията за рискови инвестиции за пазара на потенциални инвестиционни проекти, като например финансови показатели за дейността, бранш, регион на целевите предприятия. Решението за участие различните инвеститори вземат и на база миналото представяне и репутацията на екипа от инвестиционните мениджъри на компанията.

Възможни са два основни подхода при фондово-ориентираните инвестиции от гледна точка на дяловото инвестиране по принцип.

Компаниите за дялови инвестиции могат да създадат фонд с ограничен живот (от затворен тип) или такъв с неограничено във времето съществуване (от отворен тип). В практиката се прилага предимно първият подход, който е и единствено възможен за рисковите фондове.

За разлика от отворените фондове, където обемът на набираните средства не е ограничен, при фондовете от затворен тип неговата величина е известна на участниците от момента на неговото учредяване. Това обстоятелство предполага и конкуренция между желаещите да се включат инвеститори и стимулира инвестиционните компании да избегнат неефективността на база на ограничения от самото начало капитал.

Компаниите за рисков капитал са посредници между инвеститорите и целевите предприятия. Капиталовложенията на инвеститорите са обединени в създадени за целта фондове за рисков капитал. Те предоставят от 95 до 99% от капитала. Останалата част се предоставя от КРК. Компанията за рисков капитал поема управлението на фонда и подпомага инвестираните предприятия от портфолиото. Фондът ги финансира и получава печалба от разпределение при изход от инвестицията в края на инвестиционния срок. Около 80% от тези печалби се изплащат на инвеститорите, а остатъка се разпределя към КРК под

формата на процентен дял за реализирани инвестиции. Чрез таксата за управление, която възлиза на около 1 до 2% от капитала на фонда, КРК трябва да покрие разходите си по тази дейност.

4. Заключение

В заключение може да се обобщи, че рисковият капитал е решаващ фактор за финансиране на стартапи заради несигурността, която съпътства тяхното развитие. Рисковите инвеститори предоставят на предприемачите не само финансови средства, но и своя експертен опит и ноу-хау, мрежи от контакти с външни контрагенти и осъществяват постоянен мониторинг върху дейността. Ето защо той се явява реалистична възможност реалистична възможност за подпомагане на такива предприятия, които притежават висок потенциал за развитие и растеж.

Литература:

1. Димитров, Н. Роля на фондовете за дялови инвестиции за финансиране на международните сделки по сливания и при-добивания – автореферат, УИ УНСС, С., 2013.
2. Becker, Hans P. Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, Oldenburg, 2000.
3. Börner, C.J., Grichnik, D. (eds) Entrepreneurial Finance. Physica-VerlagHD, Heidelberg, 2005.