ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

ფინანსების და საბანკო საქმის კათედრა

სალექციო კურსი

ვენჩურული კაპიტალი და ინოვაციების დაფინანსება

შედგენილია ავთანდილ ჩუთლაშვილის მიერ
თანდართული ლიტერატურის მიხედვით

თბილისი
2023

წინამდებარე სალექციო კურსი მომზადდა ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის ფინანსებისა და საბანკო საქმის კათედრაზე.

სალექციო კურსში განხილულია ვენჩურული კაპიტალის აქტუალური საკითხები, რომლებიც ინოვაციური დაფინანსების ერთ-ერთ საინტერესო მიმართულებას წარმოადგენს. მასში შესწავლილია ვენჩურული კაპიტალის სახეები და დაფინანსების თავისებურებანი, განხილულია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრები და წყაროები, მათი შეფასების მექანიზმები და განვითარების ეტაპები, გაანალიზებულია ვენჩურული კაპიტალის ფრომირებისა და მათი ნაკადების მართვის წესები, ჩამოყალიბებულია ვენჩურული კაპიტალის ორგანიზაციის პრინციპები; გამოკვეთილია ვენჩურული კაპიტალის შეფასების კრიტერიუმები; გადმოცემულია ინოვაციური პოლიტიკის განხორციელების ზოგიერთი მეთოდები; გაანალიზებულია საერთაშორისო ფინანსური სისტემის ევოლუციისა და ვენჩურული კაპიტალის ბაზრების ფუნქციონირების აქტუალური საკითხები.

სალექციო კურსი განკუთვნილია ეკონომიკური პროფილის უნივერსიტეტებისა და უმაღლესი სასწავლებლების ეკონომიკისა და ბიზნესის მიმართულების სტუდენტებისთვის და ყველა ამ საკითხებით დაინტერესებული ადამიანებისათვის.

ს ა რ ჩ ე ვ ი

ლექცია I. ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი **6**

1.1. ვენჩურული კაპიტალის ცნება

1.2. ვენჩურული დაფინანსების ძირითადი მონაწილეები

1.3. ვენჩურული ბიზნესის წარმოშობისა და განვითარების ისტორია

1.4. ვენჩურული ბიზნესის სტრუქტურა

1.5. ვენჩურული დაფინანსების ადგილი და როლი

ლექცია II . ვენჩურული კაპიტალის წყაროები **27**

2.1. ვენჩურული კაპიტალის გლობალური განაწილება

2.2. ვენჩურული კაპიტალის წყაროების მახასიათებლები

2.3. ვენჩურული კაპიტალის ფონდების სტრუქტურირება

2.4. ვენჩურული ინვესტირების ძირითადი წესები

2.5. ვენჩურული ბიზნესის მონაწილეთა ძირითადი ბენეფიტები *(სარგებელი)*

2.6. ურთიერთობები პოტენციურ ინვესტორებთან

2.7. გარიგებათა ნაკადების მართვა

ლექცია III. ვენჩურული დაფინანსების მქონე კომპანიის განვითარების ეტაპები **48**

3.1. სტარტაპი - დაფინანსების პირველი რაუნდი

3.2. განვითარება, ექსპანსია და ზრდა

3.3. გამოსყიდვა ნასესხები/კერძო სახსრების გამოყენებით

3.4. საჯარო შეთავაზება *(აქციების პირველადი განთავსება)*

3.5. ვენჩურული ინვესტიციები: პროცესი და ისტორიული ფაქტები *(მტკიცებულებები)*

ლექცია IV. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შესაძლებლობები **60**

4.1. ვენჩურული დაფინანსებისათვის მიმზიდველი დარგები

4.2. ვენჩურული დაფინანსებისათვის მიმზიდველი პროდუქტების სპეციფიკა

4.3. ვენჩურული კაპიტალის არსებობა და ინვესტორისათვის ხელმისაწვდომობა

4.4. შეთანხმება ინვესტორის უფლებების შესახებ

4.5. ვენჩურული კაპიტალი და ადგილობრივი ბაზრის შესაძლებლობები

4.6. ბაზრის კონიუნქტურის შესწავლა და მარკეტინგული ღონისძიებები

ლექცია V. ვენჩურული დაფინანსების ტექნიკა **79**
5.1. ვენჩურული დაფინანსებისას გამოყენებადი ფინანსური ინსტრუმენტები
5.2. ჩვეულებრივი და პრეფერენცირებული აქციები
5.3. კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები
5.4. ვენჩურული კაპიტალის შეფასების მეთოდები

ლექცია VI. ვენჩურული დაფინანსებისათვის ფონდების შერჩევა და ანალიზი **86**
6.1. ვენჩურული ფონდები
6.2. ვენჩურული ფონდის ორგანიზაციული სტრუქტურა
6.3. ვენჩურული კაპიტალის მქონე ფონდების მოძიება და შეფასება
6.4. ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვის დრო და ღირებულება
6.5. მითები და რეალობა ვენჩურული კაპიტალის შესახებ

ლექცია VII. ვენჩურული გარიგებები (*ნაწილი* 1) **96**
7.1. ვენჩურული ინვესტორის დაიტერესების საგანი
7.2. კომპანიის პრეზენტაცია
7.3. მოთხოვნა ინვესტიციებზე და შეთავაზება ინვესტორს: მიზნები და ამოცანები; შუამავლებისა და კონსულტანტების ჩართულობა
7.4. ინვესტორის კითხვები და გარანტიები

ლექცია VIII. ვენჩურული გარიგებები (*ნაწილი* 2) **108**
8.1. შეხვედრები და მოლაპარაკებები გარიგების ირგვლივ: მიზნები და ამოცანები
8.2. კომპანიის შეფასება ვენჩურული ინვესტორის მიერ: ღირებულების დადგენა; დაფინანსების წყაროების გავლენა მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე; რისკების დაშვება და გადანაწილება
8.3. საფუძვლიანი შესწავლის პროცედურები: კომპანიის ფინანსური და სამართლებრივი ასპექტების დაზუსტება; კომპანიის საგადასახადო-საბიუჯეტო ანგარიშსწორების სისტემა
8.4. გარიგების დასრულება

ლექცია IX. კომპანიის კვლევისა და განვითარების დაფინანსება 124

9.1. კვლევებისა და ინოვაციების გლობალური ბაზარი

9.2. ვენჩურული ინვესტორის მიზნები და ამოცანები

9.3. ვენჩურული ინვესტორი კომპანიაში: ინვესტიციების მოცულობა; ინვესტიციების მართვა და კომპანიის მონიტორინგი; ღირებულების ზრდა

9.4. კომპანიის პრობლემები: მიზეზები და შედეგები

9.5. ფინანსური კრიზისი და ვენჩურული დაფინანსება

9.5. ბიზნესის გაყიდვა, აქტივების გატანა, გაკოტრება, ლიკვიდაცია

ლექცია X. ფინანსური აქტივების სეკურიტიზება: ძირითადი პრინციპები და სახეებ 140

10.1. სეკურიტიზების სამართლებრივი ბუნება და ეკონომიკური არსი

10.2. სეკურიტიზების საგანი: საბაზო *(ძირითადი)* აქტივის მრავალფეროვნება

10.3. სეკურიტიზების ცნება, ფუნქციონირების მექანიზმი და ძირითადი პრინციპები

10.4 სეკურიტიზების ინსტრუმენტები: სტრუქტურირებული ფინანსური ინსტრუმენტები,   აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქარალდები

10.5. სეკურიტიზების   სახეები და მეთოდები *(იპოთეკური და არაიპოთეკური სეკურიტიზება, არასაბანკო აქტივების სეკურიტიზება, ლიზინგური აქტივების სეკურიტიზება)*

ლექცია XI. ვენჩურული კაპიტალის უკუგება: შესაძლებლობები და ვარიანტები 158

11.1. საჯარო ბაზარი

11.2. წილის გასხვისება *(გამოსყიდვა, პირდაპირი გაყიდვა, გაყიდვა გარე ინვესტორზე)*

11.3. გასვლის ეფექტურობის გაუმჯობესება

11.4. ფინანსური კონსულტანტები, აუდიტორები, საინვესტიციო ბანკირები

ლექცია XII. სახელმწიფოსა და კერძო სექტორის თანამშრომლობა ვენჩურული ინდუსტრიის ფორმირება-განვითარების საქმეში 174

12.1. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირება საქართველოში და უცხო ქვეყნებში

12.2. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და შემდგომი განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებები

გამოყენებული ლიტერატურის სია   198

ლექცია I. ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი

1.1. ვენჩურული კაპიტალის ცნება

დღემდე, თავად „ვენჩურული კაპიტალის" ცნების სირთულისა და მრავალგანზომილებიანობის გამო, არ არსებობს ამ ტერმინის საერთაშორისო, საყოველთაოდ აღიარებული განმარტება. აღნიშნული კატეგორიის განმარტების ორაზროვნება განპირობებულია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განსხვავებული ისტორიული განვითარებით.

გამოყოფენ „ვენჩურული კაპიტალის" ცნების ინტერპრეტირების **ორ** მიდგომას:

1. ამერიკულს და
2. ევროპულს.

„ვენჩურული კაპიტალის" ცნების პირველადი შინაარსი მჭიდროდ იყო დაკავშირებული სიტყვა „ვენჩური"-ს (ინგლ. **"Venture"**) ეტიმოლოგიურ მნიშვნელობასთან, რომელიც, ერთის მხრივ, ნიშნავს საწარმოს, და მეორეს მხრივ - რისკს.

<u>„ვენჩურული კაპიტალის" ცნების ამერიკულ ინტერპრეტირებას</u> შეგვიძლია ვიწრო ვუწოდოთ. ასე, აშშ-ში ვენჩურულ კაპიტალში იგულისმხება მხოლოდ ის, რაც მოქმედებს მაღალტექნოლოგიური კომპანიის დამკვიდრების ადრეულ ეტაპებზე. აშშ-ის ვენჩურული კაპიტალის ეროვნულმა ასოციაციამ **(NVCA)** შემდეგნაირად განმარტა „ვენჩურული კაპიტალის" ცნება: „კაპიტალი, უზრუნველყოფილი ამ სფეროს პროფესიონალებით, რომლებიც მენეჯმენტის განხრით ეხმარებიან კონკურენტუნარიან და მნიშვნელოვანი პოტენციალის მქონე ახალგაზრდა, სწრაფად განვითარებად კომპანიებს." [11.31]

ამერიკელი მეცნიერები ენდრიუ მეტრიკი (Andrew Metrick) იელის უნივერსიტეტიდან და აიაკო ისუდა (Ayako Yasuda) კალიფორნიიდან თავის წიგნში „ვენჩურული კაპიტალი და ინოვაციების დაფინანსება" [13.3] აღნიშნავენ:

1. ვენჩურული კაპიტალი ფინანსური შუამავალია, რაც იმას ნიშნავს რომ იგი იღებს ინვესტორის სახსრებს (კაპიტალს) და აბანდებს მას ე.წ. პორტფელურ კომპანიაში;
2. ვენჩურული კაპიტალი მხოლოდ კერძო კომპანიებში მიემართება. ეს იმას ნიშნავს, რომ კომპანიას არ შეუძლია განხორციელებული ინვესტიციების მოულოდნელი საჯარო გაყიდვა;

3. აქტიურად მონაწილეობს კომპანიაში მიმდინარე პროცესებში (ვითარების მონიტორინგი, დახმარება აქტივების მართვაში და ა.შ.)

4. ვენჩურული კაპიტალის ძირითადი ამოცანაა განხორციელებულ დაბანდებათა (ინვესტიციების) უკუგების მაქსიმიზირება, რასაც იგი ახორციელებს არსებულ ინვესტიციებზე დამატებითი სახსრების მოზიდვით აქციების პირველადი საჯარო განთავსების ან გაყიდვის საშუალებით;

5. ვენჩურული კაპიტალი მიემართება ისეთ საქმიანობაზე (აქტივებში,
ფონდებში), რომლებიც კომპანიის შიდა განვითარება-გაფართოებაზეა ორიენტირებული.

მეორე ამერიკელი ეკონომისტის, კომპანიის **"Nue Capital"** დამფუძნებლის ჯეფრი ნიხტერლეინის (Jeffrey D. Nuechterlein) [24. 2] აზრით, ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს კომპანიის დაფინანსებას ადრეულ სტადიებზე, კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის შეძენისგან ან მისი დივერსიფიცირებისგან განსხვავებით. ამერიკული მიდგომით, MBO/MBI *(management buy-out - გამოსყიდვა გარე მმართველების მიერ, management buy-in - გამოსყიდვა შიდა მმართველების მიერ)* ტიპის გარიგებები არ უნდა შედიოდეს ვენჩურული კაპიტალის შემადგენლობაში. ვენჩურული კაპიტალი მოიაზრება როგორც პირდაპირი ინვესტირების სახეობა.

<u>ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ინტერპრეტირება</u> უფრო ფართოა. აქ აღნიშნულ ცნებაში მოიაზრება სააქციო ინვესტირებული ყველა სახეობა და ტიპი, მცირე და საშუალო კომპანიები განვითარების ყველა ეტაპზე, რომლებიც იყენებენ მაღალ ტექნოლოგიებს და არ არიან წარმოდგენილნი საფონდო ბირჟაზე.

პირდაპირი ინვესტირების და ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაციის **(EVCA)** [9.31] განმარტების თანახმად, ვენჩურული კაპიტალი არის "პროფესიული ფირმების მიერ შეთავაზებული სააქციო კაპიტალი და შემდგომი მართვა იმ ფირმებისთვის, რომელთაც განვითარების საწყის სტადიაზევე უჩვენეს ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი". ბევრი ევროპელი ეკონომისტისთვის ტერმინები ვენჩურული კაპიტალი და პირდაპირი ინვესტირება სინონიმებს წარმოადგენენ.

ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში „ვენჩურული კაპიტალის" ცნების ერთიანი განსაზღვრების ფორმირება ჯერ კიდევ არ განხორციელებულა. თუმცა საქართველოს ვენჩურული კაპიტალის ასოციაციაში **(GVCA)** აღნიშნავენ - „ვეჩურული კაპიტალის ეს არის კერძო ინვესტირების სახეობა, რომელიც ხორციელდება მაღალი ზრდის პოტენციალის მქონე პერსპექტიულ კომპანიებში. ვენჩურული კაპიტალის კომპანიების მთავარი მიზანია ინვესტირება

განახორციელონ მაღალი უკუგების მქონე ინოვაციურ კომპანიებში 5-10 წლიანი ინვესტირების გზით. ვენჩურული კაპიტალის ძირითადი დამახასიათებელი ნიშანია დიდი რისკი და სპეციფიური ინოვაციური ტექნოლოგიური დარგები." [5.].

თუ ვენჩურული კაპიტალი, როგორც კერძო ბიზნესის დაფინანსების ალტერნატიული წყარო, წარმოიქმნა აშშ-ში 1950-ან წლებში, ევროპაში - 1970-ანი წლების მიწურულს, საქართველომდე ინფორმაციამ მის შესახებ „მოაღწია" მხოლოდ 1990-ან წლებში.

უნდა აღინიშნოს, რომ ვენჩურული კაპიტალის ამერიკულ ინტერპრეტირებაში ძირითადი აქცენტი კეთდება იმაზე, თუ რა როლს ასრულებს ვენჩურული კაპიტალისტი, რომელიც გადასცემს სახსრებს ინვესტირების მიმღებ კომპანიას განკარგულებაში; მაშინ, როდესაც ევროპული - გამოიყურება უფრო ფორმალურად. ტერმინოლოგიის ეს თვალში საცემი განსხვავება მნიშვნელოვანი დოზით ასახავს იმ ადგილს სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკებში, რომელიც მიჩნეულია დაფინანსების მოცემული სახეობისთვის და მიუთითებს ძველი და ახალი მსოფლიოს სამეწარმეო კულტურებს შორის არსებულ განსხვავებებზე.

ჩვენი კურსის მიზნებიდან გამომდინარე, მხედველობაში მიღებულია ვენჩურული კაპიტალის ფართო განმარტება, რადგან სპეციფიკური ეკონომიკური და პოლიტიკური მდგომარეობის გათვალისწინებით, საქართველოში სარისკოა არა მარტო განვითარების ადრეულ ეტაპებზე მყოფი საწარმოების დაფინანსება, არამედ იმ საწარმოებისაც, რომლებიც ფუნქციონირებენ ბიზნესის გაფართოების სტადიაზე და იმყოფებიან რესტრუქტურიზების პროცესში. აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ ზღვარი ვენჩურულ კაპიტალსა და პირდაპირ ინვესტიციებს შორის იმდენად პირობითი და ბუნდოვანია, რამდენადაც სქემატურია თვით კომპანიის განვითარების დონეების მიხედვით დაყოფა.

ნებისმიერი კომპანია, თუ ის არ იმყოფება გაკოტრების პირას, ასე თუ ისე ფიქრობს სამომავლო განვითარებაზე. აქედან გამომდინარე, ნებისმიერი ზომის ფირმა შეგვიძლია მივაკუთვნოთ „განვითარების სტადიაზე მყოფის" კატეგორიას ან ბაზრის წილის გაზრდის ხარჯზე, ან დივერსიფიცირების ხარჯზე ახალი ბიზნესის შეძენის გზით, ან კონსოლიდაციის ხარჯზე. თითოეულ ამ შემთხვევაში სავარაუდოდ წარმოიქმნება გარე წყაროებიდან დამატებითი ფინანსური რესურსების მოპოვების მოთხოვნა. ამასთან ერთად, ვენჩურულ კაპიტალში აუცილებლად უნდა იგულისხმებოდეს ეკონომიკური სისტემების ინოვაციური განვითარების ფაქტორი, რომელიც წარმოადგენს სპეციალიზებული ინვესტორის ფინანსური სახსრებისა და ეკონომიკური შესაძლებლობების ერთობლიობას, მაღალი მოგების მიღების და დაბანდებული სახსრების გაზრდის მიზნით მიმართულს ჩამოყალიბების ან ლიკვიდურობის ეტაპზე მყოფი იმ

პერსპექტიული მაღალტექნოლოგიური კომპანიის განვითარებაზე, რომელსაც არ გააჩნია საკუთარი ფულადი სახსრები და ბიზნესის წარმართვის გამოცდილება.

ზემოთ განხილული კაპიტალის ნიშან-თვისებები სრული მაშტაბით გამოიყენება ვენჩურული კაპიტალის მიმართაც. ამასთან, მათი გაანალიზება იმის საშუალებას იძლევა, რომ გამოვყოთ ის თვისებები, რომლებიც უფრო სრულფასოვნად ასახავენ ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკას.

ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკის განმსაზღვრელი ნიშან-თვისებების რიცხვს შეიძლება მიეკუთვნოს შემდეგი:

- მაღალი მომგებიანობა მაღალი რისკის პირობებში;
- მისი ინვესტირებისას ინოვაციური ეფექტის წარმოქმნა;
- ინვესტირების სპეციფიკური სუბიექტები და ობიექტები.

ამდენად, ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს საინვესტიციო რესურსს ინოვაციური საქმიანობის უზრუნველსაყოფად.

1.2 ვენჩურული დაფინანსების ძირითადი მონაწილეები

ვენჩურული კაპიტალის ორგანიზებული ბაზრის დაახლოებით 80 პროცენტი ვენჩურული კაპიტალის დამოუკიდებელი ფირმების (Venture Capital Firms) მიერ კონტროლდება. ვენჩურული კაპიტალის ფირმები არიან პატარა ორგანიზაციები, სადაც საშუალოდ ათი მაღალი კლასის პროფესიონალია დასაქმებული. ეს ვენჩურული კაპიტალის ფირმები გამოდიან ვენჩურული კაპიტალის ფონდების (Venture Capital Funds) გენერალურ პარტნიორებად (General Partner, GP). თავის მხრივ ვენჩურული კაპიტალის ფონდები შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობებია (Limited Partners, LPs), რომლებსაც საქმოანობის ლიმიტირებული ვადა გააჩნიათ. როგორც წესი ეს ვადა 10 წელს მოიცავს, რომლის გაგრძელება რამოდენიმე წლით არის შესაძლებელი, თუმცა ეს სავალდებულო არაა.

ვენჩურული კაპიტალის ფონდების შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობები (LPs) ძირითადად ინსტიტუციონალური ინვესტორები არიან, მაგალითად ისეთები როგორიცაა საპენსიო და საუნივერსიტეტო ფონდები (Endowments fund) და მსხვილი კორპორაციები. როდესაც ფონდი პირველად იქმნება შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობა იძლევა დაპირებას, რომ იგი უზრუნველყოფს კაპიტალის (ფულადი სახსერის) გარკვეული ოდენობის მიწოდებას ან წინასწარ შეთანხმებული გრაფიკის ან გენერალურ პარტნიორის (GP) შეხედულების მიხედვით. კაპიტალის ასეთ

მდგომარეობას ინგლისურენოვან ლიტერატურაში უწოდებენ - „capital calls" ან "drawdowns" ან "takedowns", რომელთა ქართული შესატყვისები შემდეგი შეიძლება იყოს - „სახსრების ფონდში გადაგზავნის განაცხადი" ან „გახარჯვა (დაცლა)" ან „დაშლა (დემონტაჟი)". ვენჩურული კაპიტალის ფონდის შენადგენლობაში მყოფი შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობის (LPs) მიერ, თავის მუშაობის განმავლობაში, გასაცემად დაპირებულ კაპიტალს უწოდებენ ფონდის ძირითად (სავალდებულო) კაპიტალს **(committed capital).** პრაქტიკაში არის შემთხვევები, როდესაც ფონდის ძირითადი კაპიტალის რაღაც მცირედ ნაწილს, დაახლოებით 1%-ის ფარგლებში, გენერალური პარტნიორი გაიღებს ხოლმე. რეალურად კი თანხების აკუმულირებაზე ვენჩურული კაპიტალის ფონდის შეზღუდული პასუხისმგებლობის ამხანაგობები (LPs) არიან პასუხისმგებელნი.

როდესაც გენერალური პარტნიორი მოაგროვებს ფონდის ძირითად კაპიტალის შესავსებად საჭირო თანხას და მზად იქნება დაიწყოს ინვესტირების პროცესი, ამბობენ რომ ფონდი დახურულია. როგორც წესი, ფონდი განახორციელებს თავის დაბანდებებს ე.წ. პორტფელურ კომპანიებში და პირველი ხუთი წლის განმავლობაში მთლიანად გამოიყენებს (გახარჯავს) კაპიტალს. ეს წლები ცნობილია საინვესტიციო პერიოდის (investment period) ან ვალდებულებების მოქმედების პერიოდის (commitment period) სახელით.

საინვესტიციო პერიოდის დასრულების შემდეგ, ვენჩურულ კაპიტალს შემდგომი ინვესტიციების განხორციელება შეეძლება მხოლოდ უკვე არსებულ ე.წ. პორტფელურ კომპანიებში. წარმატებული ვენჩურული კაპიტალის ფირმებს ექნებათ შესაძლებლობა კვლავ ჩამოაყალიბონ ახალი ვენჩურული კაპიტალის ფონდი, ისე რომ მათ ყოველთვის ჰქონდეთ ერთი საინვესტიციო ფონდი მაინც, საინვესტიციო პერიოდის ნებისმიერ მონაკვეთში.

ამასთან ერთად, ითვლება რომ, ვენჩურულ კაპიტალს სხვა - მეტად დაინტერესებული მონაწილე ჰყავს, კერძოდ - მეწარმე (the entrepreneur) და ვენჩურული კაპიტალისტი. ვენჩურულ კაპიტალისტებს ესაჭიროებათ მეწარმეები, რომ ინვესტირება განახორციელონ მათ პროექტებში, ხოლო მეწარმეებს სჭირდებათ ფული, რომელსაც ვენჩურული კაპიტალისტები ფლობენ, რათა საკუთარი ბიზნესი განავითარონ.

მოკლედ განვიხილოთ ზოგიერთი ერთეულის როლი და ადგილი ვენჩურულ კაპიტალში. ვენჩურული კაპიტალისტი **(the Venture Capitalist).** იგი ვენჩურული ფირმის ყოველდღიურ საქმიანობას განკარგავს (მართავს) და პასუხისმგებელია პოტენციური საინვესტიციო გარიგებების მოძიება-განხორციელებაზე. ისინი ყოველწლიურად ასეულობით ბიზნეს-წინადადებას განიხილავენ და მხოლოდ რამდენიმე მეწარმის პროექტში დებენ ინვესტიციას.

ვენჩურულ კაპიტალში გადაწყვეტილებების მიღების პრეროგატივა გენერალურ პარტნიორებს (the general partners) ენიჭება. ისინი პასუხისმგებელნი არიან ვენჩურულ ფონდში ფინანსური რესურსების მოზიდვაზე და ფონდის მართვაზე. ეს კი, მათ შორის, გულისხმობს საბოლოო საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებას, პერსონალის დაქირავება-განთავისუფლებას, ხარჯების განხორციელებას და ა.შ. გენერალური პარტნიორები ხშირად ითხოვენ შეზღუდული უფლებების მქონე პარტნიორებისგან თავიანთი საკუთარი (თუნდაც მცირედი) ფულადი რესურსების დაბანდებას ვენჩურულ პროექტებში. რაც გარკვეულწილად, განიხილება, როგორც სტიმული, ინვესტირებული კაპიტალის უკან დასაბრუნებლად.

ხშირად ვენჩურულ ფონდს მართავს პარტნიორი, რომელსაც თვოთონ აქვს განხორციელებული მნიშვნელოვანი ინვესტიცია ან მიღებული აქვს სტრატეგიული გადაწყვეტილებები.

ვენჩურულ კაპიტალში გადაწყვეტილებების მიღებისას მეორე მნიშვნელოვანი პოზიცია აღმასრულებელ (გენერალურ) დირექტორს (the principal) უკავია, რომელიც ხშირად ვენჩურული ფონდის პარტნიორი ხდება. მას, გარკვეულწილად თანამშრომლებსა (ანალიტიკოსები) და პარტნოერებს შორის შუამავლის ფუნქცია აკისრია. ანალიტიკოსები და თანამშრომლები ძალიან ბევრს აკეთებენ კომპანიისათვის და ყოველთვის ეძებენ პოტენციურ საინვესტიციო შესაძლებლობებს.

1.3. ვენჩურული ბიზნესის წარმოშობისა და განვითარების ისტორია

ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი შეგვიძლია მივაკუთვნოთ „აღმოჩენილი ბაზრების" რიცხვს რამოდენიმე მიზეზის გამო.

პირველ რიგში, ვენჩურული კაპიტალი წარმოიქმნა შედარებით ახლახან: აშშ-ში 1940-ან წლებში, დასავლეთ ევროპის ქვეყნებში ხდება მისი, როგორც დაფინანსების ალტერნატიული წყაროს გაფორმება 1970-ან წლებში, აზიის (სამხრეთ კორეა, ტაივანი, სინგაპური,) აფრიკის (კენია, განა), და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში, ავსტრალიასა და ინდოეთში 1980-ანი წლების დასასრულს, ხოლო 1990-ან წლებში პოსტსაბჭოეთის ზოგიერთ ქვეყანაში (საქართველო, უკრაინა და ბალტიისპირეთის ქვეყნები).

მეორე, ვენჩურული კაპიტალის მსოფლიო ბაზრის დინამიკა მეტყველებს ინვესტორების ინტერესის ზრდაზე დაფინანსების აღნიშნული ტიპის მიმართ, ვენჩურული დაფინანსების სახელმწიფო და რეგიონული განვითარების პროგრამების რაოდენობის მატებას. ვენჩურული კაპიტალის მსოფლიო ბაზარი - ეს არის სხვადასხვა სახელმწიფოების ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული

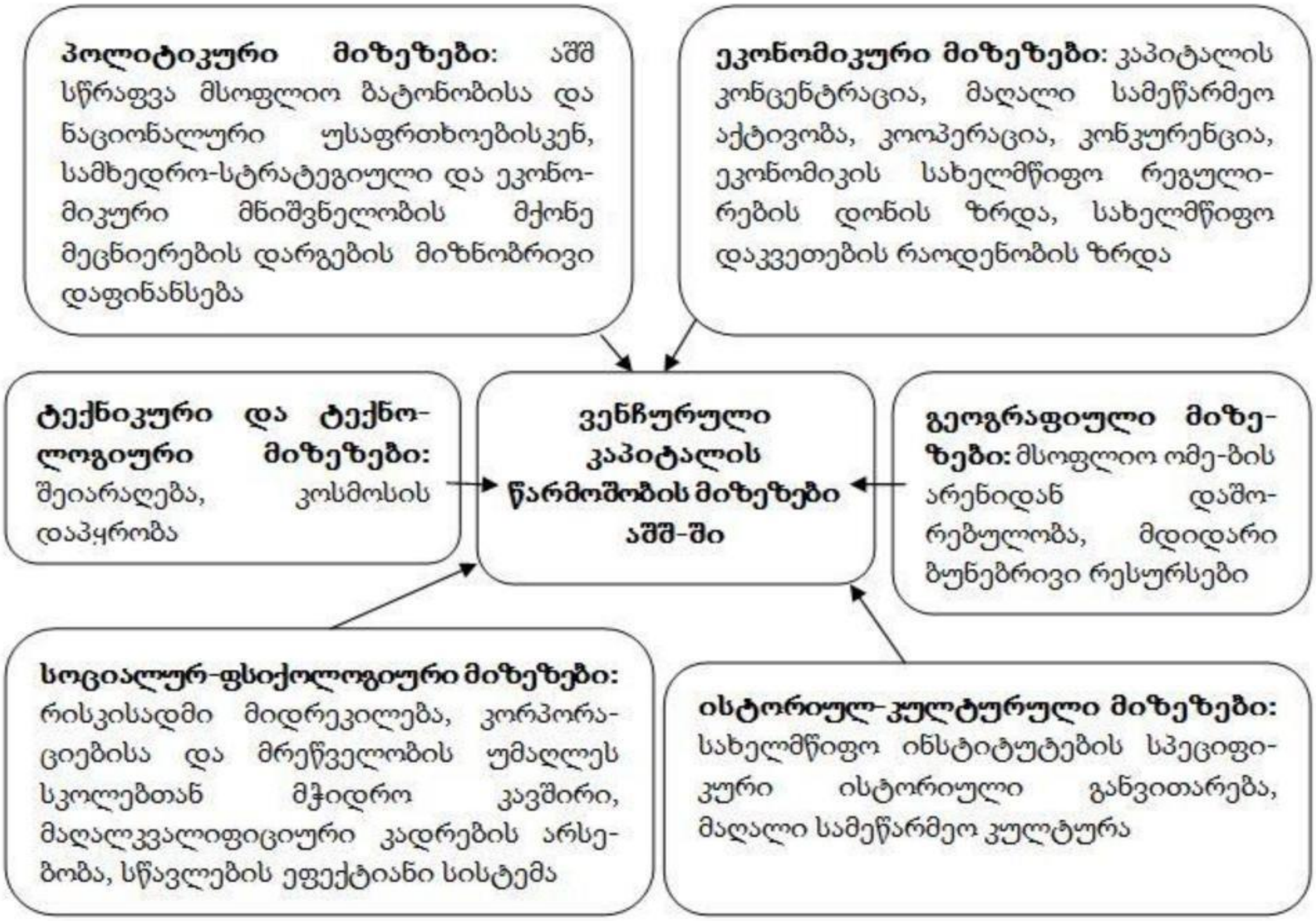
ბაზრების ერთობლიობა, რომლებიც გაერთიანებულია ეკონომიკური კავშირებით, ეს არის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ხარისხობრივად ახალი დონე. ამერიკის, დიდი ბრიტანეთის, ავსტრალიის, ტაივანის, ახალი ზელანდიის და სხვა ქვეყნების ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრების დინამიკის ანალიზის შედეგად შეიძლება ითქვას, რომ აღნიშნული „აღმოჩენილი“ ბაზრები იმყოფებიან განვითარების სხვადასხვა დონეზე.

სხვადასხვა ქვეყნის ვენჩურული კაპიტალის „აღმოჩენილი“ ბაზრები განსხვავდებიან ინვესტირებული კაპიტალის მოცულობის, დაფინანსების სტადიების, ინვესტორების ტიპების, ბაზრის რეგულირებაში სახელმწიფო როლის და სხვა პარამეტრების მიხედვით. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ანალიზის დროს ასევე აუცილებელია გავითვალისწინოთ თითოეული ქვეყნის სპეციფიური სამეურნეო- ეკონომიკური და სოციალურ-ფსიქოლოგიური პირობები, ასევე ტერმინების და ცნებების გაგებაში არსებული განსხვავებები.

ამასთან დაკავშირებით საინტერესო იქნება ვენჩურული კაპიტალის რამდენიმე ეროვნული ბაზრის განვითარების განხილვა. აღსანიშნავია, რომ ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი შეიქმნა და ყველაზე დიდი განვითარება ჰპოვა ამერიკის შეერთებულ შტატებში ისტორიული, გეოგრაფიული, სოციალურ-ფსიქოლოგიური და სხვა მიზეზების გამო. იხილეთ ნახაზი 1

ნახაზი 1.3.1

ვენჩურული კაპიტალის წარმოშობის მიზეზები აშშ-ში



წყარო: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 75]

შეგვიძლია აღვნიშნოთ, რომ მეორე მსოფლიო ომამდე აშშ-ში ჩამოყალიბდა კვლევითი სისტემა, რომელიც უფრო მეტად იყო მიზანმიმართული სამეცნიერო ცოდნის გავრცელებაზე მზარდი მრეწველობის მოთხოვნების შესაბამისად, ვიდრე შემეცნებითი საზღვრების ათვისებაზე. სახელმწიფო ლაბორატორიების და ინსტიტუტების ქსელის მნიშნველოვანი გაფართოება, სახელმწიფო დაფინანსების წილის გაზრდა და სახელმწიფო დარეგულირების ფუნქციის გაძლიერება მეცნიერების დარგში, იქცა მძლავრ ბიძგად მე-20 საუკუნის მეორე ნახევარში ეროვნული ინოვაციური სისტემების ევოლუციისათვის. ეს ტენდენციები შეგვიძლია დავყოთ ვენჩურული კაპიტალის ამერიკული ბაზრის ფორმირების და განვითარების შემდეგ ეტაპებად:

ამერიკული ვენჩურული კაპიტალის განვითარების ეტაპები:

<u>პირველი ეტაპი,</u> ანუ ჩანასახი (1946 წელი - 1970 წლების დასასრული). მას უწოდებენ კლასიკურ ეპოქას. მნიშნველოვანი კაპიტალის და ქვეყნის მაღალი

სამეცნიერო-ტექნიკური პოტენციალის არსებობამ განაპირობა მცირე სამეცნიერო საწარმოების დიდი რაოდენობით წარმოქმნა ომის შემდგომ წლებში და, შედეგად - მათი დაფინანსების ვენჩურული ფორმების გამოჩენა. 1946 წელს აშშ-ში დაფუძნდა პირველი პირდაპირი ინვესტიციების ფონდი «American Research and Development» (ARD), რომლის სპეციალიზაციის დარგს წარმოადგენდა ახალგაზრდა მაღალი რისკის მქონე კომპანიების დაფინანსება. საბოლოოდ ვენჩურული კაპიტალი, როგორც კერძო ბიზნესის დაფინანსების ალტერნატიული წყარო, აშშ-ში 1950-ანი წლების შუა ეტაპზე დამკვიდრდა. პირველი ვენჩურული კაპიტალისტების რიგებში შეგვიძლია დავასახელოთ არტურ როკი, ფრანკლინ პიტჩ ჯონსონი, ფრედ ადლერი და სხვები.

1950-ანი წლების მიწურულს აშშ-ს მთავრობამ ჩაატარა რიგი საკანონმდებლო ცვლილებებისა ინოვაციური საწარმოების წარმოქმნის პროცესის სტიმულირების მიზნით (მაგალითად, 1958 წელს მიღებულ იქნა სპეციალური კანონი - Small Business Investment Company, SBIC Act). ვენჩურული ინვესტორების რაოდენობა და მათი საწყისი საინვესტიციო ვალდებულებები ამ ეტაპზე იყო უმნიშვნელო - ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი არასაკმარისად შეფასდა ინვესტორების მიერ. ბაზარზე ჭარბობენ ადგილობრივი ინვესტორები. არსებობს საინვესტიციო შეზღუდვები საპენსიო ფონდებისთვის - მათთვის აკრძალულია აქტივების დაბანდება მაღალი რისკის მქონე კაპიტალში. ჩამოყალიბებას იწყებს ბაზრის ინფრასტრუქტურა - ხდება Small Business Administration, SBA-ის ფორმირება, რომლის ფუნქციებშიც შედის ინვესტიციების მიმღები კომპანიების ლიცენზირება, მათი აქტივების ნაწილის გარანტია, კაპიტალის სესხება და ა.შ. ამ პერიოდის ამერიკული ვენჩურული დაფინანსების თავისებურებას წარმოადგენდა ასევე ვენჩურული კაპიტალის გახსნილობა - ერთობლივი ინვესტიციები, ერთმანეთისთვის მომგებიანი გარიგებების გადაცემა, ინფორმაციის მიწოდება და ა.შ.

1968 წელს დაიწყო ფასიანი ქაღალდებით საცალო ვაჭრობის ავტომატიზებული სისტემის შემუშავება, რომელმაც მომავალში მიიღო სახელწოდება „ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრეთა ავტომატიზებული კვოტირების ეროვნული ასოციაცია“ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation, NASDAQ). აშშ-ში ვენჩურული დაფინანსების განვითარებას ხელი შეუწყო ასევე ვენჩურული კაპიტალისტების პროფესიულმა ორგანიზაციებმა. 1975 წელს შეიქმნა ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ასოციაცია, რომლის ფუნქციებში შედის არა მარტო ინფორმაციული და საკონსულტაციო საქმიანობა ვენჩურული ბიზნესის დარგში, არამედ ვენჩურული კაპიტალისტების ინტერესების ლობირება სახელმწიფო ორგანოებში.

ამგვარად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრისთვის აღნიშნულ პერიოდში დამახასიათებელია „აღმოჩენილი“ ბაზრის განვითარების <u>**1 ფაზის შემდეგი თვისებები:**</u>

- საერთო ეკონომიკური ზრდა,
- ბაზარზე ეროვნული ინვესტორების დომინანტი როლი,
- ეკონომიკურ პოლიტიკაში მასშტაბური ცვლილებები,
- ფინანსური რესურსების დეფიციტი ბაზრის არასაკმარისად შეფასების გამო.

<u>**მეორე ეტაპი**</u> **- ზრდის, ანუ ახალი ეპოქა** (1970-ანი წლების დასასრული - 1990-ანი წლების შუალედი). ვენჩურული კაპიტალის ამერიკული ბაზრის განვითარების მეორე ეტაპია ზრდის ანუ ახალი ეპოქა. მოცემულ ეტაპზე ვენჩურული კაპიტალი იძენს საბოლოო ინსტიტუციურ ფორმას, რომელიც ითვალისწინებს ყველა ფაქტორის ერთობლივ ინტერესს. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის აქტიურობის გაზრდის მიზნით აშშ-ის მთავრობამ მიიღო დაბეგვრის ცვლილებასთან დაკავშირებული ზომები. აღნიშნული ღონისძიებების შედეგი იყო მოგების გადასახადის ნიხრის შემცირება (1978 წლის კანონმა შემოსავლების შესახებ შეამცირა აღნიშნული გადასახადი 49,5%-დან 28%-მდე, ხოლო 1981 წელს 20%-მდე), საპენსიო გადარიცხვების უსაფრთხოების შესახებ კანონის (The Employee Retirement Income Security Act - ERISA) მიღება, რომელმაც ნება დართო აშშ-ის საპენსიო ფონდებს, საკუთარი კაპიტალის გარკვეული ნაწილის (5%-მდე) ვენჩურული დაფინანსებისთვის გამოყენებაზე. ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე საპენსიო ფონდების გამოსვლასთან დაკავშირებული ჭარბი ფულადი მასის ზემოქმედების ქვეშ ხარისხიანი პროექტების მცირე რაოდენობასთან ერთად, განხორციელდა ისეთი დაბანდებები, რომლებმაც გამოიწვია მსხვილი დანაკარგები. თუ საპენსიო ფონდების შესახებ კანონის მიღებამდე ვენჩურული ინვესტიციების რენტაბელობის საშუალო წლიური ნორმა აშშ-ში აღემატებოდა 50%-ს (მაგალითად, 1980 წელს), ბაზარზე მრავალი გამოუცდელი ინვესტორის გამოჩენასთან ერთად 1984 წელს იგი 0-ზე დაეცა, და 1990 წლამდე არ აღემატებოდა 15% [8.]. ამან გამოიწვია მრავალი ფონდისა და კომპანიის საინვესტიციო პოლიტიკის ცვლილება: მოხდა დაფინანსების გადანაცვლება საწარმოს განვითარების ადრეული სტადიებიდან უფრო გვიან სტადიებზე, სადაც ინვესტიციების დაკარგვის რისკი მნიშვნელოვნად მცირეა (15-20%), კომპანიების მთელმა რიგმა დაიწყო ცალკეული გარიგებების დაფინანსება, სხვებმა გააფართოვეს თავისი საინვესტიციო სტრატეგიის საზღვრები და დაიწყეს მომგებიანი პროექტების ძიება საქმიანობის ახალ დარგებში (მაგალითად, ბიოტექნოლოგიებში).

ამავე პერიოდში ხდება მცირე ბიზნესის საინვესტიციო კომპანიებიდან (SBIC), როგორც ვენჩურული კაპიტალი მართვის ორგანიზაციული ფორმიდან, გადასვლა დამოუკიდებელ პარტნიორობებზე. 1990-ანი წლების დასაწყისში აშშ-ის კონგრესმა გადახედა (SBIC) პროგრამას და 1992 წელს მიიღო კანონი მცირე ბიზნესის სააქციონერო კაპიტალის გაზრდის შესახებ (Small Business Equity Enhancement Act), რომელმაც საშუალება მისცა საინვესტიციო კომპანიებს,ობლიგაციური სესხების გადასახადების იმ დრომდე გადავადებისთვის, სანამ არ მიიღწეოდა შემოსავლიანობის გარკვეული დონე. საკანონმდებლო ცვლილებების შედეგი საინვესტიციო კომპანიების რიცხვის მნიშვნელოვანი ზრდა იყო.

1980-ან წლებში ამერიკულმა ვენჩურულ ინდუსტრიამ გადაიტანა პერსონალური კომპიუტერების ბუმი. 1980 - 1990 წლების განმავლობაში პერსონალური კომპიუტერების მრეწველობის ღირებულება გაიზარდა ვირტუალური 0-დან 100 მლრდ დოლარამდე, ეს იყო ისტორიაში ყველაზე დიდი კაპიტალის კანონიერი დაგროვების მაგალითი. აღნიშნულ სფეროში კომპანიების 70%-ზე მეტი წარმოადგენდა ვენჩურულ კომპანიებს (Cisco, Compaq, Cray, Genentech, Lotus, Microsoft, Netscape, Starbucks, და Sun Microsystems). ვენჩურული კაპიტალის უფრო დიდი მოცულობით მოზიდვის მიზნით რამდენიმე ამერიკულმა შტატმა გაატარა ფინანსური სტიმულირების პოლიტიკა და მიიღეს რეგიონული ვენჩურული პროგრამები.

<u>**მესამე ეტაპი**</u> **- გარდამავალი ან უახლესი ეპოქა** (1990-ანი წლების შუალედიდან დღემდე) ამერიკული ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების მესამე, გარდამავალი ეტაპისთვის დამახასიათებელია ინვესტირებადი კაპიტალის მოცულობის მკვეთრი ზრდა *(ინვესტიციების პიკი 2000 წელს დაემთხვა).* კერძოდ, აშშ-ის წილმა მსოფლიოს საერთო ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობაში 50%-ზე მეტი შეადგინა. ამ პერიოდს ახასიათებს მაღალ ტექნოლოგიებზე დაფუძნებული დარგების მაღალი წილი ვენჩურული კაპიტალის რეციპიენტთა (მიმღებთა) საერთო რიცხვში *(ესენი არიან მაღალი ტექნოლოგიების, ბიოტექნოლოგიების, ეკოლოგიური და სამედიცინო ტექნოლოგიების სფეროებში მომუშავე მცირე მაღალტექნოლოგიური კომპანიების სახით წარმოდგენილი დარგები).* ასე, 1998 წელს ამ დარგებმა მიიღეს ყველა ინვესტიციების 78%. ასეთი დინამიკის მეშვეობით უკვე 1996 წელს მაღალი ტექნოლოგიების წილმა აშშ-ის მშპ-ში შეადგინა 10%, ხოლო 2015 წელს დაახლოებით 35%. ინვესტიციებზე მოგების მიღების ზედმეტად მაღალი იმედის, ე.წ. „ოპტიმიზმის შეცდომის“ და ფულადი ნაკადების მასიური შემოდინების გამო,

ვენჩურული კაპიტალი ხდება გადაფასებული. შედეგად ხხდება ბაზრის გარდატეხა, რომელსაც თან სდევს ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობის კლება. მოსალოდნელია, რომ უახლოეს წლებში (5-7 წელი) ვენჩურული კაპიტალის მოცულობა მნიშვნელოვანად გაიზრდება, რაც დაკავშირებული უნდა იყოს ახალი მიზნობრივი ბაზრების განვითარებასთან. დიდი ალბათობით იგი შეეხება სამი ძირითად მიმართულების განვითარებას - **ბიოტექნოლოგიები, უსაფრთხოება და ნანოტექნოლოგიები.**

ვენჩურული ინვესტირების მოცულობის ზრდის პროგნოზირებასთან დაკავშირებით უნდა აღინიშნოს, რომ ჯერ კიდევ 2014 წლის თებერვალში კომპანია Venture One-ის და Emst&Youn-ის გამოქვეყნებულმა გამოკითხვამ აჩვენა, რომ 2013 წლის ბოლო კვარტალში ვენჩურულმა ინვესტიციებმა აშშ-ში იმატა 22%-ით. 2001 წლის შემდეგ პირველად, ვენჩურულმა კაპიტალისტებმა დაიწყეს უფრო მეტი დაბანდების განხორციელება ახალ შექმნილ სტარტაპებში და ნაკლების - მათ პორტფელებში უკვე არსებული კომპანიების განმეორებადი შესყიდვის რაუნდებში. [16.161]

ევროპული ვენჩურული კაპიტალის განვითარების ეტაპები

ვენჩურული ინვესტირების მასშტაბებით მეორეა ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზარი. ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის განხილვა ამერიკულისგან დამოუკიდებლად რამდენიმე მიზეზის გამო ხდება.

პირველ რიგში, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირება ევროპაში დაიწყო 1970-ან წლებში და, შესაბამისად, მისი ფორმირება და განვითარება მიმდინარეობდა სხვა სოციალურ-ეკონომიკური, ტექნიკური, პოლიტიკური ფაქტორების ზემოქმედებით;

მეორე, ვენჩურული კაპიტალის ევროპულ ბაზარს გააჩნია რიგი დამახასიათებელი თავისებურებებისა, რაც არ ახასიათებს ამერიკულ ბაზარს. კერძოდ, საწარმოს განვითარების გვიანი სტადიების პრიორიტეტული დაფინანსება;

მესამე, ევროპული ქვეყნების მთავრობები გამოიმუშავებდნენ ვენჩურული ბიზნესის მხარდაჭერის საკუთარ სპეციფიურ პროგრამებს, რომლებმაც გავლენა მოახდინეს ვენჩურული საინვესტიციო ინსტიტუტების, საწარმოების, საგადასახადო სისტემის და ა.შ. განვითარებაზე.

ევროპაში მე-20 საუკუნის შუა წლებამდე კომპანიის ინოვაციური საქმიანობის დაფინანსება ძირითადად ხორციელდებოდა საწარმოების ან თანამშრომლების საკუთარი სახსრების ან სახელმწიფო შეკვეთების ხარჯზე. თუმცა, უკვე 1929 წელს დიდი ბრიტანეთის ფინანსებისა და მრეწველობის კომიტეტმა

(მაკმილანის კომიტეტი) გამოავლინა არსებული ბაზრის უუნარობა პატარა კომპანიების დაფინანსების მიმართ.

1945 წელს ინგლისის კლირინგული და შოტლანდიის ბანკები გაერთიანდნენ ინგლისის ბანკის ეგიდის ქვეშ და შექმნეს მრეწველობის და კომერციის დაფინანსების კორპორაცია (The Industrial and Commercial Finance Corporation - ICFC), რომელიც, შემდგომში იქცა დიდი ბრიტანეთის ერთ-ერთ უმსხვილეს ვენჩურულ ფონდად „Investors in Industry **3i**". აღნიშნული ორგანიზაცია ითვლებოდა ინოვაციური კომპანიების დაფინანსების ძირითად წყაროდ 1970-ანი წლების ბოლომდე. ამდენად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების წინაპირობები ევროპაშიც არსებობდა. ექსპერტების შეფასებებით დიდ ბრიტანეთში კონცენტრირებულია ვენჩურული ინვესტიციების საერთო ევროპული მოცულობის დაახლოებით 45-50%.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა ევროპაში, ისევეროგორც ამერიკაში, გაიარა განვითარების სამი ეტაპი, თუმცა თითოეული ეტაპის ხანგრძლივობა საგრძნობლად ნაკლები იყო. გამოვყოფთ **ევროპის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების შემდეგ ეტაპებს:**

პირველი ეტაპი - ჩანასახი (1970-ანი წლების დასაწყისი - 1980-ანი წლების შუა წლები). ეს ეტაპი ხასიათდება ფრაგმენტულობით, ინვესტირებული კაპიტალის დაბალი მოცულობით, უცხოური, ძირითად ამერიკული წარმოშობის ვენჩურული ინვესტიციების სიჭარბით. აღსანიშნავია, რომ ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის შენელებული განვითარების მიზეზების რიცხვს, ამ პერიოდს შეიძლება მიეკუთვნოს,

პირველ რიგში მცირე და საშუალო ინოვაციური კომპანიების უმნიშვნელო რაოდენობა;

მეორე, საინვესტიციო პროექტების შეფასების სფეროში ევროპელი სპეციალისტების გამოცდილების, ცოდნის და უნარების არასაკმარისობა;

მესამე, ევროპელი მეწარმეების უარყოფითი დამოკიდებულება რისკის მიმართ;

მეოთხე, არაეფექტური სახელმწიფო პოლიტიკა.

დიდ ბრიტანეთში ვენჩურული კაპიტალის განვითარების ბიძგად იქცა 1980 წლის ნოემბერში ლონდონის საფონდო ბირჟასთან არამომგებიანი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის (დღეს ესაა ალტერნატიული ინვესტიციების ბაზარი AIM), შექმნა, რამაც ვენჩურულ კაპიტალისტებს საშუალება მისცა უფრო ეფექტურად გასულიყვნენ „ბიზნესიდან". დიდი ბრიტანეთის უმსხვილესი ვენჩურული კომპანიები გაერთიანებულია ვენჩურული კაპიტალის ბრიტანულ ასოციაციაში (BVCA), მიუხედავად ამისა, 1980-ანი წლების

შუალედამდე ინოვაციური კომპანიების დაფინანსების ძირითად წყაროდ გამოდიოდა კომპანია „3i“.

მეორე ეტაპი. ზრდის ეტაპი (1980 - 1990-ანი წლების შუალედი)ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობა ევროპაში 1980-ანი წლებში მნიშვნელოვნად გაიზარდა. მსგავსი მოვლენის მიზეზებად შეგვიძლია დავასახელოთ, პირველ რიგში, რიგი ევროპული ქვეყნების მიერ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების არაპირდაპირი მარეგულირებელი კანონების მიღება *(კერძოდ შვედეთის კანონი საფინანსო ბაზრების დერეგულირების შესახებ, დიდი ბრიტანეთი კანონი საპენსიო ფონდების შესახებ და ა.შ.)*, რის შედეგადაც ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა გააფართოვა თავისი საზღვრები და მიაღწია ისეთ ქვეყნებს, როგორებიცაა დანია, ესპანეთი, იტალია და სხვა.

მეორე, ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაციის (EVCA) შექმნა 1983 წელს და იქცა ვენჩურული დაფინანსების სფეროში ინსტიტუციური ინვესტორების საქმიანობის გააქტიურების მიზეზად. მიუხედავად ამისა, ვენჩურული დაფინანსების აქტიურობა ევროპაში 1980-ან წლებში, ჩრდილოეთ ამერიკულ ქვეყნებთან შედარებით, იყო ძალიან დაბალი. მთლიანი ვენჩურული კაპიტალის დაახლოებით 1/3 უზრუნველყოფილი იყო ბანკების მიერ, რომლებიც ორიენტირებულნი არიან შედარებით უსაფრთხო ინვესტიციებზე. ევროპაში ამ დროისთვის არ არსებობდა აშშ-ში NASDAQ-ის ბაზრის ანალოგიური ლიკვიდური, ტრანსნაციონალური საფონდო ბაზარი მცირე კომპანიებისთვის. ბაზრის სტიმულირების მიზნით ბევრმა ევროპული სახელმწიფოს მთვარობამ ჩაატარა მთელი რიგი ღონისძიებანი ინსტიტუციური ვენჩურული ინვესტორებისთვის საინვესტიციო შეზღუდვების შესამცირებლად, მეორადი საფონდო ბაზრების შესაქმნელად, საგადასახადო განაკვეთის შესამცირებლად, შრომის ბაზარზე მოქნილი პოლიტიკის ჩასატარებლად და ასევე საწარმოების რეგისტრირების პროცედურების გამასამარტივებად. [11. 82]

მიუხედავად იმისა, რომ ვენჩურულმა კაპიტალმა ევროპაში ფორმირება 1970-ანი წლების დასაწყისში დაიწყო და მისი მოცულობა გაიზარდა 1970-ან წლებთან შედარებით, ვენჩურული კაპიტალი მაინც არ წარმოადგენდა ინოვაციური განვითარების დაფინანსების ძირითად წყაროს 1980-ანი წლების დასასრულამდე.

ამდენად, ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის განვითარების მეორე ეტაპის დამახასიათებელ თვისებებად შეგვიძლია დავასახელოთ:

1) ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალის მოცულობის ზრდა (თუმცა, ამერიკული ვენჩურული ინვესტიციების მოცულობასთან შედარებით, ევროპის ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი ჯერ კიდევ უმნიშვნელოა).

2) ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე უცხოელი ინვესტორების რიცხვის ზრდა,

3) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ექსპანსიის გაგრძელება (დანიის, ესპანეთის და სხვა ევროპული ქვეყნების ბაზრების გამოჩენა).

4) ევროპული საფონდო ბაზრების ჩამოყალიბება.

5) ვენჩურული ინფრასტრუქტურის ფორმირების დაწყება.

ვენჩურული კაპიტალის ევროპულმა ბაზარმა განვითარების 1-ლი და მე-2 ფაზები უფრო სწრაფად გაიარა, ვიდრე ამერიკულმა და განვითარების მე-3 ფაზაში ორივე ბაზარი თითქმის ერთდროულად შევიდა

მესამე ეტაპი, გარდამავალი (1990-ანი წლების შუალედი - დღემდე).

ეს ეტაპი ევროპაში ვენჩურული დაფინანსების მოცულობის მკვეთრი ზრდით დაიწყო. ვენჩურული კაპიტალის ზრდის ტენდენცია აიხსნება ევროპელი ინვესტორების მზარდი სურვილით - განახორციელონ ინვესტიციები კორპორატიულ აქციებში, ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განვითარებით, ერთიანი ევროპული ვალუტის - ევროს *(ევრო ქმნის ისეთ უპირატესობებს, როგორებიცაა სავალუტო რისკების ლიკვიდურობა, ექსპორტის გაფართოება და, რაც მთავარია, ცალკეული ოპერაციების რენტაბელობის დონეების საერთაშორისო შეფარდების ჩატარების შესაძლებლობა)* შემოღებით. ცნობილი საერთაშორისო აუდიტორული კომპანიის „Pricewaterhouse Coopers" ჯგუფის ექსპერტები აღნიშნავენ მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებში ინვესტიციების ზრდის შემდეგ ფაქტორებს:

- მაღალი ტექნოლოგიების სექტორის პოტენციალის აღიარება სპეციალისტების მიერ, რაც დასტურდება კერძო საინვესტიციო კომპანიების ექსპერტების მიერ;
- ევროპაში სპეციალიზებული საფონდო ბაზრების შექმნასთან ერთად ამ სექტორის კომპანიების აქტივების ლიკვიდურობის ზრდა, რაც მათ უფრო მიმზიდველს ხდის ინვესტორებისთვის;
- რისკების შემცირების საკითხებში სამუშაო კულტურის ზრდის, უფრო ეფექტური სახელმწიფო პოლიტიკის და საგადასახადო უპირატესობების შეთავაზების შედეგად სამეწარმეო კლიმატის გაუმჯობესება.

ცხრილი 1.3.2-ში და 1.3.3-ში ასახულია სამეცნიერო-კვლევითი (Research and Development) ხარჯების სტრუქტურა მსოფლიოს წამყვან ქვეყნებს შორის. ყველაზე მეტი ხვედრითი წილი მთლიან შიდა პროდუქტთან (მშპ) მიმართებით ისრაელზე მოდის, რომელიც 4. 21%-ს შეადგენს, მაშინ როდესაც ევროპის წამყვან ქვეყნებში - გერმანია, საფრანგეთი და დიდი ბრიტანეთი, შესაბამისად - 2.85 %; 2.23 % და 1.63 %-ებს შეადგენს. აბსოლუტური მაჩვენებლების მიხედვით 457.0 მლრდ დოლარით აშშ-ს უკავია (2.73%), ხოლო მეორე და მესამე ადგილებს აზიის წარმომადგენლები - ჩინეთი და იაპონია იკავებს,

შესაბამისად - 336.5 მლრდ დოლარი (2. 08%) და 160.3 მლრდ დოლარი (3. 47%). ევროკავშირში ეს მაჩვენებელი 342.4 მლრდ დოლარს უდრის, რაც მშპ-ის მხოლოდ 1. 91 %-ია.

დაფინანსების სტრუქტურის *(ბიზნესი, მთავრობა, სხვა შიდა წყაროები, უცხოელი ინვესტორები)* აბსოლუტური მაჩვენებლების მიხედვით აშშ უდავო ლიდერია. რაც შეეხება დაფინანსების სტრუქტურის წილობრივ მაჩვენებლებს (ხარჯები შეფარდებული მშპ-თან) - ადგილი აქვს გარკვეულ მრავალფეროვნებას. კერძოდ, სამხრეთ კორეაში სამეცნიერო-კვლევითი (Research and Development) ხარჯების 75.7 %-ს ბიზნესი უზრუნველყოფს, რაც 52.1 მლრდ დოლარს უდრის. რუსეთის ფედერაციაში ხარჯების 67.7 %-ს (27.5 მლრდ დოლარი) სახელმწიფო გასწევს. უცხოელი ინვესტორები კი ყველაზე ხშირად დიდ ბრიტანეთში აბანდბენ თავიანთ სახსრებს სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების ჩასატარებლად. ეს მაჩვენებელი 20.7 %-ს (8.3 მლრდ დოლარი) უდრის.

ცხრილი 1.3.2.

სამეცნიერო-კვლევითი ხარჯების სტრუქტურა წყაროების მიხედვით

ქვეყანა	საერთო დაფინან-სება მლრდ. $	დაფინანსე ბის წილი მშპ-ში, %	მეცნიერების სექტორების დაფინანსება, %			
			ბიზნ-ესი	მთავრო-ბა	სხვ. შიდა წყაროები	უცხოელი ინვესტო-რები
აშშ	**457.0**	**2. 73**	60.9	27.7	6.9	4.5
ჩინეთი	**336.5**	**2. 08**	74.6	21.1	n/a	0.9
იაპონია	**160.3**	**3. 47**	75.5	17.3	6.7	0.5
გერმანია	**101.0**	**2. 85**	66.1	29.2	0.4	4.3
სამხ. კორეა	**68.9**	**4. 15**	75.7	23.9	1.1	0.3
საფრანგეთი	**55.2**	**2. 23**	55.4	35.0	2.0	7.6
რუსეთი	**40.7**	**1. 12**	28.2	67.6	1.2	3.0
გაერ. სამეფო	**39.9**	**1.63**	46.6	27.0	5.8	20.7
ინდოეთი	**36.2**	**0. 81**	n/a	n/a	n/a	n/a
ისრაელი	**11.0**	**4. 21**	n/a	n/a	n/a	n/a
ევროკავშირი	**342.4**	**1. 91**	n/a	n/a	n/a	n/a

წყარო: National Science Board | Science & Engineering Indicators 2016.
www.nsf.gov/nsb/publications/2016/nsb20161.pdf, გვ. 4/45-46

ცხრილი 1.3.3

სამეცნიერო-კვლევითი ხარჯების სტრუქტურა წყაროების მიხედვით, აშშ დოლარში

ქვეყანა	საერთო	მეცნიერების სექტორების დაფინანსება, მლრდ. $

	დაფინანსება მლრდ. $	ბიზნესი	მთავრობა	სხვ. შიდა წყაროები	უცხოელი ინვესტო-ი
აშშ	**457.0**	278.3	126.6	31.5	2
ჩინეთი	**336.5**	251.0	71.0	n/a	3
იაპონია	**160.3**	121.0	27.7	10.7	0
გერმანია	**101.0**	66.7	29.5	0.4	4
სამხ. კორეა	**68.9**	52.1	16.4	0.7	0
საფრანგეთი	**55.2**	30.6	19.3	1.1	4
რუსეთი	**40.7**	11.5	27.5	0.5	1
გაერ. სამეფო	**39.9**	18.6	10.7	2.3	8
ინდოეთი	**36.2**	n/a	n/a	n/a	n

წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ „National Science Board | Science & Engineering Indicators 2016" გამოყენებით.

ამა თუ იმ ქვეყნის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შეფასებისას აუცილებელია, გავითვალისწინოთ რიგი ფაქტორებისა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ვენჩურული ინვესტიციების რაოდენობასა და ხარისხზე. აღნიშნული ფაქტორების რიცხვს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ სახელმწიფოს ფართობი, მოსახლეობის რაოდენობა, რესურსების რაოდენობა, გეოგრაფიული და სოციალურ-ეკონომიკური მდგომარეობა და ა.შ.

ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ბაზრის ძირითად განმასხვავებელ თვისებებად შეგვიძლია დავასახელოთ,

პირველ რიგში, ევროპელი ინვესტორის მისწრაფება თავი აარიდოს რისკს, და, როგორც შედეგი, საწარმოს განვითარების უფრო გვიანი სტადიების პრიორიტეტული დაფინანსება;

მეორე, ბანკების მნიშვნელოვანი როლი ვენჩურული პორტფელის ფორმირებაში (ბანკების, როგორ ვენჩურული კაპიტალის წყაროების, წილი ევროპაში შეადგენს 25%-ს, მაშინ, როდესაც ამერიკაში 6%-ს);

მესამე, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სწრაფი ზრდის ტემპები (მაგალითად, შვედეთის ვენჩურული ბაზრის ზრდის ტემპმა 2015 წელს შეადგინა 2000%, გერმანიაში 650% [17. 27]);

მეოთხე, ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრების ფორმირებასა და განვითარებაში დიდი როლი ითამაშეს ევროპული სახელმწიფოების მთავრობებმა. მათ მიერ ჩატარდა რიგი ღონისძიებებისა და მიღებულ იქნა პროგრამები, რომლებიც მიზნად ისახავდნენ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტიმულირებას (მაგალითად, ნიდერლანდებში, გერმანიაში და

ევროპის რამდენიმე სხვა ქვეყანაში მოგების გადასახადი საინვესტიციო კომპანიებისთვის უდრის 0-ს).

1.4. ვენჩურული ბიზნესის სტრუქტურა.

ინოვაციები და გამოგონებები ბევრი ქვეყნის ეკონომიკის მამოძრავებელი ძალაა. ამასთან, იგი ქვეყნის წარმოსახვით იმიჯზე ძლიერ გავლენას ახდენს. ასე მაგალითად, მასობრივი ინფორმაციის საშუალებებში ძალიან ბევრი მაგალითია „სილიკონის ველის" მეწარმეების წარმატებების შესახებ. ამ ისტორიებში მეწარმის მხარეს ყოველთვის არის ვენჩურული კაპიტალისტი, რომელიც ბრძნული რჩევებითა და პრაქტიკული ქმედებებით ეხმარება ადამიანებს ყველა შესაძლო სიძნელეების გადალახვაში.

ვენჩურული კაპიტალისტები მნიშვნელოვან როლს თამაშობენ ინოვაციების დანერგვა-ამოქმედებაში. იგი იწყება მაშინ როდესაც, ვენჩურული კომპანია თავისი ინოვაციის კომერციალიზაციას იწყებს. ვენჩურული კაპიტალისტების ფული არაა გრძელვადიანი ფული. ფაქტობრივად, ვენჩურული კაპიტალისტი მეწარმისგან იდეის წილს ყიდულობს, გარკვეული დროის განმავლობაში მხარს უჭერს მას და მერე ცდილობს მომგებიანად გამოვიდეს პროექტიდან, რათა ახალი, შესაძლო წარმატებული იდეის თანამესაკუთრე გახდეს. ვენჩურულ კაპიტალისტებთან დაკავშირებით არსებობს ერთი მითი, რომელიც იმაში მდგომარეობს, რომ ისინი (ვენჩურული კაპიტალისტები) ფულს აბანდებენ კარგ ხალხსა და იდეებში. მაგრამ რეალობა გვეუბნება, რომ ინვესტირება კარგ დარგებში მიმდინარეობს ანუ იმ დარგებსა და სფეროებში, რომლებიც უფრო კონკურენტუნარიანები არიან. როგორც ცნობილია, წარმატების მიღწევა სწრაფად განვითარებად სეგმენტებში უფრო ადვილია, ვიდრე დაბალ ან უარყოფითი ზრდის მქონე სეგმენტებში. ეს იმას ნიშნავს, რომ მიუხედავად ცალკეულ მეწარმეთა ნიჭისა და ტალანტისა, ისინი იშვიათად იღებენ მხარდაჭერას ვენჩურული კაპიტალისგან, თუ მათი ბიზნესი არამიმზიდველ და არამზარდ სეგმენტში მდებარეობს.

ვენჩურული კაპიტალისტების საქმიანობა სამ ძირითად ჯგუფად იყოფა:

1. საინვესტიციო;
2. საზედამხედველო;
3. ინვესტიციიდან გამოსვლა.

საინვესტიციო საქმიანობა იწყება პერსპექტიული ვენჩურული კაპიტალისტის მოძიებით და მთავრდება შესაბამისი ხელშეკრულების (კონტრაქტის) ხელმოწერით. ყველა თავის განსახორციელებელ ინვესტიციას ვენჩურული კაპიტალისტი ანალიზის ასობით ვარიანტს (პროექტს) უკეთებს, რომელთაგან მხოლოდ რამოდენიმე ათეული იმსახურებს დამატებით შესწავლა-

ანალიზს, საიდანაც მხოლოდ მცირედზე კეთდება აქცენტი (მოთხოვნა) ვენჩურული დაფინანსების მოსაპოვებლად. წინასწარ შეთავაზებაში ჩამოყალიბებულია იმ პირობების ჩამონათვალი (term sheet), რომელშიც მოცემულია ინვესტიციის სავარაუდო ღირებულება, უზრუნველყოფის (გირაოს) ტიპი და ინვესტორისათვის კონტროლის სამართლებრივი ასპექტები. იმ შემთხვევაში, თუ პირობების ჩამონათვალი კომპანიისათვის მისაღებია, მაშინ ვენჩურული კაპიტალისტი კომპანიის უფრო დეტალურ და ყოვლისმომცველ ანალიზს ატარებს. თუ ვენჩურული კაპიტალისტი კმაყოფილია, მაშინ მხარე (პარტნიორი) თანხმდება დასკვნით (საბოლოო) პირობებზე, რომლებიც შეტანილი იქნება კონტრაქტის ბოლო ვერსიაში და რომელიც ხელმოწერილი იქება დასკვნით (ბოლო) ეტაპზე.

ინვესტიციის განხორციელების შემდეგ, ვენჩურული კაპიტალისტი აგრძელებს (იწყებს) მუშაობას კომპანიასთან (დირექტორთა საბჭო და რეგულარული კონსულტაციები). მთლიანობაში ეს ღონისძიებები მონიტორინგის (ზედამხედველობის) ჯგუფში შედის. ბევრი ვენჩურული კაპიტალისტი თვლის, რომ აღნიშნული საქმიანობა ღირებულების ზრდის ყველაზე კარგი შანსია და წარმატებული ვენჩურული კაპიტალისთვის წარმოადგენს შედარებითი უპირატესობების მოპოვების მთავარ წყაროს. ეს არგუმენტი შესაძლოა მართლაც სწორი იყოს, მაგრამ მონიტორინგის (ზედამხედველობის) საქმიანობა ძნელად ექვემდებარება ხარისხობრივ ანალიზს.

ღონისძიებების ბოლო ჯგუფს ინვესტიციიდან გამოსვლა წარმოადგენს. როგორც უკვე იყო აღნიშნული, ვენჩურული კაპიტალისტები ფინანსური შუამავლები არიან, რომლებსაც კონტრაქტით განსაზღვრული (დადგენილი) ვალდებულება გააჩნიათ - ინვესტორებს საკუთარი კაპიტალი დაუბრუნონ. მაგრამ, თვით ეს პროცესი (ინვესტიციიდან გამოსვლა) საჭიროებს გარკვეულ უნარებსა და ცოდნას. ვენჩურული კაპიტალისტები წინასწარ გეგმავენ ინვესტიციიდან გამოსვლის საკუთარ სტრატეგიებს და როგორც წესი, ამ ყველაფერს უთანხმებენ საინვესტიციო ბანკირებს. ისტორიულად, აქციების პირველადი საჯარო განთავსება (IPO), ინვესტიციიდან გასვლის ყველაზე წარმატებული შემთხვევები მოდის. IPO-ის ძირითად ალტერნატივას წარმოადგენს სტრატეგიული მყიდველის მოძიება (გამოჩენა), რომელიც, როგორც წესი, მსხვილი კორპორაცია არის ხოლმე. ხშირად ასეთი გაყიდვები, შეიძლება ძალიან მომგებიანი იყოს ვენჩურული კაპიტალისტისთვის, მაგრამ ეს მხოლოდ მაშინ ხდება, თუ გარიგების დადებისას არსებობს მაღალი კონკურენცია, რაც IPO-ის შესაძლებლობას უშვებს.

1.5. ვენჩურული დაფინანსების ადგილი და როლი

ტრადიციულად კომპანიის დაფინანსება რამოდენიმე მეთოდით ხორციელდება. კერძოდ: ფინანსირება საკრედიტო ინსტრუმენტების გამოყენებით, ინვესტიციების განხორციელება სააქციო კაპიტალში, საკუთარი სახსრების გამოყენებით, სახელმწიფო წყაროების გამოყენებით და ა. შ.

განვიხილოთ ვენჩურული დაფინანსების ადგილი და როლი ზემოთ აღნიშნულ მეთოდებში. პირველ რიგში, ვნახოთ ინვესტიციები სააქციო კაპიტალში. ამასთან ერთად, დაკრედიტებად ძირითადად ჩავთვალოთ, საბანკო დაკრედიტება ან სავალო ვალდებულებების (ობლიგაციების) გამოშვება. ვენჩურული დაფინანსება, გარკვეული პროპორციებით, ასევე შესაძლებელია მოიცავდეს დაფინანსებას - საკრედიტო ინსტრუმენტების გამოყენებით და ნაწილობრივ დაფინანსებას - სახელმწიფო რესურსების გამოყენებით. მაგრამ, ძირითადი აქცენტი კეთდება ინვესტიციების განხორციელებაზე სააქციო კაპიტალში.

ინვესტიციები სააქციო კაპიტალში შეიძლება იყოს ორი სახის:

1. ინვესტიციების განხორციელება საფონდო ბირჟის მეშვეობით ანუ საბირჟო (ან პორტფელური ინვესტირება);
2. ინვესტიციების განხორციელება საფონდო ბირჟის გარეშე ანუ არასაბირჟო (ან პირდაპირი ინვესტირება).

საბირჟო (პორტფელური) დაფინანსებით, სააქციო კაპიტალში ინვესტირებას მიმართავენ ღია ბაზრის საინვესტიციო ფონდები, მაგალითად, საპაიო საინვესტიციო ფონდები და ა.შ. ეს ფონდები აწარმოებენ პორტფელურ ინვესტიციას და ყიდულობენ საფონდო ბირჟაზე კოტირებული კომპანიების აქციებს.

არის შემთხვევები, როდესაც პორტფელურ ინვესტორებს ინვესტიცია სააქციო კაპიტალში შეუძლიათ განახორციელონ არასაბირჟო ბაზარზე ანუ შეიძინონ მცირე და საშუალო საწარმოების აქციები. ასეთ შემთხვევაში საუბრობენ მაღალი რისკის მქონე პირდაპირ ინვესტიციებზე, რომელიც ძალიან ჰგავს ვენჩურულ ინვესტიციებს.

უნდა განვასხვავოთ აქციონერულ კაპიტალში განხორციელებული ვენჩურული და ყველა დანარჩენი არასაბირჟო (პირდაპირი) ინვესტიციები, რაც აისახება პროექტის რეალიზების საქმეში, სტრატეგიული ინვესტორის მონაწილეობა-არმონაწილეობის მიხედვით. ვენჩურული ინვესტორი მისი ინვესტიციის არამიზნობრივი გამოყენების რისკის შემცირების მიზნით, როგორც ერთ-ერთ აუცილებელ პირობას, ითხოვს თავისი წარმომადგენლების შეყვანას პროექტის განმახორციელებელი საწარმოს დირექტორთა საბჭოში, ასევე სხვა დამატებით უფლებებს მმართველობით სფეროში.

შესაბამისად, ვენჩურული დაფინანსების სფეციფიკური სფერო არის არასაბირჟო (პირდაპირი) ინვესტიციების განხორციელება აქციონერულ კაპიტალში. მას დაბალი რისკი გააჩნია, რადგანაც ინვესტორის წარმომადგენლები მონაწილეობენ ვენჩურული პროექტის რეალიზებით დაკავებულ საწარმოს დირექტორთა საბჭოს მუშაობაში.

ვენჩურული ინვესტორების ამგვარი აქტივობა განიხილება არა როგორც უბრალო ფინანსები, არამედ რაღაც უფრო მეტი, რომელიც მოიცავს ვენჩურული ინვესტორის გამოცდილებას ბიზნესის სამყაროში, თავის კავშირებსა (მათ შორის არაფორმალურ) და პირად მენეჯერულ ინოვაციებს (ნოუ ჰაუ, know-how). ამიტომაც, ვენჩურულ დაფინანსებას ხშირად ჭკვიან ფულს (smart money) უწოდებენ.

ასევე, შესაძლებელია ვენჩურული დაფინანსების დაყოფა ვენჩურული კაპიტალის ფორმალურ და არაფორმალურ ბაზრებად. <u>პირველ კატეგორიას</u> მიეკუთვნებიან ისეთი ინსტიტუციაონალური გაერთიანებები, როგორიც არიან ვენჩურული ფონდები და ვენჩურული კაპიტალის კომპანიები. <u>მეორე კატეგორიას</u> შეიძლება მივაკუთვნოთ ინდივიდუალური ინვესტორები ანუ ე.წ. ბიზნეს-ანგელოზები.

მაგალითად, აშშ-ში არაფორმალური ვენჩურული ინვესტორები, მიუხედავად იმისა, რომ კომპანიაში ნაკლებ ინვესტიციებს აბანდებენ ვიდრე ფორმალური ვენჩურული ინვესტორები, ისინი ინვესტირებას უფრო ადრეულ ეტაპზე ახორციელებენ და თანაც ისეთ პროექტებში, რომელსაც ფორმალური ინვესტორები არავითარ შემთხვევაში არ დააფინანსებდნენ, უპირველეს ყოვლისა მაღალი თანმდევი ხარჯების გამო.

პირდაპირი ინვესტიციები "(private equity" ან "direct equity"), რომლის ერთ-ერთ სახეობას ვენჩურული ინვესტიციები წარმოადგენენ, ყველაზე მეტი წარმატება ე.წ. პრეცედენტული სამართლის (common law) სისტემის მქონე ქვეყნებში დაფიქსირდა (აშშ, გაერთიანებული სამეფო, კანადა, ავსტრალია). ყველაზე მეტ ინტერესს მაინც აშშ იწვევს, რომელსაც ყველაზე დიდი და კარგად განვითარებული ვენჩურული კაპიტალის ბაზარი გააჩნია.

ლექცია II. ვენჩურული კაპიტალის წყაროები

2.1. ვენჩურული კაპიტალის გლობალური განაწილება

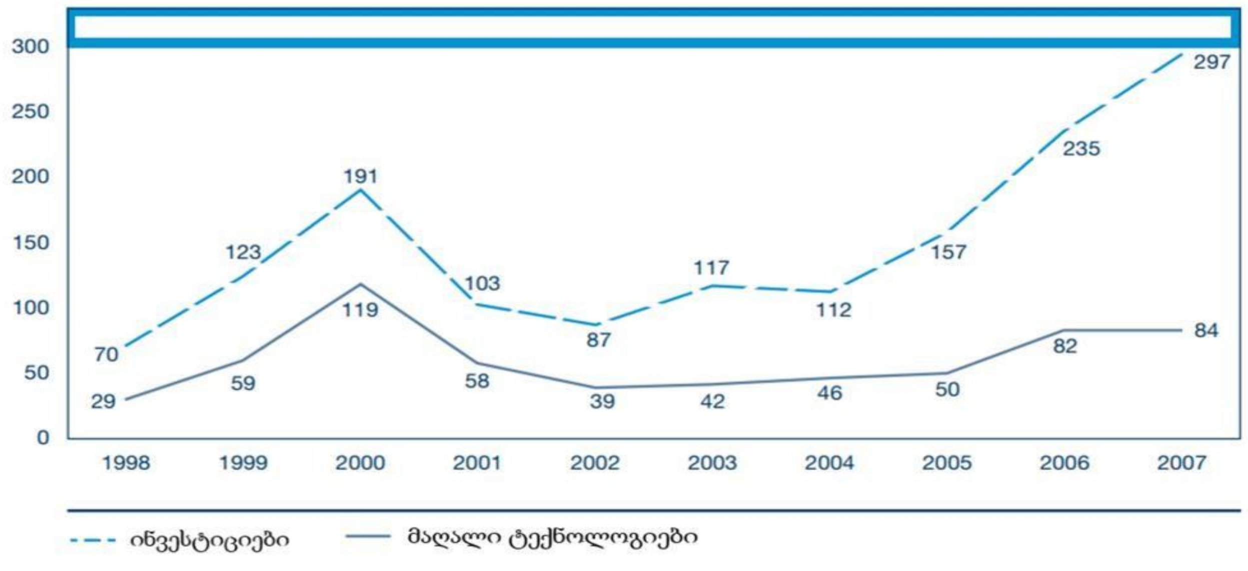
თანამედროვე ვენჩურული კაპიტალი წარმოიშვა აშშ-ში და იგი ამჟამად დაახლოებით მსოფლიოში ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალის ნახევარს წარმოადგენს. ამ საკითხის შესწავლისას გვხვდება განსხვავებული წყაროებიდან ან ქვეყნებიდან მოპოვებული სტატისტიკური მონაცემების თანხვედრის პრობლემა. ვინაიდან რიცხვები სხვადასხვა წყაროებიდან და დროის განსხვავებულ მონაკვეთში მოიპოვება, მათ არათანაბარი სიზუსტე გააჩნიათ.

მსოფლიოში ცნობილი საერთაშორისო ბუღალტრული ფირმის "PriceWaterhouse Coopers" კერძო ინვესტიციების გლობალურ ანგარიშში (Global Private Equity Report, GPER) აღნიშნულია, რომ გლობალური ინვესტიციები განიცდიან ზრდის ისეთივე ბუმს, როგორსაც თავის დროზე აშშ-ში. კერძოდ, გლობალური ინვესტიციები იზრდებოდა

1990-იან წლებში და თავის მაქსიმუმს 2000 წელს მიაღწია (119 მლრდ დოლარი). მომდევნო წლებში მან გარკვეული ვარდნა განიცადა, მაგრამ 2007 წლისათვის შეძლო 84 მლრდ. დოლარზე შეჩერებულიყო, საიდანაც აშშ-ზე 35,5 მლრდ. დოლარი (42%) მოდიოდა. იხილეთ ნახატი 2.1.1

ნახატი 2.1.1

ინვესტიციების ტენდენციები მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებში *(მლრდ. აშშ დოლარი)*



ინვესტიციები: საშუალო წლიური ზრდა -17.44 %

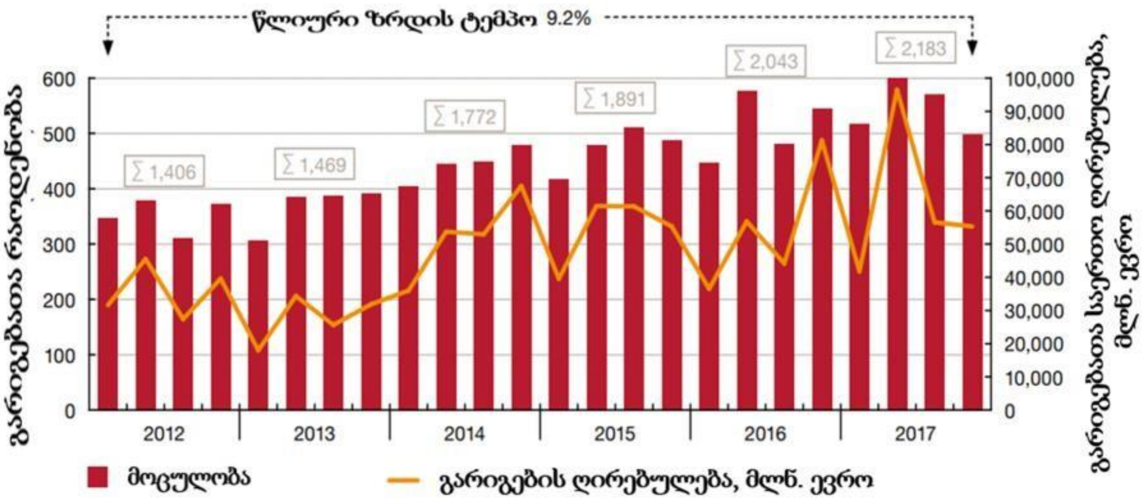
მაღალი ტექნოლოგიები: საშუალო წლიური ზრდა - 12.72 %

წყარო: Seeking differentiation at a time of change. PricewaterhouseCoopers Global Private Equity Report 2008. გვ. 44

აღსანიშნავია, რომ განსხვავება აშშ-სა და ევროპას შორის, წინა წლებთან შედარებით სულ უფრო მცირდება. აზიის და წყნარი ოკეანის (მათში შედის ასევე ავსტრალია და ახალი ზელანდია) რეგიონშიც სწრაფად იზრდება ვენჩურული ინვესტირების მოცულობა. მათი საერთო მოცულობა თითქმის გაუტოლდა დასავლეთ ევროპის მონაცემებს. მაგალითად ევროპაში მიმდინარე ტენდენციები მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებში განხორციელებული ინვესტიციების თაობაზე წარმოდგენილია 2.1.2 ნახატზე

ნახატი 2.1.2.

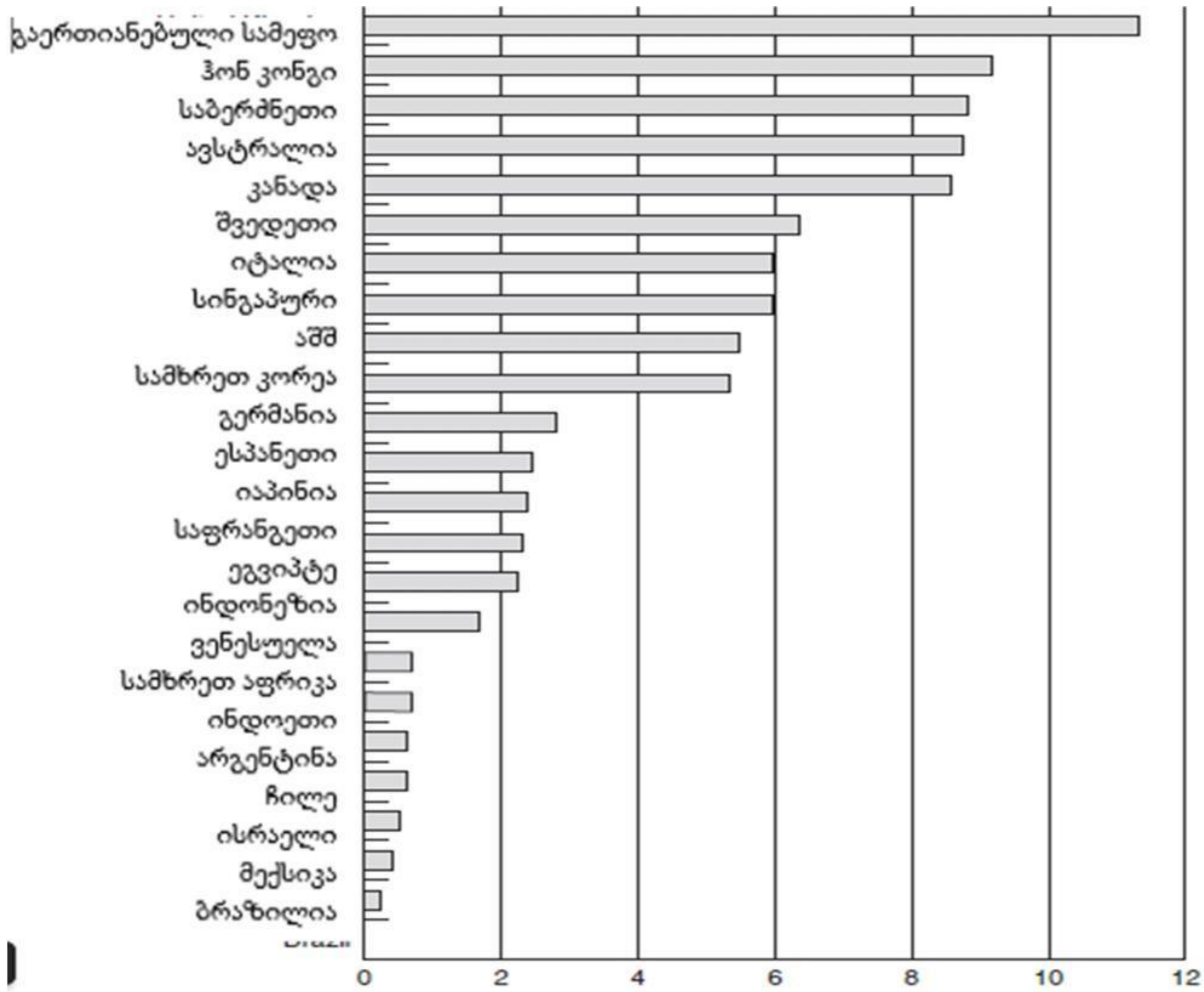
კერძო ინვესტიციების ტენდენციები ევროპაში 2012-2017 წწ.



წყარო: Private Equity Trend Report 2018 The Coming of Age, გვ.15

ისრაელი, შვედეთი და გაერთიანებული სამეფოც აჩვენებენ ვენჩურული ინვესტირების ზრდის მაღალ დონეს მშპ-ის გათვალისწინებით. ამ მხრივ, ისრაელი მაგალითად, აშშ-საც კი ჯობნის. აზიაში იაპონია საკმაოდ ჩამორჩება აშშ-ს მაჩვენებლებს, ხოლო სამხრეთ კორეას პირიქით - კარგი შედეგები აქვს. მე-2.1.3 ნახატზე ნაჩვენებია ის თანაფარდობა (კოეფიციენტი), რომელიც რიგ ქვეყნებში ჩამოყალიბდა 1996-2000 წლებში საჯარო შეთავაზების გზით მოზიდულ კაპიტალსა *(ათასი დოლარი)* და მშპ-ს შორის *(ათასი დოლარი).*

ნახატი 2.1.3



წყარო: Andrew Metrick, Ayako Yasuda. Venture capital and the finance of innovation. 2nd edition. USA. 2011. გვ. 102

მე-2.1.3 ცხრილის მიხედვით ჩანს, რომ თანაფარდობა (კოეფიციენტი) საჯარო შეთავაზების გზით მოზიდულ კაპიტალსა და მშპ-ს შორის, შედარებით დაბალია დაბალშემოსავლიან ქვეყნებში.

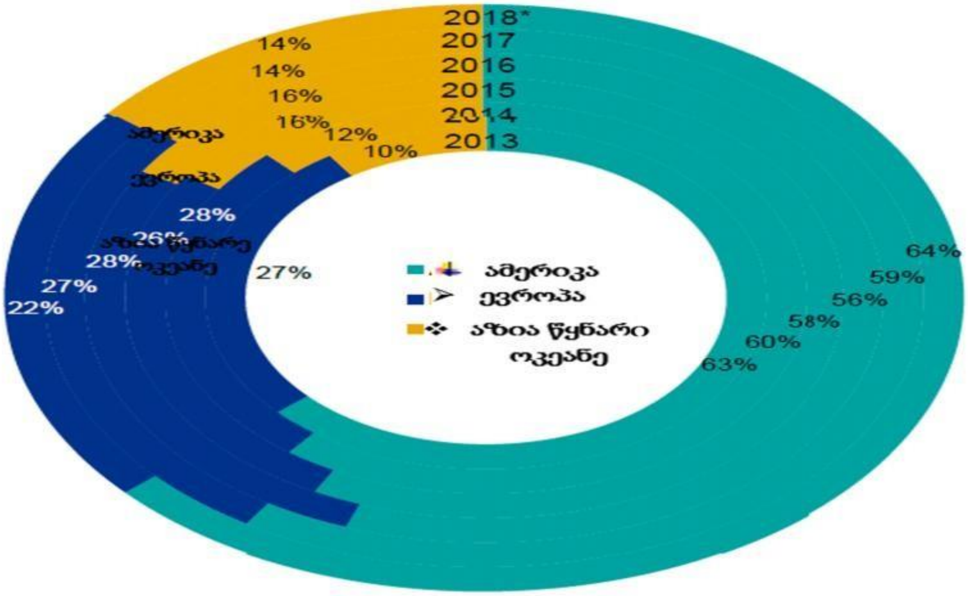
მსოფლიოში არანაკლებ ცნობილი ბუღალტრული და აუდიტორული ფირმის „KPMG"-ის ანგარიშში "Venture Pulse, Q4 2018. Global analysis of venture funding" აღნიშნულია, რომ ვენჩურული კაპიტალის ინვესტიციებმა 2018 წელს მსოფლიოს მაშტაბით 254 მლრდ. დოლარს მიაღწია. ამ პერიოდში აშშ-ში 9606 ვენჩურული გარიგება დაიდო, რომელთა მოცულობა თითქმის 136 მლრდ. დოლარს გაუტოლდა, თუმცა ევროპაში ვენჩურული კაპიტალის მოცულობა ეცემა. ასე მაგალითად, გარიგებების ღირებულებამ 2018 წელს მხოლოდ 24.4 მლრდ დოლარი შეადგინა.

შემდეგ ნახატებზე (ნახატები 2.1.4; 2.1.5 და 2.1.6) ნაჩვენებია ამერიკის, ევროპისა და აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონის ზოგიერთი მაჩვენებლები ვენჩურულ კაპიტალთან დაკავშირებით

ნახატი 2.1.4

ვენჩურული კომპანიების დაფინანსება რეგიონების მიხედვით

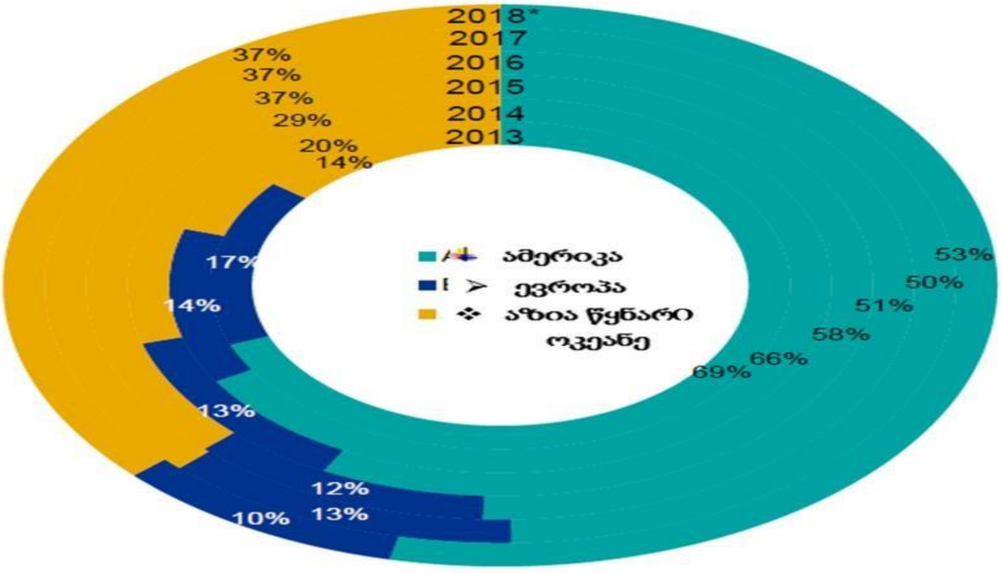
(დასრულებული გარიგებების რაოდენობა)



ნახატი 2.1.5

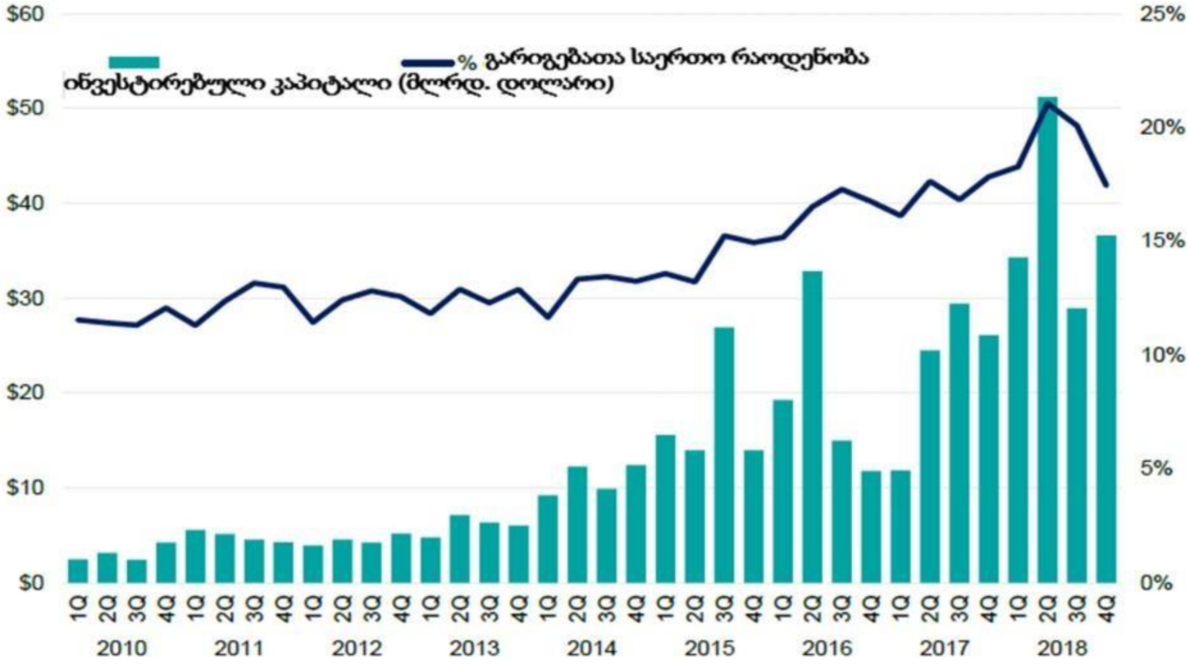
ვენჩურული კომპანიების დაფინანსება რეგიონების მიხედვით

(ინვესტირებული ვენჩურული კაპიტალი მლრდ დოლარი)



კორპორატიული ვენჩურული კაპიტალის მონაწილეობა გლობალურ ვენჩურულ გარიგებებში

ნახატი 2.1.6



Source: Venture Pulse, Q4'18, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Enterprise. Data provided by PitchBook, January 15, 2019.

2.2. ვენჩურული კაპიტალის წყაროების მახასიათებლები

არსებობს გარკვეული განსხვავება ვენჩურულ და არავენჩურულ კაპიტალს შოროს.

არავენჩურულ კაპიტალს შეიძლება მივაკუთვნოთ:

- საბანკო კრედიტების გაცემა და ობლიგაციების შეძენა (ყიდვა);
- აქციებითა და ობლიგაციებით ვაჭრობა საფონდო ბირჟაზე;
- უძრავი ქონების შეძენა (ინვესტირება);

ვენჩურულ კაპიტალს შეიძლება მივაკუთვნოთ:

- წილის ყიდვა იმ კერძო კომპანიაში, რომელიც ახალი საქონლის (პროდუქციის) წარმოებას იწყებს;
- მოქმედი ბიზნესის ყიდვა;
- პარტნიორთა გაერთიანების (ჯგუფის) ჩამოყალიბება, რომელიც მცირე ბიზნესის წამოწყებას დაუჭერს მხარს (განახორციელებს ინვესტირებას);
- ოჯახის წევრისათვის გარკვეული თანხის მიწოდება (სესხად, უკან და

ბრუნებით და ა. შ.) ახალი ბიზნესის დასაწყებად და ა. შ.

შესაბამისად, ვენჩურული კაპიტალის კიდევთ ერთი მახასიათებელია ის, რომ ვენჩურულ კაპიტალად იწოდება ნებისმიერი სარისკო ინვესტიცია, მაშინ როდესაც ინვესტორი მეტწილად ჩართულია ინვესტირებას დაქვემდებარებული კომპანიის ბიზნეს საქმიანობაში, როგორც ბიზნეს-პარტნიორი და, რომელიც ცდილობს გაზარდოს კომპანიის ღირებულება.

ვენჩურულ კაპიტალის წყაროები. კომპანიები, რომლებიც ვენჩურული კაპიტალის წყაროს წარმოადგენს, შეიძლება დავყოთ:

- კაპიტალის ტიპის მიხედვით;
- საკუთრების კუთვნილების და აფილირების ტიპის მიხედვით.

ვენჩურული კაპიტალის წყარო კაპიტალის ტიპის მიხედვით ინვესტირებისათვის გამოიყენებს სახელმწიფოსგან ან სხვა პირისგან ნასესხებ კაპიტალს, რომელიც ამ შემთხვევაში მთლიანად აქციონერული კაპიტალია და იგი (წყარო) არ გამოიყენებს სხვა ნასესხებ სახსრებს (pure quity).

ვენჩურული დაფინანსება ნასესხები სახსრების გამოყენებით საკმაოდ პოპულარული იყო აშშ-ში. იგი ხორციელდებოდა მცირე ბიზნესის მხარდაჭერის სახელმწიფო პროგრამის ფარგლებში (Small Business Investment Companies, SBIC).

ვენჩურულ კაპიტალის წყაროდ საკუთრების კუთვნილების და აფილირების ტიპის მიხედვით შეიძლება მივიჩნიოთ:

1) საოჯახო *(მის უკან მდიდარი ადამიანი ან ოჯახი დგას)* და
2) ინსტიტუციური *(პროფესიული)* საინვესტიციო ორგანიზაციები.

განვიხილოთ ორივე ზემოთ ნახსენები ვენჩურული კაპიტალის წყარო:

1. საოჯახო. ზოგიერთი ვენჩურული კაპიტალი წარმოიშვა ოჯახური ბიზნესიდან. მათი ოდენობა ხშირად დიდ მაშტაბებს აღწევს. ოჯახური ბიზნესიდან აღმოცენებული ვენჩურული კაპიტალის უმრავლესობა პროფესიული მენეჯერების მიერ იმართება, რომლებიც თავის მხრივ ამ ოჯახების მიერ არის დაქირავებული.

ხშირად ოჯახური ვენჩურული კაპიტალი დაინტერესებულია აკონტროლოს ის ბიზნესი, რომელშიც განახორციელდა ინვესტიცია. ამიტომ, ზოგიერთ შემთხვევაში, თუ ოჯახური ვენჩურული კაპიტალი არ იმართება კვალიფიციური პროფესიონალების მიერ, იგი შეიძლება გახდეს ძალიან რთული პარტნიორი იმ მეწარმისთვის, რომელიც ვენჩურული კაპიტალის ძიებაშია.

2. ინსტიტუციური საინვესტიციო ორგანიზაციები. ვენჩურული ბიზნესის ინსტიტუციონირების პროცესი დაიწყო 1960-იან წლებში, და დღეს მსოფლიოში ვენჩურული კაპიტალის ინსტიტუციური წყაროთა რაოდენობა უკვე რამოდენიმე ათასს აღწევს. მათგან უმეტესობას კორპორაციის ან პარტრნიორობის ფორმა აქვს, რომლებიც, ასევე პროფესიონალი მენეჯერების მიერ იმართება.

ვენჩურული კაპიტალის ინსტიტუციურ წყაროებს მიეკუთვნებიან:

- საჯარო კომპანიები;
- კერძო კომპანიები;
- ბანკებთან დაკავშირებული კომპანიები;
- მსხვილი კომპანიები.

საჯარო კომპანიები. ბევრი საინვესტიციო ფირმა, რომელსაც შეხება აქვს ვენჩურულ კაპიტალთან - საჯარო კომპანიაა, რაც იმას ნიშნავს, რომ მათი აქციები საფონდო ბირჟაზე ყიდვა-გაყიდვის საგანია, რაც ამ კომპანიების კარგ რეპუტაციაზე მეტყველებს. აქ ხაზი უნდა გაესვას, რომ საჯარო, ამ შეთხვევაში, არ ნიშნავს სახელნწიფო ბიუჯეტიდან სახსრების მიღებას ან სახელმწიფო ორგანოების ფირმის მართვაში მონაწილეობას. შესაბამისად, ინვესტირება სხვადასხვა ფორმით ხორციელდება. ზოგი გასცემს კრედიტს (ინვესტირება ვალის მეშვეობით), ხოლო სხვები თანხებს აქციონერულ კაპიტალში აბანდებენ. საჯარო ვენჩურული კაპიტალის კომპანიის ერთ-ერთი დამახასიათებელი ნიშანია მათი ზომა. როგორც წესი, მათი კაპიტალიზაციის მაჩვენებელი უფრო მაღალია, ვიდრე სხვების. ამიტომ, თუ ვენჩურული კაპიტალის დიდი ოდენობით მოზიდვაა საჭიროა, მაშინ მიზანშეწონილია ძიების საჯარო კომპანიებიდან დაწყება.

კერძო კომპანიები. ვენჩურული კაპიტალის მქონე კომპანიების უმეტესი ნაწილი კერძო კომპანიები არიან. კაპიტალის ძირითად ნაწილს ეს კომპანიები ინვესტორთა გარკვეული წრისგან იღებენ (საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები), რომლებიც თავიანთი აქტივების განთავსებით ცდილობენ ეს თანხები ვენჩურული ინვესტირებისათვის გამოიყენონ. ამიტომ, ეს კომპანიები თავიანთ სახსრებს აბანდებენ შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორობებში (limited partnerships). ასეთ პარტნიორობაში ვენჩურული კაპიტალის ფონდის მმართველი კომპანია გენერალური პარტნიორი (general partner, GP) გახლავთ, ხოლო სხვა ორგანიზაციები (ფირმები, კომპანიები) შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორები (limited partners, LPs) არიან. ზოგჯერ კერძო ვენჩურული კაპიტალის კომპანიას სურს ინვესტირება ვალის (კრედიტის) გაცემის გზით განახორციელოს, მაგალითად თვლის, რომ ამ ფორმით იგი თავის საგადასახადო ტვირთის ოპტიმიზებას მოახდენს. მაგრამ,

როგორც წესი, მათი ინვესტიციები მიმართულია სააქციო კაპიტალში. შედარებით მცირე ზომის კერძო კომპანიები მეტ აქცენტს მცირე ბიზნესთან მუშაობას უთმობენ და უფრო ხშირად ინვესტირებას კრედიტის ფორმით ახორციელებენ.

ინვესტორები და ინვესტიციით დაინტეესებული ფირმები აფასებენ კერძო ვენჩურული კაპიტალის მქონე კომპანიას მისი ზომისა (სიდიდე) და ასაკის (გამოცდილება) მიხედვით. მსხვილი და ძველი ვენჩურული კაპიტალის ფონდები, როგორც წესი, უფრო ცნობადები არიან. ამ შემთხვევაში, უფრო ადვილია შევაფასოთ, თუ რამდენად ჯდება ეთიკისა და სამართლის ჩარჩოებში მათ მიერ წარმოებული ბიზნესი და ა.შ. მაგრამ, ინფორმაციის მოპოვება კერძო ვენჩურული კაპიტალის კომპანიის მუშაობის შესახებ ძალიან ძნელია, რადგანაც, როგორც წესი, მმართველი კომპანია არ ახმოვანებს თავისი მუშაობის შიდა პროცედურებს.

ბანკებთან დაკავშირებული კომპანიები. ბევრმა ბანკმა ჩამოაყალიბა ისეთი მმართველობითი კომპანიები და ფონდები, რომელთა მიზანია განკარგონ (მართონ) ან ინვესტიცია განახორციელონ მცირე ბიზნესის კომპანიების სააქციო კაპიტალში. ასეთი კომპანიების მეშვეობით ბანკებს უჩნდებათ შესაძლებლობა - გვერდი აუარონ საბანკო კანონმდებლობის იმ შეზღუდვებს, რომლებიც უკრძალავენ მათ (ბანკებს) არაპროფილური აქტივების ან მათი წილების ფლობას მცირე ბიზნესის კაპიტალში. ამიტომ, მსხვილ ბანკებს გააჩნიათ დიდი შვილობილი სტრუქტურები (კომპანიები), რომლებიც ვენჩურული ინვესტირების სფეროში საქმიანობენ.

ბანკების უმრავლესობაში ვენჩურული და საკრედიტო საქმიანობასთან დაკავშირებული ბიზნესები ფორმალურად ერთმანეთთან დაკავშირებული არაა და ორგანიზაციულადაც ცალ-ცალკეა გაფორმებული.

დიდი კორპორაციები. აშშ-ში ბევრ დიდ კორპორაციას გააჩნია ვენჩურული კაპიტალის საკითხებით დაკავებული სტრუქტურები ან თვით ეს კორპორაცია მონაწილეობს რამოდენიმე პროექტში, რომელიც ვენჩურული კაპიტალის მეშვეობით ფინანსდება. ბოლო დროს დიდ კორპორაციებში ვენჩურული კაპიტალის კომპანიების შექმნის პრაქტიკა შემცირდა და მაღალრისკიან პროექტებში ისინი ვენჩურული ფონდების მეშვეობით მონაწილეობენ. დიდი კორპორაცია, როგორ წესი, ვენჩურული პროექტის ერთ-ერთი ინვესტორი ხდება (ამ შემთხვევაში შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორ, LPs), ხოლო თვით ვენჩურული ფონდის მართვით დაკავებულია დაქირავებულ პროფესიონალთა გუნდი.

ბევრ მეწარმეს უარყოფითი დამოკიდებულება აქვს დიდი კორპორაციების მიმართ, რადგანაც თვლიან, რომ კორპარაციის მიერ მათ მცირე და

საშუალო ბიზნესში განხორციელებული დაბანდება ცუდად აისახება ბიზნესის საერთო მომგებიანობაზე. მეწარმეები თვლიან, რომ წარმატების შემთხვევაში დიდი კორპორაცია შეეცდება გამოისყიდოს მათი ბიზნესი მაშინ, როდესაც მას ჯერ არ მიუღწევია (მათი აზრით) გასაყიდი ფასის მაქსიმალური ნიშნულისათვის.

2.3. ვენჩურული კაპიტალის ფონდების სტრუქტურირება

მთელ მსოფლიოში ვენჩურული კაპიტალის ფონდის სტრუქტურირებისას (ჩამოყალიბებისას) წარმოიშვება ერთგვაროვანი პრობლემები, რომელიც სამოქალაქო სამართალსა და გადასახადების დაბეგვრას ეხება. ბევრი ქვეყნის კანონმდებლობებში ძალიან რთულია მოიძიო აღნიშნული პრობლემის ოპტიმალური გადაწყვეტის მაგალითები. ვენჩურული კაპიტალის ფონდის ოპტიმალური სტრუქტურა დამოკიდებულია მის მიმართ წაყენებულ მოთხოვნებსა და გარიგებებზე.

ვენჩურული ფონდის სტრუქტურირებისას მმართველი კომპანია ან ფონდის შექმნაში მონაწილე მხარე რამდენიმე მიზნის მიღწევას ცდილობს, რომელთაგან ძირითადად უნდა გამოიყოს:

- პასუხისმგებლობის შეზღუდვა;
- ზედმეტი (დამატებითი) საგადასახადო ტვირთვის გამორიცხვა;
- ფონდის მზადაყოფნა მრავალფეროვანი (ყველა სახის) ინვესტიციის მიღებაზე;
- ფონდის მართვაზე არსებული გადასახადის მინიმალური განაკვეთით დაბეგვრა;
- დაბეგვრას დაქვემდებარებული წახალისების (პრემია, ჯილდო და ა.შ.) მინიმალური განაკვეთით დაბეგვრა;
- შეთავაზება ინვესტორებს ფონდის მუშაობაში მონაწილეობის მიღების თაობაზე;
- მმართველობის სიმარტივე.

თანმიმდევრულად განვიხილოთ თითოეული.

პასუხისმგებლობის შეზღუდვა. ინვესტორები, რომლებიც ამ შემთხვევაში შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორები (LPs) არიან, მოისურვებენ გარანტიების მიღებას. ამ გარანტიებმა უნდა დაადასტურონ შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორების პასუხისმგებლობა, რომელიც მხოლოდ მათ მიერ ინვესტირებული თანხების მოცულობის ტოლი იქნება.

ზედმეტი საგადასახადო ტვირთი. ამ დროს მთავარი მოთხოვნაა, რომ თავიდან ავიცილოთ ორმაგი დაბეგვრა ანუ ეს ის შემთხვევებია:

1. როდესაც ვენჩურული ფონდი იღებს დივიდენდებს ან როდესაც იღებს სარგებელს (პროცენტს) პორთფელური კომპანიისაგან ან როდესაც იღებს ნამატ ღირებულებას საინვესტიციო პროექტიდან გამოსვლის დროს;

2. როდესაც ინვესტორი თავის დაბანდებას ახორციელებს ვენჩურულ ფონდში.

ამ მიზეზების გამო ფონდი გამჭირვალე უნდა იყოს საგადასახადო პროცედურების ჩატარებისას. ამ საქმის ზოგადი პრინციპი ასე ჟღერს: ინვესტორი, რომელიც ინვესტირებას ვენჩურული ფონდის მეშვეობით ახორციელებს, არაფერს არ უნდა კარგავდეს იმ ინვესტორთან შედარებით, რომელიც იგივე ინვესტირებას აკეთებს დამოუკიდებლად. ზოგ შემთხვევაში უფრო ამბიციური ამოცანის დაყენებაა შესაძლებელი: ინვესტორი, რომელიც ინვესტირებას ვენჩურული ფონდის მეშვეობით ახორციელებს, რაღაცას უნდა იძენდეს იმ ინვესტორთან შედარებით, რომელიც იგივეს აკეთებს დამოუკიდებლად.

ფონდის მზადყოფნა მრავალფეროვანი (ყველა სახის) **ინვესტიციის მიღებაზე.** სასურველია, რომ ფონდს ყველა ინვესტორისთვის, რომლებიც შესაძლოა სხვადასხვა ქვეყნებიდანაც კი იყვნენ, ერთიანი სტრუქტურა ჰქონდეს. ამ შემთხვევაში ინვესტორად შეიძლება მოგვევლინოს საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, ბანკები, სამრეწველო ან სავაჭრო კომპანიები, კერძო ან იურიდიული პირები. ფონდის ერთიანი სტრუქტურის მიღწევა ხშირ შემთხვევაში შეუძლებელია, რადგანაც არსებობს არაერგვაროვანი მოთხოვნები ან საგადასახადო ან სავაჭრო სფეროს მიმართულებით.

იმ შემთხვევაში, როდესაც ერთი ვენჩურული ფონდის არსებობა ყველა სახის ინვესტორისათვის არ არის სასურველი, ინვესტორთა გარკვეული კატეგორიისათვის შეიძლება შეიქმნას ე.წ. გარდამავალი (შუალედური) ფონდი, რომელიც შემდგომში განახორციელებს ინვესტირებას ძირითად ფონდში. ასევე შესაძლებელია შეიქმნას პარალელური ფონდები, რომლებიც ინვესტირებას განახორციელებენ ძირითად ფონდთან ერთად.

ფონდის მართვაზე არსებული გადასახადის მინიმალური განაკვეთით დაბეგვრა. თუ შესაძლებელია, ვენჩურული ფონდის მართვაზე გადასახადი ისე უნდა ჩამოყალებდეს, რომ მინიმუმამდე დავიდეს ის უარყოფითი შედეგი, რომელიც შეიძლება მოუტანოს ფონდს დამატებული ღირებულების გადასახადის (ან სხვა საგადასახადო ჩათვლების) დაუბრუნებლობის ფაქტმა. ამასთან, არც ფონდმა და

არც ინვესტორებმა არ უნდა გადაიხადონ გადასახადი ფონდის კაპიტალის ნამატზე და შემოსავლებზე, რომლებიც მიემართებიან ვენჩურული ფონდის მართვაზე.

დაბეგვრას დაქვემდებარებული წახალისების (პრემია, ჯილდო და ა.შ.) **მინიმალური განაკვეთით დაბეგვრა.** დაბეგვრას დაქვემდებარებული წახალისება (carried interest) განიხილება, როგორც ფონდში მონაწილეობის წილი, თუმცა იგი ასევე შეიძლება განვიხილოთ, როგორც პრემია ფონდის კარგი მართვისთვის. ერთის მხრივ, თვით ფონდის საგადასახადო ტვირთის მინიმიზაცია უნდა მოხდეს, ხოლო მეორე მხრივ, ფონდმა ასევე უნდა მოახდინოს ფონდის მმართველი, როგორც ფიზიკური, ასევე იურიდიული პირების საგადასახადო ტვირთის მინიმიზაცია.

შეთავაზება ინვესტორებს ფონდის მუშაობაში მონაწილეობის თაობაზე. ბევრ ქვეყანაში მიღებულია კანონები, რომლებიც ზღუდავენ ვენჩურული ფონდის მუშაობაში ინვესტორების მონაწილეობას. აღნიშნული შეზღუდვები დაკავშირებულია თვით ფონდის ორგანიზაციულ-სამართლებრივ ფორმასთან და იმასთანაც, თუ რა სახის ინვესტორების მოზიდვა სურს მას.

შეზღუდვები ზემოთ ნახსენები პარამეტრების მიხედვით შეიძლება სხვადასხვანაირი იყოს, ამიტომ საჭიროა ფონდის ისეთი ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის შერჩევა, რომელიც იძლევა საშუალებას - მიზნობრივი წინადადებები გავუკეთოთ კონკრეტულ ინვესტორებს. ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მაშინ, როდესაც წინადადება ფონდის მუშაობაში მონაწილეობის მიღების თაობაზე, კონკრეტულ ფიზიკურ პირ(ებ)ს ან ინდივიდ(ებ)ს ეგზავნება.

მმართველობის სიმარტივე. ვენჩურული ფონდის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა ყოველთვის მარტივი უნდა იყოს მმართველობითი პროცედურების განხორციელების კუთხით. იგი ასევე თანხვედრაში უნდა მოვიდეს ადრე განხილულ და მიღებულ მიზნებთან. თუ მათი მიზნები ერთმანეთთან შეუთავსებელი იქნება, მაშინ ასარჩევი ხდება - რა უფრო სასარგებლოა: გვქონდეს ისეთი ორგანიზაციულ- სამართლებრივი ფორმა, რომელიც მარტივია მმართველობის თვალსაზრისით, თუ იყოს ისეთი, რომელიც ყველა ადრე დასახულ მიზანს დააკმაყოფილებს.

2.4. ვენჩურული ინვესტირების ძირითადი წესები

განვიხილოთ ვენჩურული ინვესტირების ძირითადი წესები და რეკომენდაციები ამ პროცესში მონაწილე მთავარი ინსტიტუციების გადმოსახედიდან. კერძოდ,

1. ინვესტირებადი კომპანიები;
2. ინვესტორები;

3. ვენჩურული კაპიტალის ფონდის მმართველები.

ინვესტირებას დაქვემდებარებული კომპანიები. მთავარი წესი, რომელიც ასეთი ტიპის კომპანიების მმართველთა (მენეჯერთა) გუნდმა უნდა დაიცვას, გახლავთ - ზუსტად შეასრულონ იმ ბიზნეს-გეგმის ან მისი გადამუშავებული ვერსიის მოთხოვნები, რომლის საფუძველზეც იქნა მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებები. აუცილებელია ინვესტორი უზრუნველყოფილი იყოს მკაფიო, ზუსტი და საიმედო ინფორმაციით. მათ თავის დროზე უნდა ეცნობოს ყველა ახალი ამბავი (კარგიც და ცუდიც), რომელიც კომპანიის მუშაობას შეეხება. მნიშვნელოვანია, რომ აქციონერებთან ურთიერთობა იყოს ისეთი, როგორც ერთი გუნდის წევრებთან და არა, როგორც ერთმანეთისათვის უცხო პირებთან.

ინვესტორები. ვენჩურული კაპიტალის ყველა პოტენციური წყარო ზეწოლას განიცდის, რაც მათ საკუთარ კაპიტალზე მოთხოვნაში გამოიხატება. საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები, როგორც წესი, გადავსებულია მომართვებითა და სარეკლამო ბუკლეტებით, რომლებიც ვენჩურული ინდუსტრიიდან მომდინარეობს. ამის გამო, ძალიან მნიშვნელოვანია დადგენილი წესებისა და მოთხოვნების დაცვა. ეს წესები შემდეგ მომენტებს ეხება: ფონდის ფორმირების დროს, ინვესტორს მკაფიო წარმოდგენა უნდა ჰქონდეს ვენჩურული ფონდის მმართველი გუნდის სტრატეგიაზე და თვით ფონდის ფორმირების შესაძლებლობებზე. ინვესტორს აინტერესებს, თუ როგორი მიღწევები გააჩნია ფონდის მმართველ კომპანიას.

ინვესტირების პროცესში, ინვესტორები მოელიან ობიექტურ, დროულ და გამჭირვალე ანგარიშებს იმის თაობაზე, თუ როგორ აპირებს მმართველი კომპანია მიაღწიოს დასახულ მიზნებს. ინვესტორს არ მოსწონს სურპრიზები, განსაკუთრებით ცუდი. ამ წესის დარღვევა არაა მიზანშეწონილი, რადგანაც ასეთ შეცდომებს ინვესტორი არასოდეს დაივიწყებს და არ აპატიებს მმართველ კომპანიას. ფინანსური ინფორმაცია რეგულარულად უნდა მიეწოდებოდეს დაინტერესებულ მხარეებს და იგი თანმიმდევრული და ამომწურავი უნდა იყოს.

მთლიანობაში, ვენჩურული ფონდის კაპიტალის წყაროებთან მუშაობის ძირითადი წესი შემდეგია მდგომარეობს: ინვესტორებს პატივისცემით უნდა ესაუბრო არამხოლოდ ვენჩურული ფონდის ფორმირების დროს, არამედ შემდგომშიც. ამიტომ, მმართველი ფონდები ბოლო დროს ხშირად ქირაობენ ამ მიზნებისთვის სპეციალურ თანამშრომლებს, რომლებიც არ მონაწილეობდნენ გარიგების დადებაში.

ვენჩურული კაპიტალის ფონდის მმართველები. განვიხილოთ რამოდენიმე მნიშვნელოვანი წესი: პირველრიგში, გარიგების მომზადება და შესაბამისი რესურსების მოზიდვა ვენჩურული დაფინანსების მნიშვნელოვანი ასპექტია. ამის შემდეგ, ფონდის მენეჯერებმა სწრაფად და ეფექტურად უნდა შეისწავლონ და შემდგომში შეარჩიონ ინვესტირებისათვის მისაღები პროექტები (ვარიანტები). როგორც წესი, რეალურად განხორციელებულ ინვესტიციასა (გარიგება) და განსახილველად მომზადებულ გარიგებებს შორის თანაფარდობა 1:100 ტოლია.

ამ ეტაპზე ვენჩურული ინვესტირების ბაზრის მონაწილენი სხვადასხვა მიდგომებს აყალიბებენ და ყოველი მათგანი იცავს თავის შეხედულებებს. ამერიკული მიდგომა გვთავაზობს დეტალურ და პუნქტუალურ შესწავლას, ხოლო ევროპელები ექსპრეს- ანალიზზე აკეთებენ აქცენტებს.

ამ ეტაპის მიზანია, შეფასებული იქნას 4 საკვანძო საკითხი.

1. კომპანიის, მისი პროდუქტებისა (მომსახურების) და ტექნოლოგიების პერსპექტივები;

2. ვენჩურული ფონდის მმართველი გუნდის უნარები (შესაძლებლობები);

3. სხვადასხვა მხარეების მიერ აქტივების (ახლად შექმნილი ღირებულების) შეფასების ერთგვაროვნება;

4. აქციონერთა ერთი მიზნის ირგვლივ გაერთიანება.

თუ ამ 4 საკვანძო ცვლადის მიხედვით პოტენციური ინვესტიციების შეფასება მოხერხდა, შესაძლებელია ბიზნესის უფრო ღრმა განხილვაზე გადავიდეთ.

ბიზნესის სიღრმისეული შეფასების პროცედურები, რომელიც ვენჩურული ინვესტიციების პრაქტიკას ეხება, განსხვავებულია ევროპასა და ამერიკაში. ბევრი ასპექტი არსებობს, რომელიც უმჯობესია სხვა (მესამე) პირებს დაევალოს. მაგალითად, ტექნიკური ანგარიშების გადამოწმება, აუდიტორული დასკვნების მომზადება და მათი სამართლებრივი შესწავლა. ამ კუთხით მიზანშეწონილია მოვიყვანოთ რამოდენიმე სასარგებლო, პრაქტიკული რეკომენდაცია.

1.წარმოდგენილი ანგარიშები უნდა ჩაითვალოს მნიშვნელოვან ინფორმაციად მიმდინარე გადაწყვეტილებების მიღების დროს;

2. კონსულტანტებისათვის, აუდიტორებისათვის და იურისტებისათვის ინსტრუქციების შედგენა მათთან ერთად უნდა ხდებოდეს, მას შემდეგ, როცა ისინი გააცნობიერებენ იმ შესაძლებლობებს, რომელსაც მათ ინვესტიცია აძლევთ და როდესაც ისინი რეალურად იგრძნობენ, რომ ვენჩურული პროცესის მონაწილენი არიან და არა გარე დამკვირვებლები;

3. ანგარიშები და სამუშაო გეგმა თავდაპირველად უნდა იყოს კონცენტრირებული ყველაზე მგძნობიარე (სუსტ) ადგილებზე, რათა დრო და რესურსები დაიზოგოს და იგი არ დაიხარჯოს საინვესტიციო პროცედურების საზიანოდ;

4. მოწვეული პერსონალის შრომის ანაზღაურება შეძლებისდაგვარად უნდა იყოს გადატანილი საინვესტიციო პროექტის რეალიზების ბოლო, დამამთავრებელი ეტაპისაკენ, რათა ვენჩურული ფონდის მმართველ კომპანიას ავარიდოთ ის ხარჯები, რომლებიც დაკავშირებულია დაუსრულებელ საინვესტიციო აქტივობებთან;

5. და ა.შ.

ზემოთ აღნიშნული პროცედურების გავლის შემდეგ საჭიროა ვენჩურული კაპიტალის ფონდის საინვესტიციო კომიტეტის თანხმობის მიღება, რომლის შემდეგ მოხდება ხელშეკრულების ოფიციალური ხელმოწერა და ფინანსირების დაწყება.

ვენჩურული ინვესტირების პროცესი ასევე გულისხმობს, რომ

- გარიგებამ გაიარა დეტალური შესწავლა;
- წარამტებულად დასრულდა მოლაპარაკებები ბიზნესის ღირებულების შეფასების თაობაზე და თვით საინვესტიციო გარიგების სტრუქტურის შესახებ;
- მიღებულია აქციონერთა დასტური და შეთანხმებულია აქციების (წილების) ყიდვა-გაყიდვის შეთანხმების პროექტი;
- ხელმოწერილია კონტრაქტი (შეთანხმება) საბანკო დაკრედიტებისა და დაფინანსების მექანიზმების შესახებ და ა.შ.

2.5. ვენჩურული ბიზნესის მონაწილეთა ძირითადი ბენეფიტები

ვენჩურული ინვესტიციების ეფექტიანობის საკითხების შესწავლა ძირითადად სახელმწიფოებრივ დონეზე მიმდინარეობს. კერძოდ, გაერთიანებულ სამეფოში, საფრანგეთში და სხვა ქვეყნებში რეგულარულად მიმდინარეობს აღნიშნული საკთხების კვლევა. პირდაპირი და ვენჩურული ინვესტიციების ევროპული ასოციაცია (EVCA) ასევე რეგულარულად ატარებს ანალოგიურ სამუშაოებს მთელი ევროპის მაშტაბით.

ეს კვლევები ტარდება სხვადასხვა კრიტერიუმების გამოყენებით. კერძოდ, ანალიზი უტარდებათ იმ ინვესტიციებს, რომლებიც უკვე დატოვა ვენჩურული ინვესტიციების ფონდმა. ამ მხრივ შეისწავლება ვენჩურული ფონდის ერთობლივი საინვესტიციო პორტფელი და ა.შ. მიღებული შედეგები ძირითადად ერთმანეთს ემთხვევა. მაგალითად, ჰოლანდიაში ჩატარებულმა

კვლევებმა აჩვენა, რომ ვენჩურული ფონდები, პროექტების ინვესტირების ადრეულ სტადიებზე გარკვეულ ზარალს განიცდიდნენ, მაშინ როცა გარდამავალ და დასკვნით (გამოსყიდვის ეტაპი) სტადიაზე წლიური შემოსავლიანობა 25-40 %-ის ფარგლებში მერყეობდა.

საინტერესო კვლევები ტარდება გაერთიანებულ სამეფოში და საფრანგეთში, სადაც ადარებენ იმ კომპანიების მახასიათებლებს, რომლებმაც მიიღეს და რომლებმაც არ მიიღეს მხარდაჭერა ვენჩურული კაპიტალისგან. ასევე შესწავლილი იქნა იმ კომპანიების კმაყოფილების ხარისხი, რომლებმაც მომსახურება ვენჩურული ინვესტირების შედეგად მიიღეს. ბრიტანეთში ჩატარებულმა კვლევამ აჩვენა, რომ კომპანიების 84 პროცენტი თვლის, რომ ვენჩურული კაპიტალის მონაწილეობა იყო გადამწყვეტი და მნიშვნელოვანი.

განსაკუთრებით აღნიშნავენ, რომ ვენჩურულმა კაპიტალმა საშუალება მისცათ გაეხმოვანებინათ თავიანთი ახალი იდეები (67%), მადლიერები არიან ფინანსური კონსულტაციებისათვის (41%), კორპორატიული სტრატეგიის შემუშავება- განვითარებისათვის (40%) და ა.შ. ამ მხრივ, მიგვაჩნია, რომ კლიენტების კმაყოფილების დონე გადამწყვეტი ფაქტორი იქნება ვენჩურული კაპიტალის ინდუსტრიის მომავლისათვის.

კომპანიების ზრდა, რომლებმაც ვენჩურული კაპიტალის მხრიდან მხარდაჭერა

მოიპოვეს, მხოლოდ ერთ-ერთი ბენეფიტია (სარგებელი), რაც ვენჩურულ ბიზნეს ახლავს. არსებობს სხვა, ნაკლებად ხელშესახები გარემოებები. კერძოდ, დიდ კომპანიებს მიეცათ შესაძლებლობა თავისი ძალისხმევის კონცენტრირება მოახდინონ განვითარების ძირითად მიმართულებებზე და ჩამოეშორებინათ არაპროფილური საქმიანობა, მეტი ყურადღება დაეთმოთ თავისი ეკონომიკური შესაძლებლობებისა და ეფექტიანობის ამაღლებისათვის და გლობალურ კონკურენტულ გარემოში საკუთარი ადგილის მოძიება-დამკვიდრებისთვის და ა.შ.

ბრიტანეთში ჩატარებული კვლევების თანახმად, მმართველი კომპანიების მიერ ვენჩურული ინვესტიციების გამოსყიდვის მეშვეობით დაახლოებით ერთმა მილიონმა ადამიანმა მოიპოვა (შეიძინა) ბიზნესის მესაკუთრის სტატუსი. ამ პერიოდის განმავლობაში 100 ყველაზე მსხვილი კერძო საწარმოს პროდუქციის წილი, ქვეყანაში წარმოებული საერთო მოცულობაში 42%-დან 35%-მდე შემცირდა და ეს ყოველივე დიდწილად აქ აღნიშნული ტენდენციების გამო მოხდა.

ამ კვლევის თანახმად, ბრიტანეთში 1994 - 1997 წწ. 1 მილიონი ადამიანი იყო დასაქმებული ვენჩურული კაპიტალის მხრიდან დაფინანსებულ საწარმოებში. ამ საწარმოების გაყიდვების საერთო მოცულობა 80 მლრდ. ევროს, დაბეგვრამდე

მიღებული შემოსავლის მოცულობა 5 მლრდ. ევროს უდრიდა, ხოლო ექსპორტზე ისინი 7.5 მლრდ ევროს მოცულობის პროდუქციას აგზავნიდნენ.

2.6. ურთიერთობები პოტენციურ ინვესტორებთან

ვენჩურული კაპიტალის ფონდის ხელმძღვანელობა დიდ ყურადღებას უთმობს ინვესტორების ინფორმირებას ფონდის მუშაობის შესახებ (როგორ მიდის საქმე, რამდენად ეფექტიანად მუშაობს ფონდი და ა.შ.). ინვესტორთან კარგი ურთიერთობა არამარტო ფინანსური ან იურიდიული ვალდებულებაა, არამედ თვით მმართველი კომპანიის გრძელვადიან ინტერესშიც შედის.

უმეტეს შემთხვევაში, კანონის თანახმად, მმართველმა კომპანიამ ინვესტორებს მხოლოდ წლიური ფინანსური ანგარიში უნდა წარუდგინოს, რომელიც თავის ხრივ, აუდიტორული ფირმის მიერ უნდა იყოს დამოწმებული. მაგრამ, რეალურად, ბევრი ფონდი გაცილებით უფრო მეტ ინფორმაციას აწვდის თავის ინვესტორებს. იგი ასევე აწყობს მრავალ სხვადასხვაგვარ შეხვედრებს, რათა ინვესტორებთან დაამყაროს და შეინარჩუნოს მჭიდრო სამუშაო (საქმიანი) ურთიერთობები.

წლიური სტანდარტული ანგარიშების გარდა პოპულარული ხდება კვარტალური და ნახევარ წლიური ანგარიშები. ამ ანგარიშებში საჭიროა ასახული იყოს საანგარიშო პერიოდის ძირითადი მოვლენები და საინვესტიციო პორტფელის ნებისმიერი ცვლილებები. ბევრი ინვესტორი მიჩვეულია, რომ საფონდო ბირჟების დახმარებით ნებისმიერ დროს შეუძლია გაიგოს თავის კომპანიის ან აქტივების ფასები. ამიტომ მნიშვნელოვანია ვენჩურული კაპიტალის ფონდის ანგარიშების რეგულარული და ზუსტი მიწოდება ინვესტორებისათვის.

ასევე მნიშვნელოვანია ინფორმაციის თანმიმდევრობა, რადგანაც იგი ინვესტორს საშუალებას აძლევს უფრო ზუსტად შეაფასოს ფონდის მუშაობის ეფექტიანობა სხვა ანალოგიურ ფონდებთან და აქტივებთან შედარებით. ბოლო დროს ინვესტორები ხშირად ითხოვენ თავისი ინვესტიციის არამხოლოდ მიმდინარე ღირებულების შეფასებას, არამედ თავისი საინვესტიციო პორტფელის მოსალოდნელ (საპროგნოზო) შომოსავლიანობას.

მიღებული პრაქტიკაა, როდესაც ფონდები ატარებენ ჩვეულებრივ ყოველწლიურ შეხვედრებს ინვესტორებთან. ამ შეხვედრებზე ფონდის წარმომადგენლები აკეთებენ მოხსენებებს გამოწვევების შესახებ, იმ ცვლილებებზე, რომელიც მათ გუნდში, კომპანიისა და საინვესტიციო პორტფელის ღირებულების სტრუქტურაში განხორციელდა.

ამასთან, მნიშვნელოვანია, რომ ფონდმა ისწავლოს და განახორციელოს სხვა ტიპის აქტივობები. კერძოდ, ინვესტორებთან ურთიერთობები ინდივიდუალური პროგრამების შემუშავება-შეთავაზების მეშვეობით. ინდივიდუალური შეხვედრების დროს ინვესტორებს ექნებათ შესაძლებლობა დასვან ისეთი შეკითხვები, რომლებსაც ისინი ვერ დასვამენ აქციონერთა საერთო კრების მიმდინარეობისას.

ბევრი ფონდი ქმნის ისეთ სტრუქტურებს, როგორიცაა - „ინვესტორთა კომიტეტი" ან „კონსულტანტთა საბჭო" ან „სამეთვალყურეო საბჭო". მას შეუძლია გამოიყენოს ასეთი სტრუქტურები ინვესტორთან ურთიერთობების დროს. სასურველია, რომ ამ სტრუქტურებში არ იყვნენ გაერთიანებულნი მხოლოდ მსხვილი ინვესტორები.

ინვესტორებს, როგორც წესი, აინტერესებთ ყველაზე ახალი ინფორმაცია, რომელიც ფონდს და მმართველ კომპანიას შეეხება. პირველ რიგში მათ აინტერესებთ:

- ცვლილებები ფონდის მმართველ გუნდში;
- ფონდის სტრატეგია;
- გარიგებათა ნაკადების დინამიკა;
- ახალი და პოტენციური ინვესტიციები;
- რეალიზებული (გაყიდული) ინვესტიციები;
- ფონდის მუშაობის ეფექტიანობა.

ეს ყოველივე სასურველია გათვალისწინებული იყოს ინვესტორებთან ურთიერთობებისას.

2.7. გარიგებათა ნაკადების მართვა

ვენჩურული ინვესტირების პროცესი მრავალმხრივია და იგი მრავალეტაპიან პროცედურებს მოიცავს. ის, რაც პირველ, საწყის ეტაპს გაივლის, შეიძლება უარყოფილი იქნას მომდევნო ეტაპებზე. მხოლოდ ყველაზე ღირებული გარიგება მიდის ბოლო ეტაპამდე.

პროცესი, რომელიც იწყება პირველი კონტაქტიდან (შეხვედრა) და სრულდება ნოტარიულად დამოწმებული საინვესტიციო კონტრაქტით კომპანიაში გარკვეული წილის შესყიდვის შესახებ (share sale and purchase agreement), მოიცავს:

- შეთანხმებას საწყისი აქტივების შეფასების თაობაზე;
- გარიგების ვადებსა და პირობებს (term sheet);
- პროცედურებს დეტალური შესწავლის განსახორციელებლად;
- შეთანხმებას პარტნიორებს შორის;
- აქციონერთა საერთო შეთანხმებას და ა.შ.

ნებისმიერი გარიგების სათავე (ამოსავალი წერტილი) გახლავთ მონაცემთა ბაზა, სადაც ყველა სახის (ტიპის) განაცხადი მიემართება. ამ მონაცემების საფუძველზე შესაძლებელია ანგარიშების მომზადება გარიგებების ეტაპების შესახებ ანუ რომელი გარიგება რომელ ეტაპზე იმყოფება. მონაცემთა ბაზაში განთავსებულია ფონდში მოხვედრილი და შემდგომი დამუშავებისათვის გადადებული გარიგებები. ისინი რამოდენიმე კატეგორიად შეიძლება დავაჯგუფოთ. კერძოდ,

- ახალი გარიგებები (ფონდში ახლახანს შემოსული გარიგებები, რომლებსაც ჯერ არ გაუვლიათ შესაბამისი შეფასება-ანალიზი);
- აქტიური გარიგებები (იმყოფებიან შესწავლა - შეფასების სხვადასხვა ეტაპზე);
- არააქტიური გარიგებები (გარიგებები, რომლებსაც სხვადასხვა მიზეზის გამო ეთქვა უარი, მაგრამ რომლებიც ჯერ-ჯერობით რჩებიან მომაცემთა ბაზაში, რადგანაც ფონდის ხელმძღვანელობა თვლის, რომ შესაძლებელია მათი ხელმეორედ განხილვა);
- უარყოფილი გარიგებები ანუ ის გარიგებები, რომლებიც შესწავლა-შეფასების შემდეგ იყვნენ დაწუნებულნი და არ არსებობს მათი ხელმეორედ განხილვის პერსპექტივები.

არაორგანიზებული კონტაქტები. არაორგანიზებული ნაკადები ინვესტიციების მოთხოვნის თაობაზე სხვადასხვა გზით შეიძლება იქნას მიღებული (ტელეფონით, ფაქსით, ელექტრონული ფოსტით და ა.შ.). ნებისმიერ შემთხვევაში ფონდის მმართველებმა უნდა განსაზღვრონ - შედიან თუ არა წარმოდგენილი წინადადებები ფონდის ან მისი სტრატეგიული პარტნიორების ინტერესებში. ყველა წინადადება, რომელიც არ ჯდება ზემოთ ნახსენებ ჩარჩოში უარყოფილი უნდა იქნას. სხვა დანარჩენი წინადადებები უნდა დარეგისტრირდეს და მათზე უნდა გაიცეს წინასწარი დასკვნა. როგორც წესი, დაახლოებით ნახევარი შეთავაზებებისა განიცდიან ნაწილობრივ უარყოფას. გადაწყვეტილება ამგვარი უარყოფის თაობაზე ადრესატს ეცნობება სტანდარტული წერილის მეშვეობით, სადაც დელიკატურად და მოზომილად ხდება საკითხების ფორმულირება.

პირველი კონტაქტი. იმ შემთხვევაში თუ მრავალ წინადადებებს შორის მართლა შეიძლება საინტერესოს გამორჩევა, მაშინ მისი ავტორი უმჯობესია გასაუბრებაზე მოვიწვიოთ ოფისში და მისი ბიზნეს-გეგმის შესწავლა-შეფასება-ანალიზზე აღარ ვხარჯოთ დრო და ენერგია. ვენჩურული კაპიტალი - ეს ბიზნესია, რომელსაც ადამიანები განსაზღვრავენ, ამიტომ ყოველთვის სჯობს გარიგების საკვანძო ფიგურებს შევხვდეთ და ეს რაც შეიძლება სწრაფად უნდა მოხდეს.

შეხვედრა, რომელიც, როგორც წესი, ერთი საათი გრძელდება, საკმარის ინფორმაციას იძლევა იმისათვის, რომ მეწარმის მამოძრავებელი ინტერესი დავადგინოთ, გავიგოთ გარიგების პოტენციალი და პერსპექტივები. ამ ინფორმაციის საფუძველზე საჭიროა მიღებული იქნას გადაწყვეტილება გარიგების უარყოფის ან მასზე მუშაობის გაგრძელების შესახებ. ასეთი შეხვედრების შემდეგ, მომდევნო ეტაპზე განაცხადების 20-25 % გადადის ხოლმე.

კონფიდენციალურობა. ბევრი მეწარმე დიდ ყურადღებას აქცევს კონფიდენციალურობას. ისინი ითხოვენ მკაცრ და მკაფიო გარანტიებს მათ მიერ მოწოდებული ინფორმაციის გასაიდუმლოებაზე, რომ არაფერი არ გამჟღავნდეს კომპანიის და ბიზნეს-მოდელის შესახებ. ამ კუთხით, შესაძლებელია პირველი შეხვედრის დაწყების წინ მას შევთავაზოთ შეთანხმების ხელმოწერა ინფორმაციის გაუმჟღავნელობის (გაუვრცელებლობის) შესახებ (non-disclosure agreement).

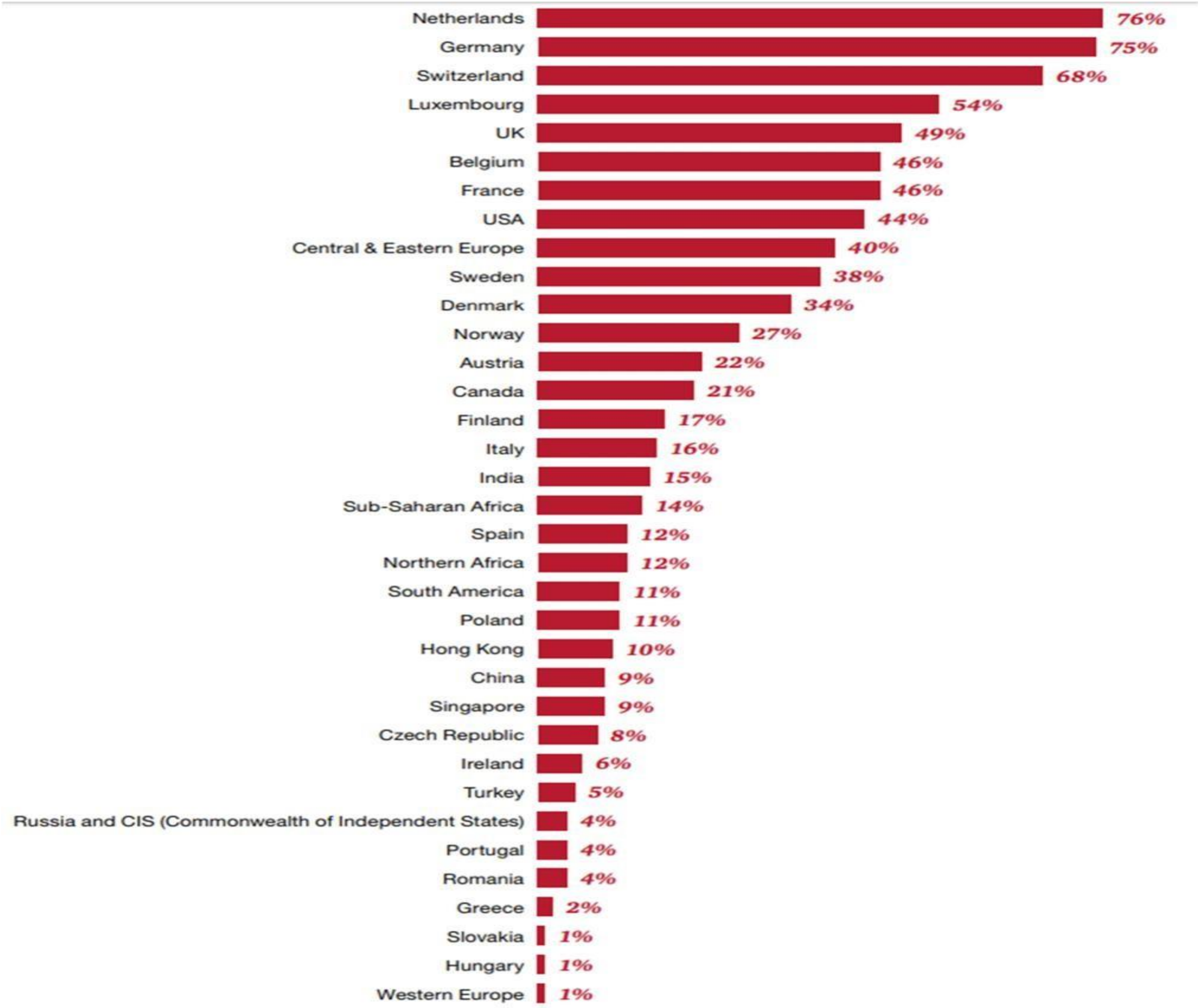
აღსანიშნავია, რომ ვენჩურული კაპიტალის ფონდისთვის შეთავაზებული საინვესტიციო წინადადებების 95 %-ზე მეტი ვერ იღებს დაფინანსებას. ამიტომ, სწორად და ტაქტიანად უარის თქმის ხელოვნება ვენჩურული ბიზნესის მნიშვნელოვანი ნაწილია. ცნობილია რამოდენიმე წესი, რომელიც შეამცირებს უარის ნეგატიურ ეფექტს. კერძოდ,

- თავი ავარიდოთ ზოგად და კატეგორიულ მტკიცებულებებს;
- სასურველია უარი რაც შეიძლება ადრეულ სტადიაზე ითქვას;
- ვეცადოთ მეწარმისათვის ვიყოთ კონსტრუქციული და სასარგებლო;
- ვეცადოთ ფონდს არ შევძინოთ მტრები;
- საჭიროა უკუგების უზრუნველყოფა;
- ყოველთვის დავუბრუნოთ განმცხადებელს (კომპანიას) მისი განაცხადის ფორმები, ბიზნეს-გეგმა და ა.შ.

ბოლოს გვინდა წარმოგიდგინოთ კომპანია „PricewaterhouseCoopers"-ის ანგარიშიდან „Private Equity Trend Report 2018. The Coming of Age" ნახატი, რომელიც აჩვენებს იმ ქვეყნებსა და რეგიონებს, რომლებიც ყველაზე მეტად მიმზიდველი იქნებიან კერძო ინვესტორებისათვის.

ნახატი 2.7.1.

იმ ქვეყნებისა და რეგიონების ჩამონათვალი, რომლებიც ყველაზე მეტად მიმზიდველი იქნება უახლოეს წლებში კერძო ინვეტორებისათვის



წყარო: კომპანია „PricewaterhouseCoopers“-ის ანგარიში „Private Equity Trend Report. 2018 The Coming of Age“, გვ. 85

ლექცია III.

ვენჩურული დაფინანსების მქონე კომპანიის განვითარების ეტაპები

3.1. სტარტაპი - დაფინანსების პირველი რაუნდი

სტარტაპი (Start-Up) დაფინანსების პირველი რაუნდია, რომელიც ორო-სამი წელი გრძელდება. იგი ვენჩურული ბიზნესის წამოწყებისათვის საჭირო რესურსების მოძიების ყველაზე რთული ეტაპია. ასე იმიტომ ითვლება, რომ ძალიან ცოტა ვინმე თუ მოიძებნება, ვინც მხოლოდ იდეას დაუჭერს მხარს, რადგან სტარტაპი, როგორც წესი, იდეას ნიშნავს და არა პროდუქტს. რეალობა გვეუბნება, რომ იდეების მხოლოდ მცირედ ნაწილს გააჩნია შემოსავლის მოტანის პოტენციალი. განსაკუთრებით რთულია ახალი იდეის დადებით პოტენციალზე დაარწმუნო ვენჩურული კაპიტალისტები, რადგანაც იდეები მათთან მუდმივად მოედინება და ზოგიერთი მათგანი კარგია, ხოლო ზოგი - აბსურდული. როგორც წესი, უფრო მიზანშეწონილია ახალი იდეისათვის საჭირო რესურსების მისაღებად მეგობრებს ან ნათესავებს მიმართოთ ან შეეცადოთ ბიზნეს „ანგელოზი“ მოიძიოთ. ამ ეტაპის საკვანძო მომენტი გახლავთ მოდელის ან პროდუქტის ნიმუშის მიღება, რადგანაც ამ შემთხვევაში მარკეტინგისა და წარმოების პერსპექტივები იკვეთება. ყველა, ვინც ინვესტიციას სტარტაპით ახორციელებს, თავისთავზე დიდ რისკს იღებს და ამიტომ, მაღალი მოგების იმედი აქვს. წინა წლებთან შედარებით სტარტაპებში ინვესტიციათა რაოდენობა იზრდება.

3.2. განვითარება, ექსპანსია და ზრდა

განვითარება. როდესაც იდეა გარკვეულ პროდუქტად ან მის პროტოტიპადაა გადაქცეული, გაკეთებულია ეკონომიკური გაანგარიშებები და ჩატარებულია ბაზრის ანალიზი (თუნდაც საორიენტაციო), ვენჩურული დაფინანსების შესაძლებლობები მნიშვნელოვნად იზრდება. ამის მიუხედავად, ინვესტორის საბოლოო დარწმუნება იმაში, რომ იდეა, რომელიც ჯერ მხოლოდ პროტოტიპის (საცდელი ეგზემპლიარი) სახით არსებობს, შეიძლება გაიტანონ ბაზარზე და მას მოგების მოტანის შანსი აქვს, საკმაოდ ძნელია. როგორ წესი, დაფინანსების ამ ეტაპიდან (განვითარების სტადია) საჭიროა კიდევ 2-3 წელი, რომ ე.წ. ოპტიმალურ წერტილს მივაღწიოთ, საიდანაც პროექტის ზარალით დამთავრების რისკი გადალახული იქნება (break-even point). მაგრამ, ბევრი კომპანია ამ ეტაპისთვის, ოპტიმალურ წერტილს ვერ აღწევს. ამიტომ, ვენჩურული კაპიტალი ჯერ კიდევ საკმაოდ მაღალ რისკებს იღებს თავის თავზე,

როდესაც კვლავ დაინტერესებულია თავისი ინვესტიციების სწრაფი დაბრუნებით.

ექსპანსია. განვითარების ამ მომენტისათვის კომპანიას უკვე შექმნილი აქვს თავისი პროდუქტი ან სერვისი (მომსახურება) და წარმატებით ყიდის მას ბაზარზე. გარკვეულ წილად ე.წ. ზარალიანობის წერტილი გადალახულია. კომპანიას უჩნდება კრედიტის აღების შესაძლებლობა და ბიზნესის შემდგომი განვითარებისათვის მას დამატებითი ინვესტიციები (დაფინანსება) ესაჭიროება. აქ, ამ შემთხვევაში, ვენჩურული კაპიტალის გარეშე ძნელი წარმოსადგენია შემდგომი წარმატებული განვითარება. მიუხედავად იმისა, რომ კომპანია ჯერ კიდევ ახლოსაა ზარალიანობის წერტილთან, მას (კომპანიას), კარგი და ძლიერი პოზიცია ექმნება ვენჩურულ კაპიტალისტებთან მოლაპარაკებისას, რადგანაც მისი ბიზნესის ღირებულება და ზრდის (განვითარების) პერსპექტივები საკმაოდ ზუსტად შეიძლება იყოს დადგენილი. კომპანიის ღირებულება საგრძნობლად მატულობს წინა სტადიებთან შედარებით და აქციების მცირედი ნაწილის გაყიდვაც კი ხდება შესაძლებელი. (აქციების ძირითადი ნაწილი ჯერ კიდევ რჩება დამფუძნებელთა ხელში).

ზრდა. მიუხედავად იმისა, რომ კომპანია წარმატებულია და ეტაპობრივად უმატებს მოგებას, მას მაინც ესაჭიროება დამატებითი დაფინანსება, რათა უზრუნველყოს თავისი ზრდა-განვითარება. ამ ეტაპისთვის კომპანიამ უკვე გადალახა ე.წ. ზარალიანობის წერტილი და წარმატებულად გამოიმუშავებს ფულს (make money), იგი მიმზიდველია არამხოლოდ ვენჩურული კაპიტალის მქონე ინვესტორებისათვის, არამედ პირდაპირი ინვესტიციებისთვისაც. დამატებითი დაფინანსების მოსაპოვებლად, შესაძლოა საკმარისი იყოს კაპიტალის მხოლოდ მცირე ნაწილის გაყიდვა. ამავდროულად, მოზიდულ (ნასესხებ) კაპიტალთან ერთად (პარალელულად) მატულობს სააქციო კაპიტალიც. ამ ეტაპზე, მაღალტექნოლოგიური კომპანიებისთვის, რომლებიც განვითარებული საფონდო ბაზრების მქონე ქვეყნებში საქმიანობენ, ვენჩურული და პირდაპირი ინვესტიციების ალტერნატივად შესაძლებელია განვიხილოთ აქციების გაყიდვა საჯარო აუქციონების მეშვეობით (IPO). ნებისმიერ შემთხვევაში, ამ ეტაპის დამასრულებელი ფაზა (აკორდი) უნდა გახდეს კომპანიის დამფუძნებლების ან/და ინვესტორების გადაწყვეტილება აქციების საფონდო ბაზარზე გაყიდვის თაობაზე ან მათი მიყიდვა სტრატეგიულ ინვესტორზე.

3.3. გამოსყიდვა ნასესხები (კერძო) სახსრების გამოყენებით

მესაკუთრეების მიერ (დამფუძნებლები და ინვესტორები) კომპანიის გამოსყიდვა, რომელიც ნასესხები სახსრებით ხორციელდება და რომელიც ამ კომპანიის მმართველი მენეჯერების (management buy-out, MBO) ან სპეციალური ფონდის მიერ ხორციელდება (leveraged buy-out, LBO) - განსაკუთრებულ შემთხვევას წარმოადგენს. მაგალითად, პროფესიონალთა მმართველმა (მენეჯერთა) გუნდმა, რომელიც ვენჩურული კაპიტალის მიერ დაფინანსებულ კომპანიას ხელმძღვანელობს, შეიძლება გადაწვიტოს თავისი სტატუსის შეცვლა და დაქირავებულ მოსამსახურეთა სტატუსი ჩაანაცვლოს მესაკუთრის სტატუსით. ამ მიზეზოთ მათ შეუძლიათ მიმართონ ვენჩურულ ინვესტორს, იმისათვის, რათა მათგან ნასესხები ფულით გამოისყიდონ აქციონერული კაპიტალი და საბოლოო ჯამში - გამოისყიდონ კომპანიაც. ზოგჯერ ეს შეიძლება უცხო პირებიც იყვნენ, რომლებმაც კარგად იციან კონკრეტული ბიზნესი, შეუძლიათ ეფექტიანად მართონ ის ან შეიძლება იყვნენ რომელიმე დიდი კომპანიის მენეჯერები (განყოფილება), რომლებიც დაინტერესებულნი არიან რომელიმე კონკრეტული სექტორის (ბიზნესის) გამოსყიდვით, რათა ბიზნესი დამოუკიდებლად აწარმოონ. მცირე ბიზნესის შემთხვევაში ასეთი ადსამაინები, როგორც წესი, მენეჯერთა გუნდია, რომელსაც სურს ბიზნესიდან გასვლა. ბევრი ვენჩურული ინვესტორიც გამოხატავს თავის დაინტერესებას ამგვარი ინვესტიციის განხორციელებით, რადგანაც ბიზნესი მათთვის მეტნაკლებად გასაგებია, რისკი ზომიერი, ხოლო ფინანსური ლევერეჯი (financial leverage) მაღალი, რაც მაღალი შემოსავლის მიღების შესაძლებლობას იძლევა.

კომპანიის წარმატებული განვითარების ერთ-ერთ ეტაპად შეიძლება განვიხილოთ აქციების ან წილის (პაის) კერძო განთავსება (private placement). აღსანიშნავია, რომ ეს ეტაპი, როგორც წესი, ხდება კომპანიის საფონდო ბირჟაზე გასვლამდე და აქციების პირველად საჯარო განთავსებამდე (IPO) ან კომპანიის სტრატეგიული ინვესტორითვის მიყიდვამდე. ამ ეტაპზე კომპანიას, რომელსაც კარგი რენტაბელობა, შემოსავლიანობა, მომგებიანობა და განვითარების პოტენციალი გააჩნია, ეძლევა შესაძლებლობა, სანამ იგი საჯარო კომპანია გახდება *(ამ მიმართულებით საკმაოდ მკაცრი მოთხოვნები არსებობს),* თავისი აქციების *(არასაკონტროლო პაკეტი)* ნაწილი შესთავაზოს კვალიფიციურ ინვესტორებს. ასეთი ინვესტორების როლში, როგორც წესი, გვევლინებიან საინვესტიციო ბანკები, პირდაპირი ინვესტიციების ფონდები ან სტრატეგიული ინვესტორები.

კერძო განთავსების წარმატების პირობაა კომპანიის მუშაობის კარგი ფინანსური მაჩვენებლები და მისი ზრდის პერსპექტივები. მათ საფუძველზე

ინვესტორები აფასებენ კომპანიის ღირებულებას და ადგენენ აქციის (პაის) ფასს, რომლის გადახდისთვისაც ისინი მზად არიან.

3.4. საჯარო შეთავაზება (აქციების პირველადი განთავსება)

ვენჩურული კაპიტალის ზოგიერთი ფონდი და ერთობლივი ფონდი (mutual funds) ახალი აქციების გამოშვების მიმართულებით ხელოვნდებიან (სპეციალიზაციას განიცდიან) და საფონდო ბაზარს სწრაფად განვითარებადი კომპანიების უკვე გამოშვებული აქციების საჯარო შეთავაზებას (PO) ახორციელებენ. ამგვარი სახის გარიგებები კარგად განვითარებული საფონდო ბაზრის მქონე ქვეყნებში ხშირად არ ხდება. როგორც წესი, აქციების პირველადი საჯარო განთავსება (Initial Public Offering, IPO) განიხილება ახალი კომპანიის განვითარების მწვერვალად და კორპორაციის განვითარების ისტორიაში ახალ ეტაპად.

აქციების პირველადი საჯარო განთავსების (IPO) პირობა გახლავთ აქციონირება (incorporation), რაც კომპანიის სამართლებრივი ფორმის შეცვლას გულისხმობს, რადგანაც იგი საჯარო კომპანია ხდება. აქციების პირველად საჯარო შეთავაზებას წინ შეიძლება აქციების კვალიფიცირებულ ინვესტორებს (private placement or trade sale) შორის განთავსება უსწრებდეს. ამგვარი უფლების მოპოვება დაკავშირებულია კომპანიის მუშაობის მიმართ გარკვეული მოთხოვნების დაკმაყოფილებაზე, რომელიც მუშაობისა და კორპორატიული მმართველობის ხარისხს ეხება. ახალი აქციებისა და საჯარო შეთავაზებების შესაძლებლობებიც ასევე დაკავშირებულია ზემოთ ნახსენებ მოთხოვნებთან.

კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნისას მისი აქციები ხელმისაწვდომი ხდება გარე ინვესტორთა ფართო სპექტრისათვის, რასაც როგორც დადებითი, ასევე უარყოფითი შედეგები შეიძლება მოჰყვეს. აქციების საჯარო განთავსების შედეგად კომპანიის აქციები საფონდო ბირჟის ლისტინგში ან არასაბირჟო ბაზარზე ხვდება. ამის შედეგად კომპანიის ინვესტორთა წრე (ბაზა) ფართოვდება და მასში ხვდებიან, როგორც ინსტიტუციონალური, რომელსაც ჩვენ „პორტფელურ" ინვესტორებს ვუწოდებთ, ასევე ინდივიდუალური ინვესტორები. ეს, ერთის მხრივ, ზრდის აქციების ლიკვიდობის მაჩვენებელს, რაც საბოლოო ჯამში აფართოებს ამ აქციების ფასების მატების შესაძლებლობებსაც, რაც მისაღებია აქციონერებისთვის და თვით კომპანიისათვისაც, რადგანაც ამით შესაძლებელია მეტი რესურსის მოზიდვა ახალი ემისიების დროს. მეორეს მხრივ, ინვესტორთა ბაზის გაფართოება გარე ინვესტორებს კომპანიაზე კონტროლის მოპოვების საშუალებას აძლევს, რაც სხვადასხვა მეთოდებით შეიძლება განხორციელდეს (შთანთქვა, შერწყმა, გაერთიანება და ა.შ.).

აქციების საჯარო განთავსების დროს კომპანია, როგორც წესი, ტექნიკური მიზეზების გამო, აქციებზე 15-20 % დანამატს (პრემია) ღებულობს, რადგანაც ინვესტორები მას აფასებენ არა არსებული მიღწევების საფუძველზე, არამედ საპროგნოზო ფინანსური მაჩვენებლების მიხედვით. აქციების საჯარო განთავსების ერთ-ერთ მთავარ პრობლემად აქციებზე ფასების ზრდა და ლიკვიდობის მიღწევა იკვეთება, რომელიც თავისმხრივ კომპანიის ოპერაციების მაშტაბებზეა დამოკიდებული.

ბოლო დროს შემუშავებულია IPO-ზე გასატანი კომპანიის აქციების ფასის ზრდის და აქციების ლიკვიდობის ამაღლების სპეციალური ტექნოლოგიები.

ინსტიტუციონალური და პორთფელური ინვესტორები კომპანიასთან ერთად არსებობენ. შეიძლება ითქვას მათ შორის გარკვეული სიმბიოზის არსებობის შესახებ. საჯარო სექტორის პორთფელური ინვესტორები, პირდაპირი ინვესტორებისგან განსხვავებით, აქცენტს კომპანიის აქციების განვითარების შესაძლებლობებზე კი არ აკეთებენ, არამედ თვით ამ კომპანიის განვითარების პერსპექტივებზე კონცენტრირდებიან. კომპანიის ამგვარი განვითარება, მათი შეხედულებით, საკუთარ და მოზიდულ სახსრებსა და საფონდო ბირჟაზე კონიუნქტურის დადებით ტენდენციებს უნდა ეფუძნებოდეს. პორტფელური ინვესტორები მუშაობენ შემდეგი ინსტიტუციების დახმარებით:

- საინვესტიციო ფონდები და კომპანიები;
- საბროკერო კომპანიები (ბიუროები), რომლებიც ყიდულობენ აქციებს კერძო ან პირველადი საჯარო შეთავაზებების დროს;
- აქციების საბირჟო და არასაბირჟო ბაზრები, რომლებიც საფონდო ბირჟის ლისტინგში არიან მოხვედრილნი და ვაჭრობის მუდმივი ობიექტები არიან;
- ურთიერთ-საპაიო ფონდები (mutual), რომლებიც უცხოური ინვესტორებისთვის ღიაა და ა.შ.

როგორც წესი, პორთფელურ ინვესტორს არ ესაჭიროება ერთი კომპანიის აქციების დიდი პაკეტი. მისთვის უფრო მისაღებია სხვადასხვა კომპანიის აქციების შედარებით მცირე ზომის პაკეტები. ეს აძლევს მას საშუალებას - შეამციროს რისკები და გაზარდოს პორთფელის ლიკვიდობა. ამიტომ პირდაპირი ინვესტორები, როგორც წესი, ნაკლებად მიისწრაფიან იმისკენ, რომ სახსრები დააბანდონ იმ კომპანიებში, რომელთა აქციები უკვე წარმოდგენილია ბაზარზე

კომპანია, რომელიც გადაწყვეტს სახსრები მოიზიდოს თავისი აქციების საჯარო განთავსების მეშვეობით, უნდა აკმაყოფილებდეს რიგ პირობებს. კერძოდ:

1. საჯარო ინვესტორის მიერ წამოყენებული მოთხოვნების დაცვა. უპირველეს ყოვლისა ეს კორპორატიული მმართველობის სფეროს ეხება;

2. აქციების რეალური პაკეტის არსებობა, რომელიც შესაძლებელია განთავსდეს მოთხოვნისთანავე ან /და აქციონერებისგან მიღებული იყოს თანხმობა ახალი აქციების გამოშვების თაობაზე;

3. აქციების ღირებულების და ლიკვიდობის ამაღლების ეფექტიანი პროგრამის შემუშავება, რომელიც საჯარო შეთავაზების განხორციელების შემდგომ პერიოდს მოიცავს.

ასეთი პროგრამის ძირითადი მიმართულებები უნდა იყოს:

- საინფორმაციო გამჭირვალობის (ღიაობის) ზრდა;
- ინვესტორებისთვის „წარმატებული ისტორიის“ ფორმირება;
- გააზრებული ქმედებანი საფონდო ბაზარზე.

დასკვნის სახით უნდა აღინიშნოს, რომ უცხოურ ბაზრებზე შესვლა (შეღწევა) ძალიან მნიშვნელოვანია კომპანიის იმიჯისათვის და მისი მომავლისათვის, მაგრამ სამწუხაროდ, მას ყოველთვის არ მოჰყვება კომპანიის ღირებულების მნიშვნელოვანი მატება, მიუხედავად იმისა, რომ მას შესაძლოა (კომპანიას) კარგი ფუნდამენტური (ძირითადი) მაჩვენებლები გააჩნდეს. ეს ძირითადად, კომპანიის დაბალი ლიკვიდობის და ზომის გამო ხდება.

3.5. ვენჩურული ინვესტიციები: პროცესი და ისტორიული ფაქტები *(მტკიცებულებები)*

დიდი ხნის განმავლობაში ვენჩურული კაპიტალის ინდუსტრია მონაცემთა (სტატისტიკური) ბაზის სიმწირეს განიცდიდა ანუ მონაცემების გარკვეული ვაკუუმი იყო. ვენჩურული კაპიტალისტები მილიარდობით დოლარის ინვესტირებას ახდენდნენ სტარაპების კომპანიებში. საწყის ეტაპზე, მრავალი წელი არ იყო პასუხი ისეთ ელემენტარულ კითხვებზე, როგორიცაა - „ვენჩურული კაპიტალის რა (რომელი) ნაწილი ექვემდებარება ბიზნესიდან გამოტანას?“ ან „ვენჩურული ინვესტიციების რა ნაწილი უნდა მიემართოს პირველადი საჯარო განთავსებისკენ?“ და ა.შ. გადაწყვეტილების მიღება საჭირო ინფორმაციის არქონის პირობებში, იგივეა რაც ითამაშო კარტი და არ იცოდე მისი რაოდენობა კოლოდაში.

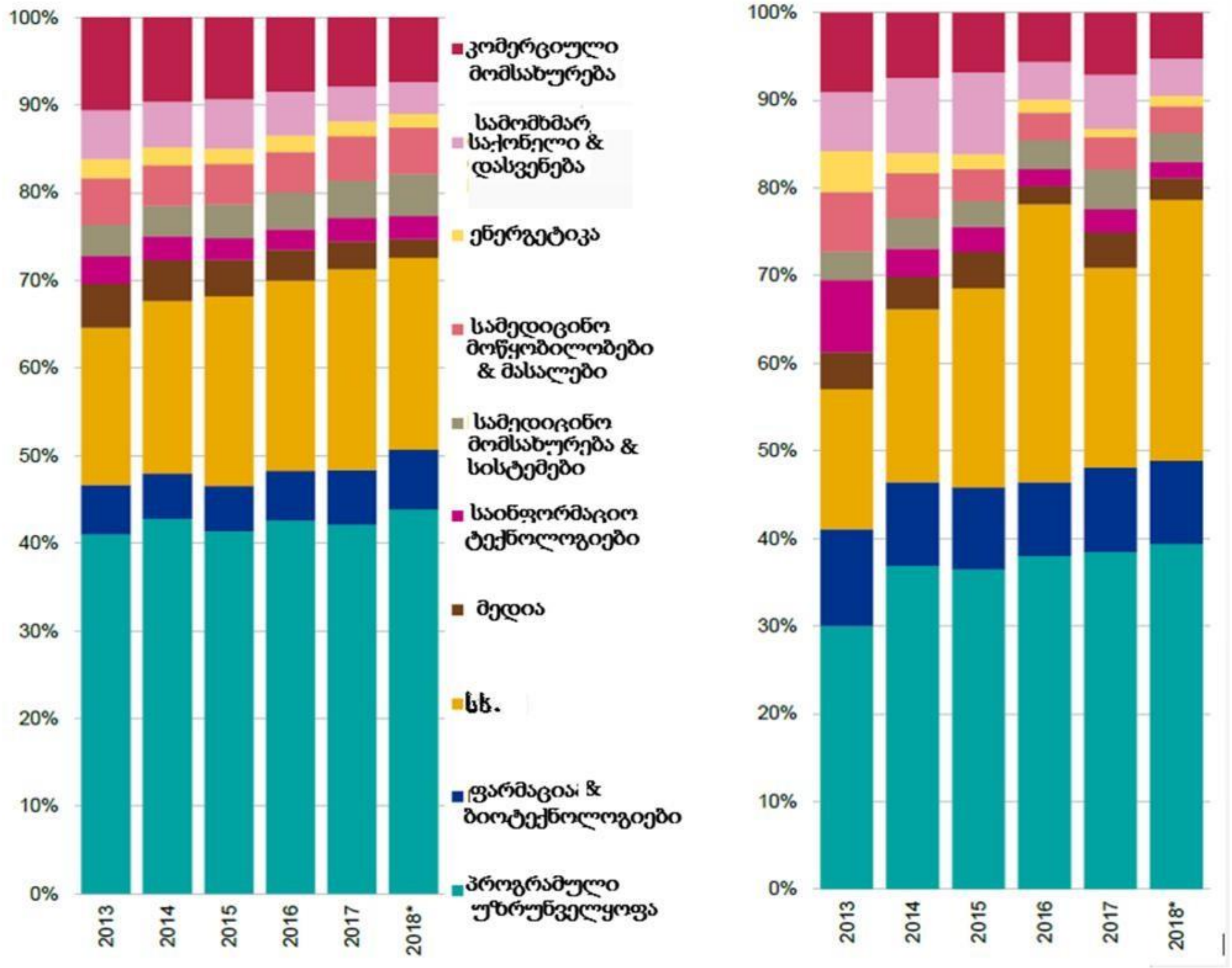
ვენჩურული კაპიტალის მონაცემთა ბაზის ფორმირება 1970-ან წლებში დაიწყო და მისი პირველი მონაწილე ფირმა „Venture Expert” იყო, რომელიც თავის მხრივ კორპორაცია “Venture Economies” პროდუქტი გახლდათ. მოგვიანებით ვენჩურული მონაცემთა ბაზის (Venture Source) მეტი სრულყოფისათვის მან უკეთესი ანგარიშები წარმოადგინა, მაგრამ მისი დარგობრივი ანალიზი 1990-იან წლების დასაწყისამდე არც თუ ისე ფართო იყო. შემდეგი განვითარება (ნახტომი) ფირმა „Sand Hill Econometrics, SHE“ -მა განახორციელა, რომელმაც ვენჩურული კაპიტალის დაბრუნების ინდექსი (VC

return index) შემოგვთავაზა. ამჟამად, საერთაშორისო ბუღალტრული და აუდიტორული ფირმის

„KPMG“-ის ანგარიშიდან წარმოგიდგენთ მონაცემებს - ესაა ვენჩურული დაფინანსების კომპანიების განაწილება სექტორების მიხედვით.

ვენჩურული კომპანიების დაფინანსების გლობალური ტენდენციები 2013-2018 წწ

დასრულებული გარიგებები ინვესტიციები, მლრდ $



წყარო: [26. 15]

ვენჩურული მონაცემთა ბაზის შესაქმნელად სამი ძირითადი ნაბიჯის გადადგმაა საჭირო. კერძოდ:

1. საჭიროა ინვესტიციის შესახებ ყველაფრის გაგება, მათ შორის როგორ წარმოიშვა იგი;

2. ამ ინვესტიციისთვის მუდმივად თვალის დევნება;
3. ინვესტიციიდან გამოსვლის შესახებ ზუსტი ინფორმაციის მიღება (ცოდნა).

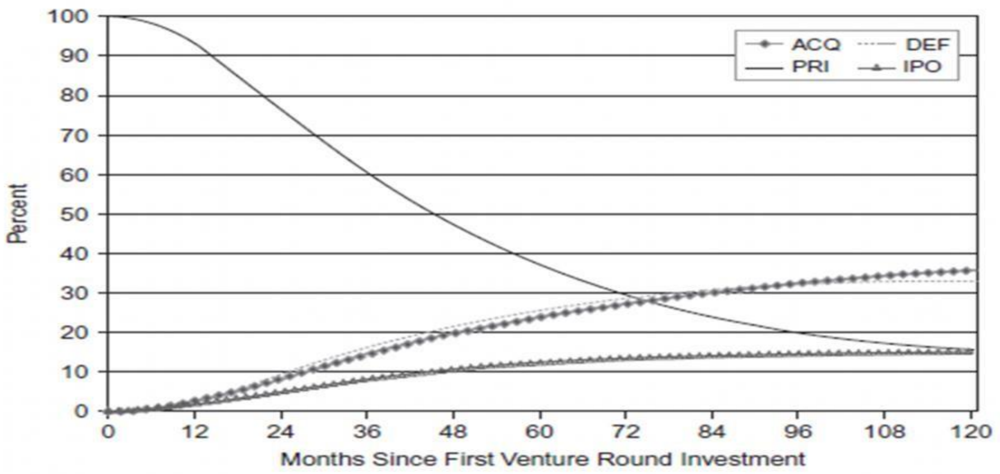
თითოეულ ამ ეტაპზე საკმარისი არაა ცოდნა მხოლოდ იმის შესახებ, რომ რაღაც მოვლენა მოხდა. საჭიროა მივიღოთ მონაცემები, რომლებიც აფასებენ ამ მოვლენას. ასეთი შეფასებების მონაცემთა ბაზის არსებობის გარეშე, შეუძლებელია დავიანგარიშოთ ვენჩურული ინვესტორის შემოსავლიანობა. ყველა ეტაპს თავისი პრობლემები და სირთულეები გააჩნია. მაგალითად, მიუხედავად იმისა, რომ თქვენ შესაძლოა ყველანაირი ინფორმაცია მოაგროვეთ ინვესტიციის განხორციელების ყველა რაუნდზე, მაინც ძალიან ძნელია დადგენა იმისა, თუ სად განიცადა კომპანიამ მარცხი ანუ გაკოტრება. არც ვენჩურულ კაპიტალისტებს (ინვესტორებს) და არც მათ კომპანიებს არ სურთ გაასაჯაროვონ მარცხის ამსახველი ინფორმაცია. ამიტომ ძალიან ბევრი დრო და ძალისხმევა იხარჯება ჭეშმარიტების დასადგენად.

ასევე, ყველასათვის ხელმისაწვდომი არაა ინფორმაცია, რომ პროექტიდან გამოსვლა იგეგმება. მართალია აქციების საჯარო შეთავაზების და მსხვილი შენაძენების შესახებ ინფორმაცია პრაქტიკულად ყოველთვის ცნობილია, მაგრამ ძალიან მნიშვნელოვანი წილი მცირედი ხარჯების და შენაძენების შესახებ არ საჯაროვდება. ამიტომაც არის შესაძლებელი, ინვესტიციისათვის ნებისმიერ მომენტში ოთხი სახის შედეგის (რეზულტატის) მიღება. კერძოდ,

1. გამოსვლა აქციების პირველადი საჯარო განთავსებით (IPO);
2. გამოსვლა შეძენის (ყიდვის) მეშვეობით (ACQ);
3. ბიზნესიდან გამოსვლა ნებისმიერი სხვა გასვლების დაწყებამდე (DEF);
4. ჯერ კიდევ კერძო კომპანიის შემოყვანა ვენჩურული კაპიტალის პორტფელში (PRI).

ამ ცხრილში მოცემულია ზემოთ აღნიშნული შედეგები როგორც დროის ფუნქცია, ვენჩურულ კაპიტალში განხორციელებული პირველი რაუნდის ინვესტიციების შესაბამისად.

PORTFOLIO COMPANY STATUS OVER TIME: FIRST ROUND INVESTMENTS



SOURCE: Sand Hill Econometrics.

აღნიშნული ცხრილი აჩვენებს, რომ საწყისი ინვესტიციის განხორციელებიდან ხუთი წლის შემდეგ, კომპანიების 12.7 % გამოიყენებს IPO-ს ანუ აქციების პირველადი საჯარო განთავსებას, 24.1 %-მა გამოიყენა ACQ (ანუ ინვესტიციიდან გამოსვლა შეძენის/ ყიდვის დახმარებით), 26.1 %-ი ბიზნესიდან გამოსვლა ე.წ. DEF-ის მეშვეობით განახორციელა, ხოლო 37.1 % ჯერ კიდევ რჩება კერძო კომპანიად.

პირველადი ინვესტიციის განხორციელებიდან 10 წლის გასვლის შემდეგ ზემოთ მოყვანილი პარამეტრები ასე გამოიყურება:

IPO-ზე -15.4 %;

ACQ -ზე - 35.5 %;

DEF-ზე - 33.4 %;

PRI-ზე - 15.7 % დარჩა.

წინა ლექციებში ჩვენ ჩამოვთვალეთ რამოდენიმე ეტაპი, რომლებადაც შეიძლება დავყოთ ვენჩურულ კაპიტალში პოტენციური ინვესტიციები. ეს ეტაპები მოიცავს:

- შერჩევას (screening);
- წინასწარ იურიდიულ ექსპერტიზას (preliminary Due Diligence);
- კონტრაქტებისთვის წინასწარ შერჩეულ სიას (term sheet);
- ფინალური იურიდიული ექსპერტიზას (Final Due Diligence);
- დასრულებას (დახურვა) – Closing.

ჩვენს ცხრილში პირველი ჩანაწერი საკმაოდ ამორფულია, რომელიც 100 – 1000 დიაპაზონში მერყეობს. თუ ჩვენ სათვალავში ყველა ბიზნეს-იდეას ავიღებთ, რომელიც კი ოდესმე მოხვედრილა ვენჩურულ ინვესტორთან, მაშინ რიცხვი 1000-

კენ უფრო გადაიხრება, ხოლო თუ ჩვენ მხედველობაში ყველა ფორმალურად დაფიქსირებულ იდეას მივიღებთ, მაშინ რიცხვი 100-თან უფრო ახლოს იქნება. მეორე ეტაპი გვეუბნება, რომ ყოველ 100 ფორმალურად დაფიქსირებულ ბიზნეს იდეას მხოლოდ 10-ს გააჩნია შანსი გადავიდეს შემდეგ ეტაპზე, სადაც ის უფრო დეტალურ და ინტენსიურ შერჩევის პროცეს გაივლის. ამ 10 ბიზნეს იდეიდან მხოლოდ 3-ს ექნება შანსი მოხვდეს ე.წ. term sheet სიაში, რომლებიდანაც მზადდება წინასწარი კონტრაქტებისათვის განსახილველი ბიზნეს-იდეათა ჩამონათვალი, რომლებიც საბოლოო ჯამში ამოსავალი წერტილია უფრო დეტალური მოლაპარაკებების გასაგრძელებლად, რომლის საფუძველზე ხელშეკრულების პროექტი მზადდება.

შესაბამისად, ჩვენ შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ტიპიური ვენჩურული კაპიტალის ინვესტორმა 100 კომპანიისგან მიღებული და ფორმალურად დაფიქსირებული ბიზნეს იდეები უნდა შეისწავლოს, რომ ერთი ინვესტიცია განახორციელოს.

ლექცია IV.
ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შესაძლებლობები

4.1. ვენჩურული დაფინანსებისათვის მიმზიდველი დარგები

ვენჩურული დაფინანსების მიზნებიდან გამომდინარე რეალური სექტორი შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ (დავყოთ) სამ პირობით კატეგორიად:

- მიმზიდველი;
- არამიმზიდველი;
- ნეიტრალური.

მიმზიდველი: ვენჩურულ ინვესტორთა უმრავლესობა აცხადებს, რომ ისინი დაინტერესებულნი არიან თავიანთი სახსრების ძირითადი ნაწილი დააბანდონ მაღალ ტექნოლოგიებში (high technology products). როგორც წესი, ეს ნიშნავს პროდუქციის ორიენტაციას მრეწველობისაკენ ანუ business-to-business, B2B (მაგალითად, რობოტები) და არა სამომხმარებლო ბაზრებისკენ - business-to-consumer, B2C (მაგალითად, ტოსტერები). არამიმზიდველი: ვენჩურული ინვესტორთა უმრავლესობა საერთოდ არ აფინანსებს სამომხმარებლო (საცალო) ვაჭრობას. ეს ხდება მაშინაც კი, როცა საუბარი ვაჭრობაში ახალი ტექნოლოგიების დანერგვას ეხება. ამიტომ, ასეთი პროდუქტებისთვის ინვესტორთა მოძიება საკმაოდ რთული ხდება. მართალია, არის შემთხვევები, როდესაც ზოგიერთი ვენჩურული ფონდი ინვესტირებას მაინც ახორციელებს საცალო ვაჭრობის ქსელში, მაგალითად სამედიცინო ნაწარმის (პროდუქციის) რეალიზება, მაგრამ, ეს გამონაკლისია და არა დამკვიდრებული პრაქტიკა.

ნეიტრალური: ვენჩურული კაპიტალის ფონდების შეზღუდული რაოდენობა აფინანსებს სამთო მრეწველობას (mining industry). გართობის სფეროშიც საკმაოდ რთულია ვენჩურული დაფინანსების მოზიდვა. კომპანიები, რომლებიც მომსახურებას (სერვის) სთავაზობენ, ასევე ნაკლებად მიმზიდველნი არიან ვენჩურული ინვესტორისთვის, იმ კომპანიებთან შედარებით, რომლებიც პროდუქციას აწარმოებენ. არის შემთხვევები, როდესაც ვენჩურული ფონდების გარკვეული რიცხვი თავიანთ სახსრებს უძრავ ქონებაში აბანდებენ, მაგრამ ამ შემთხვევაშიც ასეთი აქტივების ოდენობა აქტივების საერთო პორთფელში არ აღემატება 20 %-ს. მხოლოდ ის კომპანიები, რომლებიც ძირითადად აქცენტს (სპეციალიზაციას) გამოსყიდვაზე - (ე.წ. Leveraged Buy- Out, LBD) და რესტრუქტურიზებაზე აკეთებენ, არ შემოიფარგლებიან რომელიმე ცალკეული დარგებით.

4.2. ვენჩურული დაფინანსებისათვის მიმზიდველი პროდუქტების სპეციფიკა

ჩვენ უკვე აღვნიშნეთ, რომ ვენჩურული ინვესტორისთვის წარმოებული პროდუქტი (საქონელი) უფრო მიმზიდველია, ვიდრე მომსახურება (სერვისი).

აქედან გამომდინარე,შეგვიძლია გამოვყოთ პროდუქტების ოთხი კატეგორია, რომლებიც უფრო მიმზიდველია ვენჩურული კაპიტალისტისათვის. კერძოდ,

- რევოლუციური;
- ინოვაციური;
- ევოლუციური;
- თავსებადი პროდუქტები (ჩანაცვლებადი).

1. <u>რევოლუციური.</u> რევოლუციური პროდუქტების დაფინანსების უზრუნველყოფა ყველაზე რთული საქმეა. ტელევიზორი, მობილური ტელეფონი, ფოტო და ვიდეო კამერები, ადრეული ავტომობილები და ა.შ. წარმოადგენენ რევოლუციური პროდუქტების მაგალითებს, რომლებმაც საბოლოო ჯამში ადამიანების ცხოვრება მნიშვნელოვნად შეცვალეს. ასევე, თანამედროვე კომპიუტერული მრეწველობაც წარმოიშვა რევოლუციური პროდუქტის დაფინანსების წყალობით. სხვა მაგალითს გენური ინჟინერიის პროდუქცია წარმოადგენს და ა.შ. ყველა რევოლუციური პროდუქტი თავისი განვითარების სხვადასხვა სტადიაზე დიდი მოცულობის კაპიტალს მოიხმარდა. ამიტომ, მათი განვითარებისთვის საჭიროა დაფინანსების ხანგრძლივი პერიოდი, რომელიც იქამდე გრძელდება, სანამ მოგების მოტანა არ დაიწყება.

2. <u>ინოვაციური.</u> ინოვაციური პროდუქტები ეს ის პროდუქტებია, რომელსაც ყველაზე მეტ ყურადღებას აქცევენ ვენჩურული ინვესტორები. ინოვაციური პროდუქტების მაგალითებად გამოდგება - მომენტალური ფოტოს გადასაღები ფოტოკამერები, პერსონალური კომპიუტერები (ნოუთბუკები), ფერადი ტელევიზორები, დიოდური განათების ლამპები და ა.შ. ყველა ეს პროდუქტი წარმოადგენს ოდესღაც რევოლუციური პროდუქტის სრულყოფის მორიგ ეტაპს. ასეთ პროდუქტებში განხორციელებული ცვლილებები (გაუმჯობესებები) იმდენად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა, რომ მან ბაზარზე ახალი მოთხოვნა გააჩინა. ამავდროულად, აღნიშნული ცვლილებები არასაკმარისად რევოლუციური აღმოჩნდა საიმისოდ, რომ მათი სიღრმისეული კვლევების ჩატარების აუცილებლობა და ხანგრძლივი დაფინანსების მოთხოვნა გამხდარიყო საჭირო.

3. <u>ევოლუციური.</u> ევოლუციური პროდუქტები - ეს უფრო იაფი და უფრო ხარისხიანი პროდუქტებია, რომლებიც ადრე ინოვაციურ პროდუქტებად იყო ცნობილი მომხმარებლისთვის. მაგალითად, პერსონალური კომპიუტერის მორიგი გაუმჯობესებული ვერსია (შეცვლილი დიზაინი, გაუმჯობესებული ტექნიკური პარამეტრები და ა.შ.). ევოლუციური პროდუქტების მხარდაჭერას ბევრი ვენჩურული კაპიტალისტი მიმართავს. ამ შემთხვევაში ის კომპანია, რომელიც ევოლუციურ პროდუქტს ამუშავებს (აწარმოებს) და ნერგავს, ცდილობს თავის კონკურენტებს გაუსწროს არა ხუთი ან ათი, არამედ ერთი ან ორი წლით. ამ

შემთხვევაში, ვენჩურული კაპიტალის მმართველს სჯერა, რომ ევოლუციური პროდუქტის და მოტივირებულ (აგრესიულ) მენეჯერთა გუნდის არსებობის შემთხვევაში, ისინი ადვილადშეინარჩუნებენ თავიანთ წამყვან (ლიდერ) პოზიციებს და ამის ხარჯზე მნიშვნელოვან მოგებას მიიღებენ მოკლე ხანში.

4. <u>ჩანაცვლებადი პროდუქტები.</u> ზოგიერთი ვენჩურული კაპიტალისტი მხოლოდ

ამგვარი პროდუქტების დაფინანსებით არის დაკავებული. მაგალითად, შეიძლება შეგვხვდეს ფონდები, რომლებიც სწრაფი კვების ქსელის დაფინანსებისას ძირითად აქცენტს აკეთებენ იმაზე, რომ ჰამბურგერები ჩანაცვლდეს ჩინური სამზარეულოთი ან ქათმის ნაწარმით. როგორც წესი, ესენი არიან გამოსყიდვის (LBOs) სპეციალისტები, რომლებიც მხარს უჭერენ ახალ მენეჯერთა გუნდს (არიან მოტივირებულნი და აგრესიულნი). ეს გუნდი მზად არის შეიძინოს ძველი და გაკოტრების პირას მყოფი ფირმები და გახადოს ისინი წარმატებულნი. ამ საქმიანობისას ისინი ცდილობენ ახლებურად „შეფუთონ" მათ განკარგულებაში არსებული პროდუქტი, თანამედროვე მოთხოვნილებების შესაბამისად.

4.3. ვენჩურული კაპიტალის არსებობა და ინვესტორისათვის ხელმისაწვდომობა

ვენჩურული დაფინანების მოძიების მიზანშეწონილობის საკითხის გადაწყვეტისას აუცილებელია შევაფასოთ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შესამლებლობები. სასურველია, რომ არსებული ვითარება რამოდენიმე ასპექტის მიხედვით განვიხილოთ. კერძოდ,

1. ვენჩურული კაპიტალის არსებობა;
2. ის პერსპექტივები, რომელიც მეწარმეს უჩნდება;
3. თანაინვესტირებისა და გაერთიანების (სინდიკაცია) შესამლებლობები და უპირატესობანი;
4. ვენჩურული კაპიტალის ხელმისაწვდომობა;
5. რა ოდენობის განაცხადი უნდა გააკეთოს და რამდენის იმედი უნდა ჰქონდეს;
6. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ადგილობრივი თავისებურებანი.

ვენჩურული კაპიტალის ხელმისაწვდომობის ზრდა მთელ-რიგ ფაქტორებთანაა დაკავშირებული, რომელთა შორის აღსანიშნავია **ცვლილებები კანონმდებლობაში,** მ.შ. აშშ-შიც. უპირველს ყოვლისა, ეს დაკავშირებულია საგადასახადო განაკვეთის შემცირებათან, რომელიც შემოღებული იქნა კაპიტალის ნამატით მიღებულ შემოსავლებზე. ამის გამო გაიზარდა ინტერესი ვენჩურულ ფონდებში ინვესტიციების განხორციელებაზე. ინვესტორებმა დაიწყეს ძიება, თუ როგორ მოახდინონ გრძელვადიანი პერიოდის განმავლობაში თავიანთი

შემოსავლების ზრდა, რაც შესაძლებელი გახდა კაპიტალის ნამატის დაბეგვრის დროს. ამ შემთხვევაში მიმდინარე გადასახადები მნიშვნელოვნად მცირდება.

მეორე, 1980-იან წლებიდან ამერიკის მთავრობამ ნება დართო საპენსიო ფონდებს თავიანთი **აქტივების** მცირედი **ნაწილი განეთავსებინათ** მაღალრისკიან **ვენჩურულ კომპანიებში.** რეალურად, საუბარი მხოლოდ 2 %-ზე მიდის, მაგრამგასათვალისწინებელია, რომ საპენსიო ფონდები ასობით მილიარდ დოლარს განკარგავენ. მოგვიანებით, ანალოგიური ცვლილებები სხვა ქვეყნებშიც განხორციელდა, რამაც ვენჩურული კაპიტალის ბაზრისკენ ინსტიტუციონალური ინვესტორების მეტი ინტერესი გამოიწვია. ამრიგად, გაჯანსაღებული გარემოს შედეგად ვენჩურული კაპიტალის ფონდები აღარ აწყდებიან სერიოზულ სირთულეებს სახსრების მოზიდვაში, ხოლო მეწარმეებმა თავისი პროექტების განვითარებისა და ზრდისათვის დიდი ზომის (მოცულობის) ფონდებთან მიიღეს წვდომა.

შესაბამისად, ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობები გაიზარდა გასული საუკუნის 80-ი წლების ბოლოდან. აღნიშნული პერიოდი დაემთხვა განვითარების პოსტინდუსტრიულ სტადიაზე გადასვლას. ამ პერიოდში მნიშვნელოვანი ეკონომიკური ზრდის მოლოდინები დაკავშირებული იყო ისეთი დარგების განვითარებასთან, როგორებიცაა ელექტრონიკა და ინფორმაციის დამუშავება. ამასთან, ნებისმიერი ზრდა ყოველთვის ახალ შესაძლებლობებს ჰქმნის (წარმოშობს). სხვაგვარად, ახალი შესაძლებლობები წარმოშობს ტრადიციული დარგების რესტრუქტურიზების პროცესს და მრავალრიცხოვან შერწყმისა და შთანთქმის (M&A) გარიგებებს, რომლებიც მოზიდული დაფინანსებით (კრედიტით) (LBO) ხორციელდებოდა. ასევე, დიდმა კომპანიებმა ბიზნეს-სტრუქტურების ფორმირება (გამოყოფა) დაიწყეს, რომლებიც ფინანსური მმართველობის ოპტიმიზაციის საკითხებით დაკავდნენ. ამ პროცესმაც შეუწყო ხელი ახალი შესაძლებლობების და კომპანიების წარმოჩენას.

1990-ან წლებისთვის, ე.წ. შობადობის ბუმის (baby boom) ბავშვებმა თავის სიმწიფის ასაკს მიაღწიეს და მათთვის საკუთარი ბიზნესის შექმნის (ფორმირების) საკითხი საკმაოდ მწვავედ დადგა. კრედიტზე განაკვეთების შემცირების პირობებში კომპანიების ღირებულება (ფასი) გაიზარდა. ამის გამო ბევრი მესაკუთრე დაინტერესდა საკუთარი ბიზნესის გაყიდვით. მიწოდების ზრდამ მოთხოვნის კიდევ უფრო მეტი ზრდა გამოიწვია და ყიდვის მსურველთა რაოდენობამ გამყიდველთა რიცხოვნებას გადააჭარბა. ბიზნესის ყიდვის მსურველთა რაოდენობის ზრდამ გაზარდა მოთხოვნა ვენჩურულ კაპიტალზე და აღნიშნულ ბაზარზე წარმოიშვა კონკურენცია.

მიუხედავად ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის გაზრდილი მაშტაბებისა მეწარმეებს შორის, რომლებიც ცდილობენ ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვას,

მაინც არსებობს მწვავე კონკურენცია. პრობლემა იმაშიც მდგომარეობს, რომ საკმარისი რაოდენობის **კვალიფიცირებული კადრების მწვავე დეფიციტიც არსებობს,** რომლებიც საჭირონი არიან დაფინანსების მოთხოვნის მსურველთა განაცხდების განსახილველად. მათი რაოდენობის ზრდა ჩამორჩება ვენჩურული ბიზნესის ზრდის ტემპებს. ასევე, მათი ზრდა შეზღუდულია მწირე ფინანსური რესურსებით, რომელიც ვენჩურულ ფონდებს გააჩნიათ. ამის გამო მეწარმეებს ხშირად მუშაობა უწევთ ქვედა დონის სპეციალისტებთან, რომლებიც არ არიან გადაწყვეტილების მიმღებნი. ისინი ხშირად ამბობენ თანხმობას, რომელიც რეალურად არაფერს ნიშნავს, რადგანაც ზედა რგოლის სპეციალისტის უარი მყისიერად გადაწონის მას. ამ პრობლემის თავიდან არიდება პრაქტიკულად შეუძლებელია. ამიტომ საჭიროა მიღებული იქნას ყველა ზომა, რათა რაც შეიძლება სწრაფად მოხდეს გადაწყვეტილების მიმღებ პირებზე გასვლა, რომელთა სიტყვა ვენჩურული კაპიტალის ფონდებში გადამწყვეტი იქნება.

4.4. შეთანხმება ინვესტორის უფლებების შესახებ

გარიგების პირობების შესახებ მოლაპარაკებების წარმოების დროს, შეთანხმებული პირობები ფორმალურად უნდა აისახოს დოკუმენტში, რომელსაც შეგვიძლია ვუწოდოთ „ვალდებულებათა განაცხადი“ (commitment letter) ან „პირობების ჩამონათვალი“ (term sheet) ან „საინვესტიციო მემორანდუმი“ (investment memorandum). ამ შემთხვევაში ზუსტ სახელწოდებას არ აქვს გადამწყვეტი მნიშვნელობა. მისი მთავარი დანიშნულებაა, რომ მოხდეს მიღწეული შეთანხმებების დაფიქსირება მარტივ და გასაგებ ენაზე.

ბევრი ვენჩურული ფონდი და კომპანია თავს არიდებს ამგვარი დოკუმენტის ხელმოწერას, ხოლო ზოგი მათგანი არ მოაწერს ამგვარ დოკუმენტს ხელს მანამ, სანამ იგი არ მიიღებს სავალდებულო იურიდიული დოკუმენტის ფორმას. ამას იმიტომ აკეთებენ, რომ მეწარმემ არ გამოიყენოს მათ მიერ ხელმოწერილი დოკუმენტი სხვა პოტენციურ ინვესტორებთან მოლაპარაკებების დროს. შეიძლება სხვა გარემოებებიც არსებობდეს, მაგალითად, ვენჩურულ ინვესტორს არ სურს აიღოს ზედმეტი წერილობითი ვალდებულებები, თუ მომავალში აპირებს გარიგების პირობების გამკაცრებას.

ნებისმიერ შემთხვევაში, უნდა ვეცადოთ ვენჩურული ფონდიდან მივიღოთ ზემოთ ნახსენები სამი დოკუმენტიდან ერთ-ერთი მაინც. მთავარია, რომ წერილობითი ფორმით, გასაგებ და ცალსახად ჩამოყალიბებულ დებულებებში დაფიქსირებული იყოს გარიგების ყველა არსებითი მომენტი და პირობები.

აღნიშნული კარგი საფუძველი იქნება იმისათვის, რომ მათზე დაყრდნობით მომზადებული იყოს სავალდებულო იურიდიული დოკუმენტი.

მოლაპარაკებების დროს მიღწეული შეთანხმებები არ უნდა იყოს გამოყენებული სხვა პირებთან (ინვესტორებთან) მოლაპარაკებების დროს. არსებული პრაქტიკა გულისხმობს განსაკუთრებულობას, რაც იმას ნიშნავს, რომ მოლაპარაკებები მხოლოდ ინვესტორთან მიმდინარეობს და სხვა ინვესტორებთან მოლაპარაკებების წარმოება შესაძლებელია მხოლოდ მაშინ, თუ მოლაპარაკებები ჩაიშალა და გარიგების პირობებზე ვერ შეთანხმდნენ. აღნიშნული პრაქტიკის დარღვევის შემთხვევაში მას ყველა გაიგებს (ყველა გაიგებს), რადგანაც ვენჩურული კაპიტალის თანამეგობრობა არც თუ ისე დიდია და საკმაოდ მჭიდრო და ინტენსიური ურთიერთ კომუნიკაცია გააჩნია.

არის შემთხვევები, როდესაც მეტი პასუხისმგებლობის მისაღებად, გამოიყენება მიდგომა, როდესაც კომპანია ვენჩურული ინვესტორის სასარგებლოდ ხსნის (აკეთებს) დეპოზიტს, რომლის მოცულობა მოსალოდნელი ინვესტიციების 1-2 % შეადგენს. იმ შემთხვევაში, თუ გარიგება წარმატებით დასრულდა ან ინვესტორის გამო ჩაიშალა, აღნიშნული დეპოზიტი კომპანიას უბრუნდება. იმ შემთხვევაში თუ გარიგება კომპანიის ინიციატივით ჩაიშალა, დეპოზიტი ინვესტორის განკარგულებაში გადადის და გამოიყენება მის მიერ გაწეული ხარჯების დასაფარავად. აღსანიშნავია ასევე, რომ **სასამართლოები დიდი ენთუზიაზმით არ იღებენ განსახილველად საქმეებს, რომლებიც განზრახვის შეუსრულებლობას ეხება,** რომელიც ყველა პარამეტრის მიხედვით ზემოთ ნახსენებ შემთხვევებს მიეკუთვნება.

მოლაპარაკებები შედეგად მიღწეული შეთანხმებების ხელმოწერამდე მთელი რიგი დოკუმენტების შედგენა, შეთანხმება და ხელმოწერაა საჭირო, რომელიც კომპანიასა და ინვესტორს შორის უნდა განხორციელდეს. იგი, როგორც წესი, შემდეგ დიდ სფეროებს მოცავს:

1. ინვესტიციის ძირითადი პარამეტრები (term of investments);
2. უზრუნველყოფა ან ფასიანი ქაღალდები (collateral or security);
3. ინვესტიციის პირობები (conditions);
4. წარდგინებები (representations);
5. გარიგების პირობები (conditions of commitment).

4.5 ვენჩურული კაპიტალი და ადგილობრივი ბაზრის შესაძლებლობები

განვითარებულ ქვეყნებში ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს ეკონომიკაში და სოციალურ ურთიერთობებში თანდათანობით მიმდინარე ცვლილებების შედეგს. ვენჩურული კაპიტალის აღმოცენებას საქართველოში გააჩნია თავისი განვითარების განსაკუთრებული გზა. ვენჩურული კაპიტალი

თავისი შინაარსით, როგორც უკვე აღვნიშნეთ პირველ თავში, წარმოადგენს ინოვაციური აქტივობის უზრუნველსაყოფელ საინვესტიციო რესურსს.

ინოვაციური ბიზნესის დაფინანსების წყაროს ფორმით ვენჩურული კაპიტალის აღმოჩენის და ჩამოყალიბების მომენტისთვის საქართველოში მოხდა სოციალურ- ეკონომიკური წყობის ცვლილება. საბჭოთა კავშირში მაღალტექნოლოგიური წარმოების სპეციფიკა მდგომარეობდა იმაში, რომ მთელი პროცესი - შემუშავებიდან საბოლოო პროდუქტის რეალიზებამდე - ხორციელდებოდა სახელმწიფო სტრუქტურების ფარგლებში. კვლევები მიმდინარეობდა აკადემიურ და დარგობრივ ინსტიტუტებში, განათლების უმაღლეს დაწესებულებებში, ხოლო წარმოება - სახელმწიფო საწარმოებში, როგორც წესი, მსხვილ ქარხნებში. ამგვარად, ერთიანი პროცესი, პროდუქციის შემუშავებიდან მის პრაქტიკულ გამოყენებამდე, საორგანიზაციო და ტექნოლოგიურ ნაწილებს შორის იყო მოქცეული. ინოვაციების დაფინანსება ხდებოდა ექსკლუზიურად სახელმწიფოს მიერ, ამასთან უმრავლეს შემთხვევაში, პრიორიტეტულ მიმართულებებში, როგორებიც იყვნენ შეიარაღება, კოსმოსი და ა.შ. მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული დაფინანსებაც სარისკოა, ვენჩურულს მას ვერ ვუწოდებთ. მრავალი წლის განმავლობაში არ არსებობდა ვენჩურული კაპიტალის არსებობის ობიექტური საჭიროება. ცნობილია, რომ გეგმიურ ეკონომიკაში არ არსებობდა კაპიტალი, როგორც დამოუკიდებლად მზარდი ღირებულება. მხოლოდ საბაზრო ურთიერთობების შექმნისას იბადება, როგორც ასეთი, სავაჭრო ურთიერთობებისთვის დამახასიათებელი ბევრი ფორმა: აღორძინდება კაპიტალი, ფულს ექმნება კაპიტალად გადაქცევის შესაძლებლობა, რის შედეგადაც იქმნება ვენჩურული კაპიტალის წარმოშობის ყველა წინაპირობა.

საინტერესოა საქართველოში საბაზრო ურთიერთობების წარმოშობის პირობები. ყველაზე მნიშვნელოვან გარემოებად მიიჩნევა ის, რომ საბაზრო ურთიერთობების ფორმირება ხდებოდა არა ბუნებრივი, არამედ ძალადობრივი, ანუ სახელმწიფო გადაწყვეტილებების, კანონებისა და ბრძანებების გზით. გარდა ამისა, მისი წარმოშობა და ჩამოყალიბება ხორციელდებოდა უდიდესი ფინანსური კრიზის პერიოდში, რომელსაც თან ახლდა საინვესტიციო, ფინანსური, ეკოლოგიური და მრავალი სხვა პრობლემა. აღნიშნული გარემოების გათვალისწინებით, აუცილებელია საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიური მახასიათებლების და მისი წარმოშობის თავისებურების გამომჟღავნება.

შედარებითი ანალიზის მეთოდიკის გამოყენებით შეიძლება ქართული ვენჩურული კაპიტალის თავისებურებების გამოყოფა-განხილვა:

- უპირველეს ყოვლისა, განსხვავება მდგომარეობს ვენჩურული კაპიტალის წარმოშობის სოციალური ბაზაში. თუ დასავლეთ ეკონომიკისთვის

ასეთ ბაზას წარმოადგენს კერძო საკუთრება, რომელიც ასწლეულების მანძილზე ვითარდებოდა, საქართველოში სოციალური ბაზის როლში გამოდის აქციონერთა საკუთრება, რომელიც წარმოიქმნა პრივატიზების შედეგად და ითვლის თავისი ისტორიის რამდენიმე ათეულ წელიწადს. ბუნებრივია, რომ ასეთმა კერძო საკუთრებამ საქართველოში ვერ ჩამოაყალიბა არსებობის საკუთარი კულტურა, მასში ძლიერია შავი კაპიტალის როლი, არსებობს კრიმინალური ურთიერთობების ელემენტები. იმისათვის, რომ ვენჩურული კაპიტალი გადაიქცეს ეკონომიკის ნამდვილ ინსტრუმენტად, საჭიროა ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ინსტიტუციური საფუძველის, საფონდო და სხვა ბაზრების განვითარება, კანონმდებლობის და საგადასახადო სისტემის დახვეწა;

- ქართული ვენჩურული კაპიტალის თავისებურებას წარმოადგენს ისიც, რომ მისი ძირითადი ფუნქციაა ცალკეულ კაპიტალთა მობილიზების ნაცვლად მათი აკუმულირება. კონცენტრირებული კაპიტალის არარსებობა არ გვაძლევს საშუალებას, ვისაუბროთ ვენჩურული კაპიტალის სიმძლავრეზე, რომელიც საკმარისი იქნებოდა ეკონომიკაში დიდი მოცულობით მისი გამოჩენისთვის. ეროვნული ინვესტორი ცდილობს რისკის დივერსიფიცირებას და იმ მცირე კაპიტალის სხვადასხვა სეგმენტში გადანაწილებას, რომელიც მას გააჩნია. უცხოელი ინვესტორები ასევე ერიდებიან მნიშვნელოვანი სახსრების დაბანდებას ინოვაციური პროექტების განსავითარებლად სახსრების დაკარგვის მაღალი რისკის გამო. შესაბამისად, მიზანშეწონილია საუბარი ქვეყანაში კაპიტალის კონცენტრაციის განვითარების საჭიროებაზე;

- თუ დასავლური ვენჩურული კაპიტალი იბადებოდა მეცნიერთა მხრიდან გაზრდილი ყურადღების ფონზე, საქართველოში ეს ხდება მეცნიერების დაფინანსების შემცირების, „ტვინების გადინების“, მეცნიერების და სპეციალისტების კომერციაში მასიური გადასვლის ფონზე. წარმოების ტექნოლოგიური განახლების, კონკურენტუნარიანი პროდუქციის გამოშვების, და საბოლოო ჯამში, საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების უზრუნველმყოფის ეროვნული მეცნიერების შენარჩუნების და განვითარების პრობლემებმა გადაიწია მეორე პლანზე. საქართველოში რეფორმების აქცენტები ძირითადად ეხებოდა მესაკუთრეობის ფორმების შეცვლას. ამან გამოიწვია ეროვნული სამეცნიერო პოტენციალის შემცირება, რომლის მდგომარეობა არ პასუხობს საქართველოს ინტერესებს, მის ადგილს მსოფლიო საზოგადოებრიობაში. მნიშვნელოვანი როლი ამაში ითამაშა დაშვებულმა შეცდომებმა მეცნიერების ცნობილი რეფორმირების სტრატეგიაში. ამის შედეგად მეცნიერება, მნიშვნელოვანი დოზით, განდევნილი იყო ეკონომიკის რეფორმირების პროცესიდან. იგი არ უზრუნველყოფდა სამეცნიერო წინსწრების თანმიმდევრულ ფორმირებას, რომელიც ძალზე მნიშვნელოვანია

ეკონომიკური და სოციალური პროგრესის ფაქტორების გასააქტიურებლად. უნდა აღინიშნოს, რომ ამ სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვან სფეროში საქართველო წლებითა და ათწლეულებით ჩამორჩება ბევრ განვითარებულ ქვეყანას. საქართველოში სამეცნიერო- კვლევითი და ტექნოლოგიური ნიმუშების უმნიშვნელო პროცენტი თუ გამოიყენება სამრეწველო წარმოებაში, დანარჩენი - კარგავს თავის აქტუალობას მანამ, სანამ მოხდება მისი კომერციალიზაცია.

ქართული და უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ანალიზის შედეგად შეიძლება გამოიყოს მათი საერთო და განსხვავებული მახასიათებლები. იხილეთ ცხრილი 4.5.1

ცხრილი 4.5.1

ქართული და უცხოური ვენჩურული კაპიტალის შედარებითი დახასიათება

შედარების კრიტერიუმი	უცხოური ვენჩურული კაპიტალი	ქართული ვენჩურული კაპიტალი
სოციალური ბაზა	წარმოების საშუალებებზე კერძო საკუთრება	სახელმწიფო საკუთრების პრივატიზაციის შედეგად კერძო საკუთრების წარმოქმნის სტადია
საქმიანობის ძირითადი ნაწილი	კაპიტალის მობილიზაცია	კაპიტალის აკუმულირება
მეცნიერებასთან კავშირი	ჩაისახა მეცნიერებისადმი ყურადღების ზრდასთან ერთად	ჩაისახა მეცნიერების სფეროს კრიზისის, ანუ დაფინანსების კატასტროფული შემცირებისა და მეცნიერთა უცხოეთში გადინების დროს
სამეწარმეო კულტურასთან კავშირი	ჩამოყალიბდა და განვითარდა მაღალი სამეწარმეო კულტურის ფონზე	ჩაისახა და ვითარდება დაბალი სამეწარმეო კულ-ტურის პირობებში
სამეცნიერო-ტექნიკურ პროგრესზე ორიენტაცია	ეფუძნება სამეცნიერო - ტექნიკური პროგრესის დაჩქარებას	არასაკმარისადაა მიმართული სამეცნიერო-ტექნიკურ პროგერესზე
პირველადი საფონდო ბაზრის განვითარების	დაკავშირებულია პირველადი საფონდო ბაზრების განვითარებასთან	მისი განვითარება უსწრებს საფონდო ბაზრების განვითარებას, საჭიროების შემთხვევაში იყენებს უცხოურ ინვესტიციებს
სოციალური მიმართულება	სოციალურად აქტიურია, ითვალისწინებს პროექტე-ბის ეკოლოგიურობას და მათ სოციალურ შედეგებს	სოციალურად პასიურია, ეკოლოგიური ორიენტაციის დონე - დაბალი

უცხოურ ქვეყნებში ინვესტირების მიზნები	ისწრაფის საზღვარგარეთ შემოსავლიანობის ზრდის მიზნით	მიისწრაფის საზღვარგარეთ საინვესტიციო რისკების შესამცირებლად ანდა „ფულის გათეთრების“ მიზნით

განვითარების პროცესში არა მხოლოდ საქართველოს ვენჩურული კაპიტალი შეიძენს უცხოური ვენჩურული კაპიტალისთვის დამახასიათებელ თვისებებს, არამედ უკანასკნელიც განიცდის ტრანსფორმირებას ქართულის ზეგავლენის შედეგად. საერთო მახასიათებლებიდან შეგვიძლია დავასახელოთ - ვენჩურული კაპიტალის განვითარების კავშირი პირველი საფონდო და ინოვაციური ბაზრების განვითარებასთან. ვენჩურული კაპიტალისტები ცდილობენ, რომ ყველაზე მომგებიანად განათავსონ ინვესტიციები და მიიღონ მაქსიმალური მოგება.

საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზარმა შედარებით ახალხან დაიწყო ფორმირება. აქ ვენჩურული ინვესტირების ისტორიის ათვლის წერტილად შეგვიძლია მივიჩნიოთ 1993 წლის აპრილი, როდესაც ტოკიოში „დიდი რვიანის“ სახელმწიფოების მინისტრების შეხვედრაზე მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის (EBRD) ვენჩურული კაპიტალის 11 რეგიონული ფონდის ჩამოყალიბების თაობაზე. ფონდების ჩამოყალიბების მიზნად განისაზღვრა „კერძო კაპიტალში პირდაპირი ინვესტიციების მეშვეობით პრივატიზებული კომპანიების გაძლიერებისთვის ხელშეწყობა”. გამოყოფილი 312 მლნ დოლარის ათვისების თაობაზე ტოკიოს სამიტზე მიღებული გადაწყვეტილების შესრულებისას, EBRD-მა 1994 წლის ივლისში განაცხადა 11 რეგიონული ვენჩურული ფონდიდან ერთერთის საქართველოში შექმნის შესახებ, რომელსაც წარმოადგენდა ქვემო ქართლის რეგიონული ვენჩურული ფონდი და იმართებოდა Siparex Gestion et Finance (SIGEFI) კომპანიის მიერ.

განვიხილოთ საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ძირითადი ასპექტები:

პირველი ეტაპი - ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ჩანასახი (1994-1998 წლები). აღნიშნულ ეტაპზე უცხოელი ინვესტორები იკვლევდნენ და აანალიზებდნენ ქართული ეკონომიკის შესაძლებლობებს, ახორციელებდნენ საცდელ ვენჩურულ ინვესტიციებს. ქვეყნის ეკონომიკურმა და პოლიტიკურმა არასტაბილურობამ, რეფორმირების ბუნდოვანმა კურსმა, ქართული კაპიტალის საზღვარგარეთ გადინებამ, მაღალი კლასის სპეციალისტების მასიურმა ემიგრაციამ, კორუფციამ მმართველ ორგანოებში განაპირობა იმ პერიოდის ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ისეთი დამახასიათებელი თვისებები, როგორებიცაა

დახურული ინფორმაცია ვენჩურული ინვესტორების მიერ დადებული გარიგებების შესახებ, სხვადასხვა ვენჩურულ ფონდებს შორის პროფესიული კონტაქტების არარსებობა, ვენჩურული ინვესტირების შესახებ ცოდნის სიმწირე ქართველი მეწარმეების რიგებში, განუვითარებელი ფასიანი ქაღალდებისა და სავალუტო ბაზრები.

აუცილებელია აღვნიშნოთ შეუსაბამობა საქართველოში EBRD-ის რეგიონული ვენჩურული ფონდების ინვესტირების მიზნობრივ სეგმენტსა და კლასიკური ვენჩურული ინვესტირების მიზნობრივ სეგმენტს შორის. როგორც უკვე აღვნიშნეთ პირველ თავში, ვენჩურული კაპიტალი განკუთვნილია მცირე (უფრო იშვიათად საშუალო), პრიორიტეტულად მაღალტექნოლოგიური საწარმოებისთვის. ამგვარად, საქართველოში რიგი უცხოელი ვენჩურული ინვესტორების, კერძოდ EBRD-ის ფონდების მიერ, არ იყო დაცული კლასიკური ვენჩურული დაფინანსების უმთავრესი პრინციპი. ვენჩურული კაპიტალისტების ქმედებების მნიშნველოვანი ნაწილი მიმართული იყო საშუალო და მსხვილი საწარმოების მხარდაჭერაზე. ამ პერიოდში საერთაშორისო სამთავრობო და საფინანსო სტრუქტურები აქტიურად ქმნიდნენ დსთ-ს ქვეყნებზე ორიენტირებულ ვენჩურულ ფონდებს, იმ იმედით, რომ ყოფილ საბჭოთა კავშირის ქვეყნებში არსებული მრავალი უნიკალური ტექნოლოგია, გასაიდუმლოებული ტექნიკური გადაწყვეტილებები ხელმისაწვდომი გახდებოდა კომერციული გამოყენებისთვის.

2016 წლის 26 თებერვალს საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრომ შეიმუშავა საქართველოს მცირე და საშუალო მეწარმეობის განვითარების სტრატეგია, რომელიც დაამტკიცა საქართველოს მთავრობამ. იგი გაწერილია 2016-2020 წლებზე და მისი შესრულებით მიიღწევა სამი მთავარი და, რაც მთავარია, გაზომვადი მიზანი:

1. 2020 წლისთვის მცირე და საშუალო საწარმოების გამოშვების ზრდა უნდა გახდეს წლიურად საშუალოდ 10%;

2. 2020 წლისთვის მცირე და საშუალო საწარმოებში დასაქმებულთა ზრდამ უნდა შეადგინოს 15%;

3. 2020 წლისთვის მწარმოებლურობის ზრდამ უნდა შეადგინოს 7%.

სტრატეგიაში გაშლილია მნიშვნელოვანი მიმართულებები:

1. საკანონმდებლო, ინსტიტუციური და სამეწარმეო გარემოს გაუმჯობესება; რაშიც იგულისხმება: ბიზნესის დახურვის და გადახდისუუნარობის პროცედურების გამარტივება/გაუმჯობესება;

2. განახლდება მცირე და საშუალო საწარმოთა განმარტებები, რადგანაც დადგენილი ნორმები მხოლოდ ნაწილობრივ შეესაბამება ევროპის ქვეყნებში დადგენილ მცირე და საშუალო ბიზნესის განმსაზღვრელ ნორმებს;

3. გაძლიერდება მცირე და საშუალო მეწარმეობის მხარდამჭერ ინსტიტუტებსა (ბიზნეს-ასოციაციები) და საჯარო და კერძო სექტორს შორის დიალოგი. შეიქმნება ერთგვარი კომუნიკაციის ოფიციალური პლატფორმა, რითაც მთავრობა უშუალოდ ბიზნესისგან დროულად შეიტყობს მათთან არსებულ პრობლემებზე და გაიზიარებს ინიციატივებს;

4. გაუმჯობესდება და გამარტივდება ფინანსებზე ხელმისაწვდომობა, რაშიც იგულისხმება მცირე და საშუალო მეწარმეთა ცოდნის ამაღლება ფინანსების გაზრდის (Fund rising) საკითხებში;

5. ამაღლდება გაცნობიერება იმისა, თუ ბანკებისა და მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების გარდა რა რესურსები არსებობს დაფინანსების მოსაზიდად;

6. ხელი შეეწყობა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას, კერძო საინვესტიციო და ვენჩურული კაპიტალის ფონდების მოზიდვას; გაფართოვდება „აწარმოე საქართველოში" - პროგრამის არეალი და სახელმწიფო თანადაფინანსების წილი;

7. დაიწყება მცირე და საშუალო მეწარმეობის უნარების განვითარება და სამეწარმეო კულტურის ამაღლების ხელშეწყობა, რაც გულისხმობს: შრომის ბაზრის საჭიროების იდენტიფიცირებასა და შესაბამისი დასაქმების და გადამზადების პროგრამების განვითარებას; მოხდება მცირე და საშუალო საწარმოთა ტრენინგების საჭიროებათა შეფასება და შესაბამისი ტრენინგების შემდგომი დაფინანსება;

8. პროფესიული განათლების სისტემა გახდება მეწარმეების მოთხოვნებზე ორიენტირებული და პროფესიული სასწავლებლები პროფესიულ კადრებს მოამზადებენ ბიზნესის საჭიროების მიხედვით; მოხდება ქალთა მეწარმეობის წახალისება;

9. გაძლიერდება ექსპორტის ხელშეწყობა და მცირე და საშუალო საწარმოთა ინტერნაციონალიზაცია;

10. მოხდება მეწარმეობის მხარდაჭერა საერთაშორისო სავაჭრო ურთიერთობების დამყარებაში, საერთაშორისო გამოფენებში მონაწილეობის მიღებაში და უცხოელ ინვესტორებთან კავშირების დამყარებაში;

11. გაგრძელდება და გაიზრდება ინოვაციების, კვლევისა და განვითარების ხელშეწყობა, რაც გულისხმობს: მცირე და საშუალო საწარმოებში ინოვაციების სტიმულირებას და ცნობადობის გაზრდას ინოვაციური მეწარმეობის მნიშვნელობაზე; ხელი შეეწყობათ გამომგონებლებს, რომ მოახდინონ მათი გამოგონების კომერციალიზაცია. საინფორმციაიო და საკომუნიკაციო

ტექნოლოგიების (ICT) გამოყენებითი უნარების გაუმჯობესება (ინტერნეტიზაცია), ინოვაციებისთვის საჭირო ინფრასტრუქტურის განვითარება, ტექნოპარკების გახსნა ქვეყნის მასშტაბით.

ამ სტრატეგიის მიღება აუცილებელი იყო, რადგან ქვეყანაში უნდა არსებობდეს ხედვა, თუ როგორ და რა ეტაპობრიობით უნდა გავნითარდეს მცირე და საშუალო ბიზნესი. სტრატეგიაში განსაზღვრულია კონკრეტულ ვადებზე მიბმული ქმედებები და ამ ქმედებების განმახორციელებელი შესაბამისი სამინისტროები, სხვადასხვა უწყებები.

აქვე გვინდა განვიხილოთ საქართველოს მცირე და საშუალო საწარმოთა ასოციაციის (GSMESA) მიერ შემუშავებული სტრატეგიული მიზნებიც, რომელთა გათვალისწინება და გაზიარებაც თითქმის მთლიანად მოხდა ქვეყნის სამთავრობო პროგრამაში. ასოციაციის რეკომენდაციები მნიშვნელოვანია იმდენად, რამდენადაც ითვალისწინებს საქართველოში ვენჩურული ინდუსტრიის ჩამოყალიბების და განვითარების ხელშეწყობას:

- საქართველოში საინვესტიციო საქმიანობისთვის ხელსაყრელი პოლიტიკური და

სამეწარმეო კლიმატის

ფორმირება;

- სამთავრობო და მმართველ ორგანოებში, მასობრივი ინფორმაციის საშუალებებში, ქვეყნის შიგნით და საზღვარგარეთ არსებულ საფინანსო და სამრეწველო წრეებში ასოციაციის წევრების ინტერესების დაცვა;
- ქართული ვენჩურული ბაზრის მონაწილეების საინფორმაციო უზრუნველყოფა;
- ვენჩურული ბიზნესის კომპანიებისთვის კვალიფიციური სპეციალისტებისთვის სხვადასხვა ქმედითი დახმარების უზრუნველყოფა.

შეუძლებელია იმის მტკიცება, რომ ასოციაციის შექმნასთან ერთად ჩამოყალიბდა ვენჩურული ინვესტორების სრულფასოვანი თანამეგობრობა. დღემდე ეს ორგანიზაცია აერთიანებს ვენჩურული ინდუსტრიის მონაწილეების უმნიშვნელო რიცხვს, თუმცა მისი ჩამოყალიბება წარმოადგენდა მნიშვნელოვან წინსვლას ვენჩურული კაპიტალის დაბანდების ცალკეული მცდელობების პროფესიული საქმიანობის ნორმალურ და ცივილიზებულ სახეობად გარდაქმნის გზაზე.

ვენჩურული ინვესტირების ქართული გამოცდილების გათვალისწინებით, გამოვყოთ საქართველოში ვენჩურული დაფინანსების განსავითარებელი პროცესის ძირითადი შემაფერხებელი ფაქტორები:

1. საქართველოს ეკონომიკის განვითარების ადრეული სტადია. პირდაპირი ინვესტირების მექანიზმები არ იყო განვითარებული, კომპანიების მენეჯერები უფრთხილდებიან გარე ინვესტორებს;

2. ვენჩურული ფონდების მენეჯერები არ არიან ადაპტირებულნი საქართველოს პირობებთან და მმართველი გუნდების შედგენა ნელა მიმდინარეობს;

3. ფონდების მენეჯერებს შორის პირდაპირი კავშირი არ არსებობს, რაც მათ ერთგვარ გარიყულობას განაპირობებს.

ზემოთ მოყვანილ ფაქტორების რიცხვს შესაძლებელია დაემატოს ქართველი მეწარმეების მიერ ვენჩურული დაფინანსების შინაარსისა და მიზნის ძნელად გააზრების ფაქტორიც. მაშასადამე, საქართველოში ვენჩურული ბაზრის განვითარების პირველ ეტაპს შემდეგი მახასიათებლები გააჩნია:

1. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ჩამოყალიბება არ იყო კერძო ინიციატივის შედეგი, რომელიც პასუხობს ადგილობრივი მეწარმეობის და ბაზრის განვითარების შიდა მოთხოვნებს, არამედ - პოლიტიკურ-ადმინისტრაციული გადაწყვეტილების შედეგი, რომლის უკან იდგა გარდამავალი ეკონომიკისთვის საბაზრო ეკონმიკის ჩანასახაბის მითვისების მცდელობა.

2. საქართველოში ვენჩურული დაფინანსების მიზნად გამოცხადდა

პრივატიზებული საწარმოებისთვის მხარდაჭერის აღმოჩენა, ან უფრო მასშტაბურად - საქართველოში საბაზრო ეკონომიკის ჩამოყალიბების ხელშეწყობა.

3. უცხოელმა ინვესტორებმა არ გაითვალისწინეს საქართველოს სპეციფიკა, ქართულ ნიადაგზე ადაპტაციის გარეშე განხორციელდა უცხოური ვენჩურული ფონდების მართვის თავისებურებების, მმართველო კომპანიების ქცევის სტილის, ფონდების და ინვესტიციების ობიექტების ურთიერთქმედების ხასიათის გადმოტანის მცდელობები.

4. საქართველოში ვენჩურული ინვესტირების მაღალ რისკებს ემატებოდა საერთო ეკონომიკური და პოლიტიკური არასტაბილურობა და გაურკვევლობა.

5. თუ განვითარებული ვენჩურული ინდუსტრიის მქონე ქვეყნებში ვენჩურული კაპიტალის 50%-ს გააჩნია ეროვნული წარმოშობა, ხოლო იმ დასავლურ ქვეყნებში, სადაც ვენჩურულ ინვესტირებამ ცოტა ხნის წინ დაიწყო განვითარება, ეროვნული კაპიტალი მნიშვნელოვნად პრევალირებს, საქართველოს ვენჩურულ ინდუსტრიაში ეროვნული კაპიტალი ან საერთოდ არ არსებობს, ანდა სუსტადაა წარმოდგენილი, რაც მნიშვნელოვნად აფერხებს მის განვითარებას.

გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ბევრი ქვეყნისათვის ჯერ კიდევ დამახასიათებელია ფინანსური სისტემები, რომლებშიც პრივალირებს ბანკები და ძალზე უმნიშვნელოა საჯარო და კერძო ბაზრების სააქციო კაპიტალების როლი. სწორედ ასეთი ფინანსური სისტემა ჩამოყალიბდა საქართველოში.

აქ ლოგიკური იქნება შეკითხვა - შეუძლია საბანკო კრედიტების
ხელმისაწვდომობას გაუადვილოს ფირმებს ინოვაციური საქმიანობა სარისკო კაპიტალის მნიშვნელოვანი ჩართულობის გარეშე?

ამ შეკითხვას ორი შესაძლო პასუხი გააჩნია:

პირველი - პესიმისტურია, თუ გავითვალისწინებთ ინოვაციების ბუნებრივ განუსაზღვრელობას, განსაკუთრებით ისეთ სფეროში, როგორიცაა მეცნიერება და ტექნოლოგიები. ამ თვალსაზრისით ცხადია, რომ ბანკები, როგორც დაფინანსების წყარო, ნაკლებად გამოსადეგია ოთხი მიზეზის გამო:

1. ჯერ ერთი, აქტივებს, რომლებიც ჩართულია ინოვაციებში, ყოველთვის არ აქვთ მატერიალური ფორმა, მაგალითად იმ შემთხვევაში, თუ ფირმის სპეციფიკა არ არის მატერიალური წარმოება და მის ძირითად კაპიტალს ადამიანური კაპიტალი წარმოადგენს. ამ შემთხვევაში ბანკი მას ვერანაირად ვერ გამოიყენებს უზრუნველყოფის სახით. ანუ, ასეთ ფირმებს არ გააჩნიათ სესხის უზრუნველყოფის ის კლასიკური გარანტიები, რომელთაც საბანკო საქმე მოითხოვს;
2. მეორეც, ინოვაციური ფირმებისათის, როგორც წესი, დამახასიათებელია ფულადი ნაკადების ვოლატილურობა (პირველ ხანებში მაინც). მაგრამ სწორედ ეს არ ჯდება ბანკების მიერ შეთავაზებული კრედიტების დაბრუნების გრაფიკთა უმრავლესობაში;
3. მესამეა ის, რომ ბანკს უბრალოდ შეიძლება არ ეყოს საექსპერტო გამოცდილება და პოტენციალი, ამა თუ იმ ტექნოლოგიის საწყის ეტაპზე შესაფასებლად;
4. დაბოლოს, ბანკებს ყოველთვის ექნებათ იმის შიში, რომ ახალი ტექნოლოგიების დაფინანსებას შეიძლება მოჰყვეს უკვე გაცემული კრედიტების უზრუნველყოფის ნაცვლად მიღებული ძველი ტექნოლოგიების გაუფასურება.

ყველა ამ მიზეზით, ბანკები შეიძლება არ იყონ მზად ანდა არ ეყოთ სახსრები ინოვაციური ფირმების ფართო დაფინანსებისათვის.

მეორე, **ოპტიმისტური შეფასება.** თუ გავიხსენებთ, რომ ბანკების ძირითად და საკვანძო ფუნქციას ფირმებთან გრძელვადიანი შეთანხმებების დადება წარმოადგენს, რომლის დროსაც დაკრედიტების სპეციალისტებს უყალიბდებათ მსესხებლების უფრო ღრმა გაგება, მაშინ ცხადი გახდება, რომ ბანკებს გააჩნიათ ინოვაციური ფირმების დაფინანსების შესაძლებლობები, ვინაიდან ხანგრძლივი ურთიერთობის განმავლობაში ისინი უკეთესად ჩაწვდებიან ფირმების ბიზნეს-გეგმებს და მათში გათვალისწინებული ტექნოლოგიების მნიშვნელობას.

გარდა ამისა, როგორც ხაზგასმითაა აღნიშნული EBRD-ის „გარდამავალი პერიოდის შესახებ" მოხსენებაში, შიდასაფირმო ინოვაციებისთვის საჭიროა არა მხოლოდ სამეცნიერო-ტექნოლოგიური კვლევები და ახალი ტექნოლოგიები, არამედ ისინი ითვალისწინებენ აგრეთვე არსებული პროდუქტებისა და პროცესების დანერგვას. შესაძლოა ისინი არაა ახალი მსოფლიოს წამყვანი კომპანიებისათვის, მაგრამ სიახლეა ქართული კონკრეტული ფირმის საქმიანობაში, რომელიც კონკრეტულად ქართულ ბიზნეს-სივრცისათვის ინერგება. ასეთი იმიტაციური ინოვაციები ნაკლები რისკის ქვეშ დგას და უფრო შეესაბამება ბანკების უმეტესობის წარმოდგენას საკრედიტო რისკების შესახებ.

ეს განსაკუთრებით დამახასიათებელია ისეთი ბანკებისთვის, რომელთაც უკვე აქვთ რაიმე სახის გამოცდილება კონკრეტული ტექნოლოგიების დაფინანსებისას დამოუკიდებლად, ან სხვა პარტნიორ ბანკთან ერთად.

აქ არის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი მომენტი, კერძოდ: ბანკი შეიძლება მოგვევლინოს საკუთარი კლიენტების ბაზაში არსებულ სუბიექტთა შორის, როგორც ინოვაციური ტექნოლოგიების გავრცელების ინსტრუმენტი.

დაბოლოს, იმ შემთხვევაშიც კი, როცა ბანკები არც პირდაპირ და არც ირიბად არ ახდენენ ინოვაციური პროექტების დაფინანსებას, მათ მაინც შეუძლიათ შიდასაფირმო ინოვაციების სტიმულირება. მაგალითად მაშინ, როცა ისინი გასცემენ საბრუნავი კაპიტალის დასაფინანსებელ სესხებს, ანდა მოკლევადიან კრედიტებს. ამ დროს ხდება ფირმის შიდა რესურსების გამოთავისუფლება და ინოვაციური პროექტის დასაფინანსებლად მისი მიმართვა. ცნობილი ფაქტია, რომ მსოფლიოში არსებულ ყველა ფირმას ურჩევნია, რომ ინოვაიური კაპიტალი არა ნასესხებ, არამედ საკუთარ სახსრებს წარმოადგენდეს.

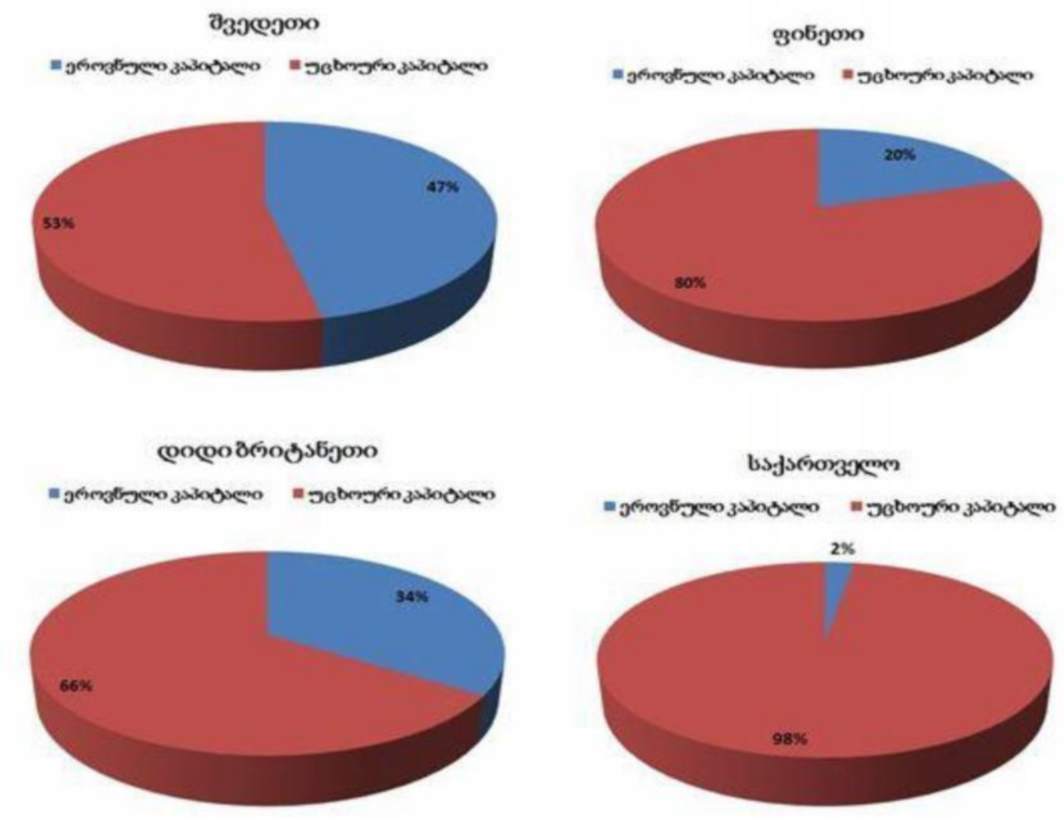
საქართველოში ძირითად ინვესტორს წარმოადგენს განვითარებისა და რეკონსტრუქციის ევროპის ბანკი, რომლის წილზე მოდის ვენჩურული ინვესტიციების საერთო მოცულობის დაახლოებით 75%. ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე ქართული ინვესტიციების არარსებობის ერთ-ერთ მიზეზად შეიძლება დასახელდეს ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიკა, რადგან ის წარმოადგენს ფინანსური სახსრების და ცოდნის, უნარების, ინვესტორის უნარების კონგლომერატს. სწორედ ამ უკანსკნელთა სიმწირე ქართველი ინვესტორების რიგებში განაპირობებს მათ დაბალ აქტიურობას.

ერთის მხრივ, EBRD-ის რეგიონული ვენჩურული ფონდები ასრულებენ დადებით როლს საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარებაში, რადგან აძლევენ საშუალებას სხვა მმართველ კომპანიებს - გაეცნონ, თუ როგორ შეუძლია ვენჩურულ კაპიტალს ეფექტური მოქმედება ქვეყანაში; ხელს უწყობენ ქართულ ბაზარზე კერძო ინვესტორების გამოჩენას და ამით ასრულებენ

კატალიზატორების როლს; ხელს უწყობენ ვენჩურული ინდუსტრიის ქართველი პროფესიონალების ფორმირებას.

დიაგრამა 4.5.1

ვენჩურული კაპიტალის გადანაწილება ინვესტორების შემადგენლობის მიხედვით



წყარო:
[11. 108]

ამასთან ერთად, რიგი მიზეზების გამო არ ღირს EBRD-ის რეგიონული ვენჩურული ფონდები წარმოვსახოთ ტექნოლოგიური ბიზნესისთვის ინვესტიციების სერიოზული წყაროდ, გამომდინარე იქიდან, რომ:

1. რეგიონული ვენჩურული ფონდები (შემდგომში **რვფ**) მხარს უჭერენ პროექტებს განვითარების საკმაოდ პროდუქტიულ სტადიაზე (expansion), საწყისის ნაცვლად (start up). ინვესტიციებზე პრეტენდენტ კომპანიას უნდა გააჩნდეს გაყიდვების მნიშვნელოვანი მოცულობა, რომელიც რვფ-ს ინვესტიციის ზომის

შესაფერისი იქნება (მინიმუმ 300-500 ათასი დოლარი, საშუალოდ 1-2 მლნ დოლარი). მცირე საწარმოებისთვის „ჩანასახოვან“ (seed) და საწყის (start up) სტადიებზე საჭირო ინვესტიციების მოცულობა, როგორც წესი, შეადგენს 30 000დან 100 000-მდე ლარს;

2. რვფ-ს ხემძღვანელების მიერ რისკების შეფასება მაინცა და მაინც საბაზრო არაა: რისკის მინიმიზაცია, რომელიც საჭიროა ნებისმიერი საინვესტიციო პროექტის განხილვისას. რვფ-ს დირექტორებს აქვთ ძლიერი მოტივაცია - არ გასცენ ინვესტიციები და არასაკმარისად მოახდინონ ფონდის კაპიტალიდან შემოსავლის მაქსიმიზაცია. შესაბამისად, რვფ არ წარმოადგენს საბაზრო ინსტიტუტს სრული ხარისხით. სწორედ ამიტომაა საქართველოში დაფინანსებული რვფ-ს მიერ პროექტების მცირე რიცხვი.

3. როგორც ჩანს, ფონდი არის ორიენტირებული მაღალტექნოლოგიური პროექტების დაფინანსებაზე. მიუხედავად იმისა, რომ რვფ აღიარებს, რომ მხოლოდ ასეთ პროექტებს შეუძლიათ დაბანდებული სახსრებიდან მიღებული შემოსავლების უდიდესი ზრდა, ისინი ენთუზიაზმის გარეშე განიხილავენ high-tech პროექტებს. არსებობს იმის საშიშროება, რომ მაღალი ტექნოლოგიების სფეროს ის პროექტები, რომლებსაც რვფ-მ აღმოუჩინა ძლიერი ფინანსური მხარდაჭერა, ვერ შეძლებენ კონკურენციის გაწევას. ეს საშიშროება უფრო მართლდება, თუ გავითვალისწინებთ, რომ ქართული პროექტები ორიენტირებულია „ტრადიციულ“ (საკვები, სასმელი, წყალი და ა.შ.) დარგებზე და ძირითადად შიდა ბაზარზეა გათვლილი, ხოლო high-tech პროექტები უფრო ეფექტურია მხოლოდ საერთაშორისო ბაზრებზე ექსპორტის შემთხვევაში.1994-2008 წლების პერიოდში ვენჩურული ფონდების მიერ განხორციელებული გარიგებების შესახებ ინფორმაციის ხელმიუწვდომლობის გამო, ვენჩურული ფონდების რაოდენობის და მოზიდული ვენჩურული კაპიტალის ზომების შეფასება საკმაოდ რთულია, მიუხედავად ამისა, ექსპერტების რამდენიმე შეფასების მიხედვით, აღნიშნულ ეტაპზე ქვეყნის ტერიტორიაზე ფუნქციონირებდა 4 ფონდი, რომლებმაც განახორციელეს დაახლოებით 3,5 მლნ დოლარის ტოლი ინვესტიცია.

4. 2008 წლის აგვისტოს კრიზისი იქცა გარდამტეხ მომენტად, როგორც მთლიანი ქვეყნისთვის, ისე ჯერ კიდევ სუსტი ვენჩურული კაპიტალის ბაზრისთვის. საქართველოში მოქმედი ოთხი ვენჩურული ფონდიდან სამმა შეწყვიტა თავის საქმიანობა, ხოლო რამდენიმე ახალს აღარც კი გადაუწყვეტია მისი დაწყება. ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის განვითარების მეორე ეტაპისთვის საჭირო გახდება პროფესიონალი მენეჯერების გამოჩენა, რომლებიც ფლობენ არა მხოლოდ ბიზნესის მართვის თანამედროვე ტექნოლოგიებს, არამედ გააჩნიათ ქართული გამოცდილება, იციან ეროვნული კანონმდებლობა და ფლობენ ბიზნესის წარმართვის პრაქტიკულ უნარ-ჩვევებს. მსგავსი

სპეციალისტების რაოდენობა არ პასუხობს საქართველოში ვენჩურული ინდუსტრიის განვითარების მოთხოვნებს. მრავალი ქართველი მეცნიერი, რომელმაც შექმნა თავისი ბიზნესი, დღემდე განსხვავდება თავისი უცხოელი კოლეგებისგან მეწარმეობის სუსტი კულტურით, უუნარობით - ობიექტურად შეაფასოს კომერციალიზებული სამეცნიერო-ტექნიკური ნიმუშის საბაზრო პერსპექტივები. ძალიან ხშირად თავისი ინტელექტუალური საკუთრების კომერციალიზაციით დაკავებული მეცნიერები ზღუდავენ თავის ამბიციებს ელემენტარული სურვილით - შეავსონ სამეცნიერო მუშაკის მწირე ბიუჯეტი თითქმის კუსტარულად აწყობილი რამდენიმე მოწყობილობის წლიური გაყიდვებიდან მიღებული შემოსავლით.

ბიზნესის და ტექნოლოგიური კონსალტინგის სფეროში განათლებული სპეციალისტების მოზიდვა პატარა ინოვაციურ კომპანიას აძლევს საშუალებას, გადაწყვიტოს დანარჩენი ზემოთ ჩამოთვლილი პრობლემების კომპლექსი, რომელიც აფერხებს ურთიერთობას ვენჩურულ ინვესტორებთან. როგორც გვიჩვენებს პატარა კომპანიების უცხოური გამოცდილება სამეცნიერო-ტექნიკურ სფეროში, ვენჩურული ინვესტიციების მისაღებად კომპანიის მზადების პროცესში აუცილებელია შემდეგი სამუშაოების ჩატარება:

- ტექნოლოგიური აუდიტი;
- არამატერიალური აქტივების შეფასება და კომპანიის ინტელექტუალური საკუთრების უფლებებში გამჭირვალობის მიღწევა;
- მმართველი გუნდის ჩამოყალიბება და პერსონალის მართვის სამუშაოების ჩატარება;
  - მარკეტინგული სტრატეგიის შემუშავება;
  - ბიზნეს-გეგმის შემუშავება;
  - კომპანიის საქმიანობის ფინანსური გამჭირვალობის უზრუნველყოფა;
  - ხარისხის მართვის სისტემის დანერგვა.

ვენჩურული კაპიტალის ქართული ბაზრის გადასვლა მესამე ეტაპზე დაკავშირებულია, ჩვენი აზრით, საქართველოს ეკონომიკის სტაბილურობასთან, მისი კონკურენტუნარიანობის მატებასთან, ინფლაციის შემცირებასთან. ქართველი ინვესტორების რიგებში ინტერესის გაღვივება საკუთარ ქვეყანაში საქმიანობის წარმართვის მიმართ წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ბაზრის მდგრადობის და პერსპექტიულობის მნიშვნელოვან მაჩვენებელს.

აღსანიშნავია ვენჩურული ფონდების საქმიანობისთვის შექმნილ წინაღობები:

პირველ რიგში, საგადასახადო სისტემა, რომლის მიხედვით არ შეიძლება სამეცნიერო- კვლევითი სამუშაოებისთვის საჭირო ახალი დანადგარების შეძენასა და მარკეტინგულ კვლევებზე გაწეული ხარჯების დანახარჯებში აღრიცხვა. ხოლო კომპანიებისთვის, რომლებიც ახორციელებენ ვენჩურულ პროგრამებს, სწორედ ესაა ძირითადი დანახარჯები; **მეორე,** მნიშვნელოვან პრობლემას წარმოადგენს მრავალრიცხოვანი მარეგულირებელი ორგანოები; **მესამე,** დამატებით სირთულეებს ქმნის ეროვნული საფინანსო სტრუქტურის თავისებურება. განვითარებული ქვეყნებისგან განსხვავებით, საქართველოში ინსტიტუაციური ინვესტორებისთვის, როგორებიც არიან საპენსიო ფონდები და სადაზღვეო კომპანიები, ფაქტიურად აკრძალულია სახსრების დაბანდება ვენჩურულ ფონდებში.

არანაკლებ მნიშნველოვანია ვენჩურული ინვესტიციების ლიკვიდურობის პრობლემა, რადგან მოძლიერებული კომპანიის გაყიდვა, რომელმაც წარმატებით განახორციელა ვენჩურული პროექტი (რის გამოც, ძირითადად, იგება ეს ბიზნესი), საკმაოდ რთულია გამომდინარე იქიდან, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟაზე

მოთხოვნით (რომელიც ძალზე სპეციფიკური და წერტილოვანია) სარგებლობენ ძირითადად მსხვილი კომპანიების ფასიანი ქაღალდები. მცირე და ახალგაზრდა კომპანიის გაყიდვა შეიძლება იქცეს საკმაოდ რთულ და ხანგრძლივ პროცედურად ძნელად პროგნოზირებადი შედეგით. ამდენად, ვენჩურული ინვესტიციების ლიკიდურობა ჯერ კიდევ რჩება ძნელად გადასაჭრელ პრობლემად შემდეგი ფაქტორებიდან გამომდინარე:

- ვენჩურული პროექტების წარმატებულად განმახორციელებელი კომპანიების აქციების ბაზრის არასაკმარისი განვითარება;
- მსხვილი კომპანიების მიერ ვენჩურული პროექტების განმახორციელებელი კომპანიების შესყიდვის მწირე გამოცდილება;
- უცხოელი ინვესტორების მხრიდან არასაკმარისი ნდობა ახალგაზრდა ქართული კომპანიების მიმართ.

ფასიანი ქაღალდების ქართული ბაზრის არასაკმარისი განვითარება ჯერ კიდევ არ აძლევს ვენჩურული კაპიტალის მქონე კომპანიებს საშუალებას, განახორციელონ საკუთარი აქციების გატანა საფონდო ბაზარზე და ამით უზრუნველყონ ვენჩურული კაპიტალისტის ბიზნესიდან გასვლის სტრატეგია.

ყველა ეს ფაქტორი განაპირობებს იმას, რომ ხშირად საქართველოში, ისევე როგორც გარდამავალი ეკონომიკის მქონე სხვა ქვეყნების უმრავლესობაში, ხდება ახალგაზრდა კომპანიების სააქციო კაპიტალში კლასიკური ვენჩურული ინვესტირებით ჩანაცვლება. გარდა ამისა, საქართველოში ვენჩურული ბიზნესის

უფრო სერიოზულ პრობლემას წარმოადგენს ნორმატიულ-სამართლებრივი ბაზის არ არსებობა, რომელიც მოახდენდა ვენჩურული კაპიტალის სპეციფიური საქმიანობის რეგლამენტირებას და სახელმწიფო მხარდაჭერის გათვალისწინებას.

4.6. ბაზრის კონიუქტურის შესწავლა და მარკეტინგული ღონისძიებები

ბაზრის კონიუქტურის შესწავლა გულისხმობს ბაზარზე ვითარების შესწავლა- ანალიზს და პროგნოზირებას. მისი საბოლოო შედეგი, როგორც წესი, უნდა იყოს პასუხების მიღება ისეთ კითხვებზე, როგორიც არის - როდის და რა ფასად უნდა მოხდეს საქონლის ყიდვა ან გაყიდვა.

ვენჩურული კაპიტალის ფონდები, როგორც წესი, საგრძნობლად განსხვავდებიან ერთმანეთისგან. განსხვავება შეიძლება იყოს ინვესტიციის მიზნებიდან, ეტაპებიდან, გეოგრაფიული, საქმიანობის სტილის მიხედვით და ა.შ. მეწარმეები და მათი წარმომადგენლობა, ხშირად ვერ აყალიბებენ კომპანიის ფინანსურ მოთხოვნილებებს, როგორც მოცულობის, ასევე იმ ფინანსური ინსტრუმენტის მიხედვით, რომელიც მათ სჭირდებათ. მეორე მხრივ კი, ფონდის მმართველებს რატომღაც სჯერათ, რომ ყველამ კარგად იცის, თუ რას ნიშნავს ინვესტიციების განხორციელება სააქციო კაპიტალში. მაგრამ, რეალური პრაქტიკა საპირისპიროზე მეტყველებს. ვენჩურული კაპიტალი - საკმაოდ რთული ფინანსური პროდუქტია. ამ ბაზარზე წარმატების მიღწევა შესაძლებელია მხოლოდ კარგად მომზადებული (დამუშავებული) მარკეტინგული პოლიტიკის მეშვეობით. ამასთან, ვენჩურული ბიზნესი მთლიანობაში გახსნილი უნდა იყოს მოსალოდნელი შედეგების მიმართ ანუ გამოვდივართ მომხმარებლის პოზიციიდან. ვენჩურული კაპიტალის ფონდმა უნდა დასვას კითხვა - „რისი ყიდვა (შეძენა) სურს ჩვენს პოტენციურ კლიენტს?“

ვითარება უფრო ბუნდოვანი ხდება, რადგანაც ვენჩურული კაპიტალის მმართველები ხშირად თავიანთ ძირითად კლიენტებად შეცდომით მიიჩნევენ არა კომპანიებს, სადაც ინვესტიცია მიემართება, არამედ ინვესტორებს, რომელთა თანხებსაც ისინი განკარგავენ. მეწარმე, რომლის კომპანიაში მიემართება ინვესტიცია, მათ მიერ აღიქმება თავიანთი საქმიანობის ან წარმატებული ან წარუმატებელი პროდუქტი. თუმცა, მეორეს მხრივ, ვენჩურული კაპიტალის მმართველი - ეს ფინანსური შუამავალია, რომელსაც კლიენტები ჰყავს როგორც მოთხოვნის, ასევე მიწოდების მხრიდან.

განვითარებულ ქვეყნებში, ვენჩურული კაპიტალის მმართველებმა (მენეჯერებმა) დიდი ხანია გაიაზრეს, რომ ბაზრების გაფართოების კვალობაზე, როდესაც სულ უფრო და უფრო მეტი ფონდები იწყებენ ფუნქციონირებას, მკვეთრად იზრდება კონკურენცია. ამჟამად, თითოელ მათგანს უწევს იზრუნოს

არა მხოლოდ ფულადი სახსრების მოზიდვაზე, არამედ საზოგადოებაში საკუთარ იმიჯზე. ვენჩურული კაპიტალის მმართველთა იმიჯი საკმაოდ მიმზიდველი უნდა იყოს იმ მეწარმეებისათვის, რომლებიც დაინტერესებულნი არიან ვენჩურულ ინვესტიციებით. ასეთი მარკეტინგული სტრატეგია უნდა გახდეს ვენჩურული ბიზნესის შემადგენელი ნაწილი

ლექცია V. ვენჩურული დაფინანსების ტექნიკა

5.1. ვენჩურული დაფინანსებისას გამოყენებადი ფინანსური ინსტრუმენტები

ვენჩურული დაფინანსების მთავარი ამოცანა იმაშია, რომ მიმართოს კერძო და ინსტიტუციონალური კაპიტალი (ფინანსები, რესურსები) ახალი საწარმოების დასაფინანსებლად, რადგანაც მათ უჭირთ დაფინანსების მოზიდვა სხვა წყაროებიდან. კომპანიები, რომლებიც ინოვაციური პროდუქციის წარმოებას გეგმავენ, მთავარ გამოწვევად თავიანთი საქმიანობის საბოლოო შედეგების გაურკვევლობას მიიჩნევენ.

საქმიანობის საწყის ეტაპზე ახალი იოვაციური საწარმოების ერთ-ერთი დამახასიათებელი ნიშანი ფულადი ნაკადების მოძრაობის დადებითი ბალანსის არარსებობა გახლავთ. შესაბამისად, ისინი მოკლებულნი არიან შესაძლებლობას - ეფექტიანად მოემსახურონ თავიანთ სავალო ვალდებულებებს. ამიტომ აქციების პირველად საჯარო განთავსებამდე ან კომპანიის გაყიდვის პროცედურების დაწყებამდე, დაფინანსების ძირითად წყაროს აქციონერული კაპიტალი წარმოადგენს. მაგრამ, ეს სულაც არ ნიშნავს, რომ საწარმოები თავისი განვითარების ადრეულ სტადიებზე, საერთოდ არ იყენებენ ნასესხებ სახსრებს. ახალ კომპანიებს, რომლებსაც ჯერ არ გააჩნიათ საკმარისი ფულადი სახსრები (ნაღდი ფულის მოძრაობის დადებითი ბალანსი), შესწევთ უნარი მოემსახურონ თავიანთ სავალო ვალდებულებებს ორი პირობის შემთხვევაში. კერძოდ:

1.თუ უახლოეს პერიოდში მოსალოდნელია ახალი შენატანები აქციონერულ კაპიტალში;

2. თუ უახლოეს პერიოდში იგეგმება დადებითი ფულადი ნაკადების სალდოს მიღწევა.

აქ გასათვალისწინებელია, რომ კომპანიის ვენჩურული განვითარების სტადიაზე, სავალო დაფინანსებას შეუძლია შეცვალოს აქციონერთა, განსაკუთრებით პრივილიგირებულ აქციონერთა უფლებები და უპირატესობანი. ამოტომ, მათი თანხმობის მოპოვება აუცილებელი პროცედურაა.

ვენჩურული დაფინანსებისას არსებობს და წარმატებით გამოიყენება კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირებისა და სხვადასხვა კლასის ფასიანი ქაღალდების ჩამოყალიბების სამი ძირითადი მიდგომა. კერძოდ:

1.ყველაზე მარტივი მიდგომის მიხედვით, კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების დროს ყველა კატეგორიის ინვესტორისათვის გამოიყენება მხოლოდ ჩვეულებრივი აქციები;

2. მეორე მიდგომის მიხედვით, რომელიც ვენჩურულ კაპიტალისტებს შორის ყველაზე პოპულარულია, კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის

ფორმირებისას ინსტიტუციური და ვენჩურული ინვესტორებისთვის გამოიყენება კონვერტირებადი პრივილიგირებული აქციები, ხოლო კომპანიის დამფუძნებლებისა და ვენჩურულ ინვესტორებამდე არსებულ მონაწილეთათვის (ე.წ. ბიზნეს „ანგელოზები") გამოიყენება ჩვეულებრივი აქციები.

3. მესამე, ახალი მიდგომის მიხედვით, ვენჩურული ინვესტორები იყენებენ ეგრეთ წოდებულ აქციების ზმას (კალათას), რომელიც ჩვეულებრივი და არაკონვერტირებადი პრიველიგირებული აქციებისგან შედგება.

რეალურ პრაქტიკაში ვენჩურულ დაფინანსებისას გამოიყენება ფინანსური ინსტრუმენტების ოთხი ბაზისური სახეობა. კერძოდ:

1. ჩვეულებრივი აქციები;
2. პრივილიგირებული აქციები;
3. კონვერტირებადი სავალო ინსტრუმენტები;
4. ნაწარმი ფასიანი ქაღალდების კომბინაცია (ვარანტების და ნოტების).

5.2. ჩვეულებრივი და პრეფერენცირებული აქციები

ჩვეულებრივი აქციები (აშშ-ი მათ "common stock/shares", ხოლო გაერთიანებულ სამეფოში "ordinary shares" უწოდებენ) - ეს არის ქაღალდები, რომელიც ადასტურებს გარკვეული წილის ფლობის ფაქტს კერძო (სააქციო) კომპანიაში. საფონდო ბირჟაზე ღია ტიპის აქციონერული საზოგადოების ამგვარი აქციების თავისუფალი ყიდვა/გაყიდვა მიმდინარეობს.

ამ აქციების მფლობელებს გააჩნიათ ხმის უფლება, როდესაც კომპანიის მმართველთა ორგანოების არჩევა მიმდინარეობს. მათ ასევე შეუძლიათ მიიღონ მონაწილეობა აქციონერთა საერთო კრებაზე სხვა მნიშვნელოვანი საკითხების განხილვისას და მიიღონ დივიდენდები თავიანთი აქციების წილის მიხედვით. აქვე უნდა აღვნიშნოთ, რომ ჩვეულებრივი აქციები გარანტირებული დივიდენდების ან სხვა სახის შემოსავლების მიღებას არ იძლევა. კომპანიის ლიკვიდაციის დროს, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები იღებენ თავიანთ კუთვნილ თანხას ბანკების (კრედიტორები), ობლიგაციებისა და პრივილეგირებული აქციების მფლობელების შემდეგ.

აქციების ეს ტიპი ყველაზე მიმზიდველია (მოთხოვნადია) იმ მეწარმეებს შორის, რომლებიც ვენჩურულ კაპიტალთან მუშაობენ. მათი შეძენის დროს მთავარი პრობლემა ფასის საკითხია. ვენჩურული ინვესტორი ვერ მოიპოვებს ბიზნესზე კონტროლს, თუ იგი აქციების 51 და მეტ პროცენტს არ ფლობს. ვენჩურულ ინვესტორს, ამასთან ერთად, დამატებითი პრეფერენციებიც ესაჭიროება სხვა აქციონერთა მხრიდან. ეს პრეფერენციები დამატებითი კონტროლის ფუნქციების მინიჭებას გულისხმობს - როცა კომპანიის საქმეები ისე კარგად არ მიდის, როგორც თავდაპირველად იყო დაგეგმილი ან იმ შემთხვევაში,

თუ ვენჩურული ინვესტიციიდან გამოსვლა ფერხდება. თუ კომპანიის წინაშე დასახული მიზნები მიღწეული არაა, ინვესტორს უჩნდება შესაძლებლობა - გაყიდოს კომპანიის ჩვეულებრივი აქციები, მაგრამ უფრო ხშირად ინვესტორი ითხოვს სხვა ინვესტორების (აქციონერების) ყველა აქციები გადაცემული იყოს სპეციალურ სატრასტო ფონდში (trust fund) და ნდობით აღჭურვილი მმართველი მოახდენს ამ აქციების განკარგვას ხმის მიცემის დროს.

პრეფერენცირებული (პრივილიგირებული) აქციები (preferred stock/shares or preference share) - აქციების ისეთი ტიპია, რომელსაც გარკვეული უპირატესობანი გააჩნიათ ჩვეულებრივ აქციებთან შედარებით. ეს უპირატესობები შეიძლება გამოვლინდეს დივიდენდების მიღების დროს ან/და ბიზნესის ლიკვიდაციის დროს. ეს აქციებიც შეიძლება იქნას ნაყიდი ვენჩურული ინვესტიციების ფონდის მიერ **გარკვეული პირობების** დადგომის დროს.

განვიხილოთ ზოგიერთი პირობა

პირველი პირობა. ამ აქციების მიხედვით უნდა მოხდეს დივიდენდების გადახდა, როგორც წესი 6-8 %-ის დიაპაზონის ფარგლებში აქციის ნომინალის მიხედვით. ზოგიერთ განვითარებადი ეკონომიკებისთვის დივიდენდის მოცულობა აქციის ნომინალის 12-15 %-ც კი შეიძლება გახდეს.

მეორე პირობა. გარკვეული დროის შემდეგ, პრივილიგირებულ აქციებზე გამოსყიდვის ოპციონის გაცემა. ყოველივე უზრუნველყოფს ინვესტორების გარკვეული დონის შემოსავლიანობას, მიუხედავად იმისა ჩამორჩება თუ არ კომპანია განვითარების დაგეგმილ პარამეტრებს.

მესამე პირობა. მოსალოდნელია პრივილიგირებული აქციების ჩვეულებრივ აქციებად კონვერსიის (გადაცვლის) ოფციონი. ეს შესაძლებელია იმ შემთხვევაში თუ გაგრძელდება ფირმის წარმატებული ფუნქციონირება (განვითარება).

5.3. კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები

კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები (convertible deben ture) ისეთი სავალო ვალდებულებებია, რომელთა გადაცვლა შესაძლებელია კომპანიის სხვა ფასიან ქაღალდებზე (როგორც წესი, ჩვეულებრივ აქციებზე), ამ ფასიანი ქაღალდის (სავალო ვალდებულების) მოქმედების პერიოდის მანძილზე. სავალო ვალდებულებები გადაცვლება მათი გამოშვების პირობების გათვალისწინებით. ამგვარ ინსტრუმენტებს, როგორც წესი, ვენჩურული ფონდების უმრავლესობა მიმართავს, რომლებიც ნასესხებ კაპიტალს იყენებენ. ამ ინსტრუმენტების შეძენის შემთხვევაში მოგვიწევს მოლაპარაკებების წარმოება კონვერსიის (გადაყვანის) ფასის, საპროცენტო განაკვეთის და სხვა დამატებითი პირობების (covenants) შესახებ, რომელიც თან სდევს კრედიტის მოზიდვის შესახებ შეთანხმებას.

ბოლო დროს კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებების ბევრი სახეობა გამოჩნდა. ამიტომ მოკლედ ჩამოვთვალოთ და დავახასიათოთ ზოგიერთი მათგანი.

1. ტრადიციული კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები (traditional convertible debt). როგორც წესი მათი დაფარვის ვადა 5 – 10 წელია, ხოლო საკონვერსიო პრემია მერყეობს 15-40 %-ს ფარგლებში;
2. ნული კუპონის მქონე კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები (zero – coupon convertible debt). ამგვარი სავალო ვალდებულებები LYON (Liquid Yield Option Note) აბრევიატურით არის ცნობილი. მათი დაფარვის ვადა მერყეობს 15-30 წლის ფარგლებში
3. კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები, რომელთა პირველადი განთავსება დისკონტით ხორციელდება (original issue discount convertible debt).
4. კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები, რომლებსაც პრემია ვადამდე ადრე დაფარვის გამო გააჩნია (premium redemption convertible debt).
5. მზარდი საკუპონო განაკვეთის კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები (step-up convertible debt)
6. პირობითად კონვერტირებადი და პირობითად ანაზღაურებადი ობლიგაციები, რომლებსაც ვადამდე დაფარვის შესაძლებლობა გააჩნია (contingent convertible and contingent payable putable bonds)
7. უარყოფითი შემოსავლიანობის მქონე კონვერტირებადი სავალო ვალდებულებები (negative yield convertible debt)

5.4. ვენჩურული კაპიტალის შეფასების მეთოდები

(სტანდარტული და მოდიფიცირებული)

ვენჩურული კაპიტალის შეფასების ბევრი მეთოდი არსებობს, რომელთაც ოთხი მთავარი ელემენტი გააჩნიათ. უმთავრესი მათ შორის არის ეტაპების (ნაბიჯების) რაოდენობა და მათი თანმიმდევრობა. ეს ოთხი მთავარი ელემენტი კი გახლავთ:

1. კომპანიის პროექტიდან გასვლის დროს (გასვლის) ღირებულების შეფასება/განსაზღვრა (exit valuation). გასვლის ღირებულება წარმოადგენს კომპანიის მოსალოდნელ ფასს (ღირებულებას), რომელიც პროექტიდან მისი გასვლის დროს ფიქსირდება (წარმატების შემთხვევაში). ამ ვითარებაში წარმატებულად ითვლება შემთხვევა, როდესაც ხდება კომპანიის აქციების პირველადი საჯარო განთავსება (IPO) ან ანალოგიური შეფასების შემთხვევაში კომპანიის გაყიდვა.
2. კომპანიის პროექტიდან წარმატებულად გასვლისას ვენჩურული კაპიტალის მიზნობრივი ფულადი მულტიპლიკატორის შეფასება (target multiple of money). ასეთი მულტიპლიკატორები შეიძლება პირდაპირაც გაცხადდეს

(მითითებული). მაგალითად, „ჩვენ ვეძებთ ისეთ საინვესტიციო პროექტებს, რომლებსაც ჩვენს მიერ დაბანდებული სახსრებიდან 5-ჯერ მეტი ფულის მოტანა შეეძლება, ხუთი წლის განმავლობაში.

3. დაკავების (დაბეგვრის) მოსალოდნელი პროცენტის (expected retention percentage) შეფასება მიმდინარე ინვესტიციებისა და წარმატებული გასვლის დროს. ახალი აქციები უნდა იქნას გამოშვებული, როდესაც მიმდინარე ინვესტიციები და კომპანიის მომავალი ფულადი ნაკადები არასაკმარისია წარმატებული გასვლის და გასვლისშემდგომი ზრდის უზრუნველსაყოფად. მიუხედავად იმისა, რომ ვენჩურულ კაპიტალს შეუძლია მონაწილეობა მიიღოს მომავალ ინვესტიციებში, ჩვენ მაინც გვინდა ვიცოდეთ მიმდინარე ინვესტიციებზე შემოთავაზებული ცვლილებების შესახებ.

4. საინვესტიციო რეკომენდაციები, სადაც აუცილებელი ინვესტიციების (Required investment) შედარება მოხდება შეთავაზებული ქონების (აქტივების) საერთო შეფასებასთან. საერთო შეფასება განისაზღვრება, როგორც ინვესტიციიდან გასვლის შეფასება გამრავლებული დაკავების მოსალოდნელ პროცენტზე და ყოველივე შეფარდებული (გაყოფილი) მიზნობრივ ფულად მულტიპლიკატორზე.

ამის შემდეგ განვიხილოთ ვენჩურული კაპიტალის შეფასების ყველაზე გავრცელებული მეთოდი, რომელსაც სხვაგვარად სტანდარტულ მეთოდს უწოდებენ. ბევრი სხვადასხვა გზა არსებობს, რომლის მეშვეობითაც შესაძლებელია სტანდარტული მეთოდის განხორციელება. ჩვენ ერთ-ერთ ასეთ ვერსიას განვიხილავთ. ჩვენი შემთხვევის ყველა მაგალითისთვის იგულისხმება, რომ ვენჩურული კაპიტალი ყიდულობს კონვერტირებად პრივილეგირებულ აქციებს. ყველა განაცხადი (მოთხოვნა) ქონების წილების თაობაზე იქნება დაფუძნებული იმზე, რომ ყველა პრიველიგირებული აქცია იქნება კონვერტირებული ჩვეულებრივ აქციებად.

ვენჩურული კაპიტალის შეფასების სტანდარტული მეთოდი რვა ნაბიჯს (ეტაპს) მოიცავს. კერძოდ განიხილება:

1. რომელი ინვესტიციებია დღეს აუცილებელი (მოთხოვნადი)?
2. კომპანიის ინვესტიციიდან გასვლის შეფასება (ანუ გასვლის ღირებულება).
3. როგორია ჩვენი ინვესტიციების მიზნობრივი ფულადი მულტიპლიკატორი?
4. როგორია დაკავების (დაბეგვრის) მოსალოდნელი პროცენტი?
5. კომპანიის ზოგადი ღირებულების შეფასება დღევანდელი მდგომარეობით:

სულ შეფასება = გასვლის შეფასება X დაკავება / მიზნობრივი ფულადი მულტიკატორი

6. როგორია შემოთავაზებული ქონების წილი (პროცენტი) დღეს?

7. ინვესტიციის ნაწილობრივი ღირებულების შეფასება დღევანდელი დღისათვის.

ნაწილობრივი შეფასება = კომპანიის ზოგადი ღირებულება (%) X სულ შეფასება

8. საინვესტიციო რეკომენდაციები: ნაწილობრივი ღირებულების შედარება მოთხოვნად ინვესტიციებთან.

განვიხილოთ მაგალითი:

კომპანია AGC განიხილავს შესაძლებლობას მოახდინოს $ 6 მლნ დოლარის ინვესტირება New Cor-ში. AGC გვთავაზობს აღნიშნული ინვესტიციის სტრუქტურირებას 5 მილიონ კონვერტირებად პრიველიგირებული აქციებში. კომპანია New Co-ის დამფუძნებლები, რომლებიც აგრძელებენ კომპანიაში მუშაობას, ამ მომენტისთვის ფლობენ 10 მილიონ ჩვეულებრივი აქციებს. შესაბამისად კომპანია „New Co“-ს მიმოქცევაში (ბრუნვაში) აქვს 10 მილიონ ჩვეულებრივი და 15 მილიონ კონვერტირებადი აქცია. AGC-ის შეფასებით წარმატებული გასვლის 30 %-იანი შესაძლებლობა არსებობს, ხუთ წლიანი მოლოდინის პერიოდის შემთხვევაში.

__პრობლემა:__ რაში მდგომარეობს თქვენი საინვესტიციო შესაძლებლობები?

__ამოხსნა:__ ამ კითხვაზე პასუხის მიღების მიზნით, გავიაროთ ყველა ნაბიჯი, რომელსაც სტანდარტული მეთოდი ითვალისწინებს.

__ნაბიჯი 1.__ მოთხოვნილი ინვესტიცია = $ 6 მლნ.

__ნაბიჯი 2.__ გასვლის ღირებულების შეფასებისთვის, ჩვენ გავაკეთებთ ამ მაგალითისთვის საბაზისო შეფასებას. დავუშვათ, რომ წარმატებული გასვლის 30 %-ანი შესაძლებლობა არსებობს და იგი აქციების საჯარო განთავსებასთანაა (IPO) დაკავშირებული. ასევე საშუალო გასვლა აქციების საჯარო განთავსების გზით (IPO) იმ დარგში, სადაც კომპანია NewCo-ი საქმიანობს $300 მლნ. დოლარს უდრის. ამიტომ, ამ შემთხვევისათვის ჩვენ $300 მლნ. დოლარი ჩავთვალეთ, როგორც პროექტიდან გასვლის შეფასება (ღირებულება, ფასი).

__ნაბიჯი 3__. ვენჩურული კაპიტალის 15 პროცენტიანი ღირებულების (აღნიშნული რიცხვი მიღებულია სხვადასხვა დაკვირვებებისა და გამოანგარიშებების საფუძველზე), წარმატებული გასვლის 30%-ანი ალბათობის და გასვლის 5 წლიანი პერიოდის პირობებში, ჩვენ შეგვიძლია გამოვიანგარიშოთ მოთხოვნილი (საჭირო) ფულის მულტიპლიკატორი. კერძოდ,

მოთხოვნილი ფულის მულტიპლიკატორი $= \frac{M\,(1+r_v)^T}{P} = \frac{1.1^5}{.3)} = \frac{2,0}{.3 \quad 0} = 6.70452$

სადაც

M - ინვესტიციების მიზნობრივი ფულადი მულტიპლიკატორი;

P - ინვესტიციიდან წარმატებული გასვლის ალბათობა;

r_{VC} - ვენჩურული კაპიტალის ღირებულება;

T - ინვესტიციიდან წარმატებული გასვლის დრო.

<u>ნაბიჯი 4</u>. რამდენია მოსალოდნელი დაკავება (ხარჯი). ჩვენი გაანგარიშებებისათვის დავუშვათ, რომ იგი უდრის 50 %-ს. აღნიშნული ციფრი, როგორც საშუალო მონაცემი, აღებულია ინვესტიციიდან წარმატებულად გასვლის მონაცემთა ბაზედებიდან.

<u>ნაბიჯი 5.</u> მე-2 და მე-4 ნაბიჯებზე მიღებული პასუხების გამოყენებით, ჩვენ შეგვიძლია მივიღოთ საერთო შეფასება

საერთო შეფასება = გამოსვლის ღირებულება X $\frac{\textit{დაკავება}}{\textit{მიზნობრივი ფულადი მულტიპლიკატორი}}$ =

$300 მლნ. X $\frac{0\ 5}{6\ 7}$ **= 300 X 0.0747 = 22.41**

<u>ნაბიჯი 6.</u> ფლობის სავარაუდო წილი (პროცენტი) დღევანდელი მდგომარეობით შეადგენს $ 5 მლნ. დოლარს / $15 მლნ. დოლარზე = 33.3 %

<u>ნაბიჯი 7</u>. **ნაწილობრივი ღირებულება არის** = ქონების ფლობის წილი(%) **X** საერთო შეფასება = 0.33 **X** 22.41 მლნ დოლარი **= 7.39** მლნ დოლარი

<u>ნაბიჯი 8</u>. იმის გამო, რომ ნაწილობრივი შეფასება (7.39 მლნ დოლარი) აღემატება მოთხოვნილ ინვესტიციებს (6.0 მლნ დოლარი), საინვესტიციო რეკომენდაცია დადებითია.

ლექცია VI.
ვენჩურული დაფინანსებისათვის ფონდების შერჩევა და ანალიზი

6.1. ვენჩურული ფონდები

ვენჩურული ფონდების ჩამოყალიბებისას სხვადასხვა ტიპის შეზღუდვები არსებობს (სამართლებრივი, საგადასახადო კუთხით, კომერციული სახის და ა.შ.). ამის მიუხედავად, კომერციული საქმიანობის გათვალისწინებით შეიძლება გამოვყოთ შემდეგი სახის ფონდები.

1. თვითლიკვიდირებადი ფონდები;
2. ე.წ. „მარად მწვანე“ ფონდები;
3. შეთანხმება გუნდური ან პარალელური ინვესტირების შესახებ;
4. ფონდები განკარგვის უფლების გარეშე;
5. ფონდები ინდივიდუალური ინვესტორებისათვის;
6. ფონდი ან ჰოლდინგური კომპანია.

განვიხილოთ თითოეული მათგანის ძირითადი მახასიათებლები.

თვითლიკვიდირებადი ფონდები

ვენჩურული კაპიტალის ფონდის ყველაზე ტიპიური კომერციული სტრუქტურა თვითლიკვიდირებადი ფონდი გახლავთ (self-liquidaling fund), რომელიც გარკვეული ვადით იქმნება და რომლის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა ხშირად შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორობას გულისხმობს. ამ სტრუქტურის ფარგლებში რამოდენიმე ინვესტორი, რომლებიც ჩვეულებრივ იურიდული პირები არიან, ფონდის ფუნქციონირების პერიოდში იღებენ ვალდებულებას - ფონდის ანგარიშზე შეიტანონ ფულადი სახსრების გარკვეული ოდენობა, ხოლო მმართველი კომპანია იღებს ვალდებულებას - მართოს ეს სახსრები.

ფულადი სახსრების მობილიზება ვალდებულებების (commitments) პროპორციულია და პერიოდულად ხორციელდება იმის მიხედვით თუ როგორი ინტენსივობით ჩნდება კონკრეტული ხარჯების (ინვესტიციების) გაწევის აუცილებლობა. ფულადი სახსრების მობილიზების ამგვარი პერიოდულობა ხორციელდება „ფონდში სახსრების გადარიცხვების განაცხადის (capital call) შესაბამისად, რომელიც, როგორც წესი,
10 დღით ადრე ფორმდება.

ფონდში მოზიდული სახსრები დაუყოვნებლივ მიემართება ინვესტიციებში. ასევე დაუბრკოლებლად ნაწილდება ინვესტორებს შორის ის

შემოსული თანხები, რომელიც შემოდის კომპანიების წილების გაყიდვის, პროცენტების მიღების ან დივიდენდების მიღების შემდეგ. საბოლოო ჯამში ფონდი თვითლიკვიდირდება მაშინ, როდესაც სრულად გაყიდის (დაიბრუნებს) თავის მიერ განხორციელებულ ინვესტიციებს.

ე .წ. „მარად მწვანე“ ფონდები

თვითლიკვიდირებადი ფონდებისგან განსხვავებით, ნაწილი ფონდებისა დივიდენდების და ინვესტიციების გაყიდვის გზით მიღებულ შემოსავლებს არ ანაწილებს თავის ინვესტორებს შორის. ისინი მიღებულ სახსრებს ახალ პროექტებში აბანდებენ ანუ რეინვესტირებას ახორციელებენ. ასეთმა ფონდებმა „მარადმწვანე“ ფონდების (evergreen fund) სახელწოდება მიიღეს. აღნიშნული პროცესი შეიძლება გრძელდებოდეს საკმაოდ დიდი ხანი ან/და ლიკვიდაციის წინასწარ შეთანხმებულ თარიღამდე. ზოგჯერ ფონდის სარეგისტრაციო დოკუმენტებში კეთდება ჩანაწერი, რომ დროის გარკვეული პერიოდის შემდეგ ფონდის წევრებს შესთვაზებენ მიიღონ გადაწყვეტილება ფონდის ლიკვიდაციის შესახებ.

ფონდის ამგვარი ფორმა მმართველ კომპანიას საშუალებას აძლევს თავი აარიდოს ყოველ 2-3 წელიწადში ახალი ფონდების რეგისტრაციის აუცილებლობას, თუმცა მისი გამოყენება ნიშნავს, რომ ინვესტორები ვერ შეძლებენ ინვეტიციების შედეგად მიღებული სახსრების რეინვესტირებას. ისინი ფონდში განხორციელებული თავისი ინვესტიციების რეალიზებას შეძლებენ მხოლოდ მაშინ, როდესაც მთლიანად გაყიდიან ფონდში არსებულ თავიანთ წილს ანდა დაელოდებიან ფონდის ლიკვიდაციას.

შეთანხმება გუნდური ან პარალელური ინვესტირების შესახებ

ზოგიერთ სტრუქტურებს საერთოდ არ გააჩნიათ ფონდის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა და გამოდიან როგორც საინვესტიციო კლუბები (გუნდები) ანდა როგორც პარალელური შეთანხმების ერთობა, რომელიც ინვესტორსა და რამოდენიმე ფონდის მმართველ კომპანიას შორის ფორმდება. ასეთი შეთანხმებების თანახმად, მმართველი კომპანია იღებს ვალდებულებას - ინვესტორების სახელით განახორციელოს ინვესტირება წინასწარ განსაზღვრულ კომპანიებში.

ფონდები განკარგვის უფლების გარეშე

ყველა წინა მაგალითი გულისხმობდა, რომ მმართველ კომპანიას გააჩნდა განკარგვის უფლება ფონდის მართვის პერიოდში. ზოგიერთ სხვა შემთხვევაში, განსაკუთრებით პარალელურ ინვესტირებასთან დაკავშირებული

შეთანხმებებისას, განკარგვის უფლება ინვესტიციების მიმართ ენიჭება თვით ფონდის ინვესტორებს.

ფონდები ინდივიდუალური ინვესტორებისათვის

ინდივიდუალური ინვესტორებისათვის საივესტიციო ფონდის ჩამოსაყალიბებლად ზოგჯერ საჭირო ხდება სამართლებრივი რეგულირების და გადასახადების დაბეგვრის საკითხების გადაწყვეტა. ხშირად, ასეთი ფონდების რეგისტრაცია ისეთი ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმით გვიწევს, რომელიც მიღებულია (ან კოტირდება/გამოიყენება) საფონდო ბიჟაზე.

ფონდი ან ჰოლდინგური კომპანია

ზოგჯერ წამოიჭრება საკითხი - ფონდი იმისათვის ხომ არ არსებობს, რომ ინვესტირება განახორციელოს და შემდგომში (მოგვიანებით) დატოვოს იგი, ანუ - ინდივიდუალურად ყველას შეეძლოს კაპიტალის ღირებულების ნამატის გამოყენება, ინვესტიციებიდან გამოსვლის შემდეგ ანდა ფონდი იმისთვის ხომ არ იქმნება, რომ საბოლოოდ წარმოიშვას ჰოლდინგური კომპანია, რომელიც არ განახორციელებს ინვესტიციიდან გამოსვლას.

6.2. ვენჩურული ფონდის ორგანიზაციული სტრუქტურა

მთავარი ამოცანა, რომელიც ვენჩურული კაპიტალის ფონდის სტრუქტურირებისას (ჩამოყალიბებისას) უნდა გადაწყდეს - არის ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილება. იმ შემთხვევაში, როდესაც ინვესტორი უბრალოდ აბანდებს საკუთარ სახსრებს საინვესტიციო (საფინანსო) კომპანიაში, რომელიც უკვე თავის მხრივ აწარმოებს ინვესტიციას პორტფელურ კომპანიებში, საგადასახადო დაბეგვრა ორ დონეზე ხდება: თავდაპირველად გადასახადებით იბეგრება შემოსავლები, რომელიც წარმოიშვება ამ საფინანსო კომპანიის მიერ პორტფელურ კომპანიებში განხორციელებული ინვესტიციების გაყიდვის დროს, ხოლო შემდეგ, კიდევ ერთხელ, მაშინ როდესაც საკუთარ ინვესტორებს შორის ხდება მიღებული შემოსავლების გადანაწილება ანდა როდესაც ინვესტორი ფინანსურ კომპანიაში საკუთარ წილებს ყიდის.

ამასთან ერთად, ბევრ ქვეყანაში ფონდის არსებობის პერიოდში, ცალკეული ინვესტიციების გაყიდვის გზით მიღებული შემოსავლის განაწილება, განიხილება როგორც დივიდენდის გადახდა და არა კაპიტალის ნაწილობრივი გაყიდვა. მაშასადამე, კაპიტალის ნამატი, რომელიც ინვესტიციის სარფიანად გაყიდვის დროს წარმოიშვება, ტრანსფორმირდება მიმდინარე შემოსავლებად და იგი ასევე იბეგრება გადასახადებით.

ვენჩურული კაპიტალის ფონდის სტრუქტურირების (აგების) საერთო პრინციპი იმაში მდგომარეობს, რომ ინვესტორების ინტერესებს ყველაზე უკეთ მოემსახურება სტრუქტურა, რომელიც საინვესტიციო ფონდის მეშვეობით ინვესტორებს შესთავაზებს ისეთივე პირობებს, როგორსაც რომელიმე ჩვეულებრივ კომპანიაში ინვესტირებისას შესთავაზებდნენ.

ცენტრალურ და აღმოსავლეთ ევროპის ზოგიერთ ქვეყნებში არარეზიდენტების შემოსავლები, რომლებიც აქციების გაყიდვის შემდეგ რჩება კაპიტალის ნამატის წარმოშობის გამო, იბეგრება გადასახადით. ესეც ასევე, ერთერთი სერიოზული შემაფერხებელი ფაქტორია ვენჩურული კაპიტალის ფონდის სტრუქტურირებისას.

ასევე არის შემთხვევები (შედარებით იშვიათათ), როდესაც რომელიმე კონკრეტულ ქვეყანას გაჩნია დაბალი საგადასახადო ტვირთი და ხელშეკრულებები ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილების შესახებ. ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილების მიზნის მიღწევა შესაძლებელია როგორც გამჭირვალე, ასევე არაგამჭირვალე სტრუქტურებით.

არაგამჭირვალე სტრუქტურაში ფონდის მიერ მიღებული შემოსავლები არ იბეგრება გადასახადებით. საგადასახადო დაბეგვრასთან დაკავშირებული საკითხები წარმოიშვება ინვესტორებს შორის შემოსავლების განაწილების დროს. ეს, როგორ წესი, გულისხმობს ფონდის რეგისტრაციისათვის ოფშორული კომპანიების გამოყენებას ან იმ კომპანების გამოყენებას, რომლებიც დარეგისტრირებულნი არიან იმ ქვეყნებში, სადაც კაპიტალის ნამატზე სპეციალური შეღავათებია დადგენილი. თუმცა ეს, ყოველივე არ გამორიცხავს გარკვეული პრობლემების წარმოქმნას.

გამჭირვალე სტრუქტურებში, ისეთებში, როგორიცაა შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორობა, ინვესტორმა უნდა გადაიხადოს გადასახადები ფონდის მიერ რეალიზებულ (გაყიდულ) ინვესტიციებზე, გამომდინარე თავისი წილიდან. ეს მან უნდა გააკეთოს მიუხედავად იმისა, გადანაწილებულია თუ არა ეს შემოსავალი მათ შორის (ანუ ინვესტორებს შორის).

საგადასახადო დაბეგვრისათვის ფონდის გამჭირვალე სტრუქტურა თითოეულ ინვესტორთან ამყარებს ისეთ ურთიერთობებს, თითქოს უშუალოდ მან განახორციელა ინვესტირება ყოველ ცალკეულ პორტფელურ კომპანიაში და ვითომდა ცალკეული პორტფელური კომპანიის ყველა შემოსავლები და მოგება რომელიმე ფონდის მიერ არის დადგენილი, როგორც ინვესტორის წილი, მიღებული უშუალოდ კონკრეტული კომპანიისაგან. ეს გვაძლევს საშუალებას თავი ავარიდოთ ორმაგ დაბეგვრას და ამავდროულად ტოვებს შესაძლებლობას გამოიყენონ შეთანხმება ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილების შესახებ, რომელიც არსებობს ორ ქვეყანას შორის. ამ ქვეყნებიდან ერთი არის მისი

რეზიდენტი ქვეყანა, ხოლო მეორე - ქვეყანა, სადაც არის დარეგისტრირებული ინვესტირებადი კომპანია.

6.3. ვენჩურული კაპიტალის მქონე ფონდების მოძიება და შეფასება

ფირმამ (კომპანიამ), რომელიც დაინტერესებულია ვენჩურული ინვესტიციების მოზიდვით, ვენჩურული კაპიტალის მქონე ფონდის ძიება უნდა დაიწყოს იმ ორგანიზაციებიდან, რომელთა მმართველი ორგანოები ტერიტორიულად ყველაზე ახლოს არიან მათთან. აღნიშნული იმითაც არის განპირობებული, რომ თვით ვენჩურული ფონდები უფრო ინტენსიურად ახლო მდებარე პორტფელურ კომპანიებთან მუშაობენ. თუ ეს არ (ვერ) მოხერხდა, მაშინ საჭიროა მოვამზადოთ არგუმენტირებული დასაბუთება, იმისა, თუ რატომ გვიწევს ვენჩურული კაპიტალის ძებნა სხვა რეგიონებში. ამის მიზეზები ძირითადად შეიძლება იყოს:

- ვენჩურული კაპიტალის რეგიონალური წარმომადგენლების მიერ გარკვეულ დარგებში ინვესტიციების განხორციელების შეუძლებლობა;
- სხვა რეგიონიდან მოზიდული ვენჩურული კაპიტალი სპეციალიზებას ბიზნესის თქვენთვის საინტერესო მიმართულებით ახორციელებს;
- საჭიროა არა მხოლოდ კაპიტალი, არამედ ამ რეგიონში მომუშავე (მცხოვრები) სპეციალისტები, რომლებიც ამ მომენტისათვის ფონდს არ ჰყავს.

იმის შემდეგ, რაც პოტენციური წყაროების სია შედგენილია, შეგვიძლია შემდეგ ფაზაზე გადავიდეთ და პრეტენდენტების საქმიანი ეთიკის საკითხები გავარკვიოთ. კერძოდ:

- სრულდება თუ არა ფონდის მიერ თავის თავზე აღებული ვალდებულებები;
- ინვესტიციების პოტენციური წყარო ჩართული არის თუ არა სამართლებრივ პროცესებში;
- მომგებიანია თუ არა წყარო;
- გააჩნია თუ არა მას ამ მომენტისათვის ფული და სპეციალისტები, რომლებსაც შეუძლიათ განაცხადის განხილვა (ანალიზი) სწრაფად, ეფექტიანად და ა.შ.

ფონდების თაობაზე ინფორმაციის მისაღებად შეგვიძლია გამოვიყენოთ საკრედიტო ბიუროები, სასამართლოს მიერ გაკეთებული ჩანაწერები და სხვა ინფორმაცია. ყველაფერი მნიშვნელოვანია, რადგანაც საუბარია ისეთ პარტნიორზე, რომელთანაც თანამშრომლობა ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში მოგვიწევს.

მოლაპარაკებისას იმ პრეტენდენტთან (კანდიდატთან), რომელსაც სურს ვენჩურული ინვესტიციის წყარო გახდეს, შეგვიძლია დავსვათ კითხვები, რომელიც უკვე განხორციელებულ გარიგებებს შეეხება და დავუკავშირდეთ იმ კომპანიებს, რომლებიც ვენჩურული კაპიტალის ამ წყაროსთან მუშაობდა, მოვიპოვოთ მომსახურე ბანკის გამოხმაურება (რეკომენდაცია, reference) და ა.შ. ვენჩურული კაპიტალის ზოგიერთი წყაროები არ განიხილავენ (ნაკლებად საუბრობენ) ინვესტიციების თაობაზე ტელეფონში, უპირატესობას წერილობითი ფორმის განაცხადებს ანიჭებენ, მაგრამ რაღაც ეტაპზე საჭირო გახდება რეალური მოლაპარაკებების წარმოება პირისპირ.

პოტენციურ ინვესტორთან მოლაპარაკებების დროს მიზანშეწონილია კონცენტრირება რამოდენიმე საკითხზე გავაკეთოთ. კერძოდ:

1. გააჩნია თუ არა ამ დროისათვის წყაროს რესურსები (ფონდები) ინვესტიციის განსახორციელებლად?
2. გააჩნია თუ არა წყაროს შესაძლებლობა განიხილოს საინვესტიციო განაცხადი მისაღებ ვადებში?
3. მუშაობს თუ არა აღნიშნული წყარო ბიზნესის იმ სფეროში, რომლისთვისაც გვესაჭიროება ინვესტიციები?
4. მიზანშეწონილია თუ არა კონტაქტების დამყარება სხვა წყაროებთან?

6.4. ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვის დრო და ღირებულება

დრო, რომელიც საჭიროა ვენჩურულ კაპიტალის მოზიდვისათვის, მნიშვნელოვანი და გადამწყვეტია, რადგანაც მასზე დამოკიდებულია კომპანიის ბიზნეს-გეგმის დაწყების დრო და თვით პროექტის განხორციელება (რეალიზება). მისი ათვლა იწყება პირველი კონტაქტების დამყარებისთანავე და გრძელდება გარიგების იურიდიულად დასრულების (legal closing) და ანგარიშზე ფულის გადარიცხვის (fund disbursement) მომენტამდე. ეს პერიოდი შეიძლება მერყეობდეს დაწყებული 5-6 კვირიდან ექვს თვემდე. იგი მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული. საშუალო ვადა კი ექვსი - რვა კვირა გახლავთ.

ვენჩურული კაპიტალის მმართველმა კომპანიამ ეფექტიანობის ასამაღლებლად უნდა გააკეთოს შემდეგი:

- წერილობითი ფორმით განაცხადის განხილვა. სამოქმედო სფეროში განმცხადებელი კომპანიის ბიზნესის ადგილის და დარგის გარკვევა, შესწავლა კომპანიის გეგმების და მენეჯმენტის მომზადების დონის. ყოველივე ამის საფუძველზე მისაღებია გადაწყვეტილება მუშაობის გაგრძელების მიზანშეწონილობის თაობაზე.
- მოლაპარაკებების გამართვა მეწარმეებთან (დამფუძნებლები და აქციონერები), ასევე კომპანიის უმაღლეს ხელმძღანელობასთან (ე.წ. ტოპ მენეჯერებთან) და მათთან ინვესტიციის წინასწარი პირობების შეთანხმება,

რომლებიც შემდგომში იურიდიული დოკუმენტების საფუძველი გახდება (shareholder agreement, share sale and purchase agreement, amendments to charter).

- კომპანიის დეტალური შესწავლის განხორციელება და სამართველზრივი ხასიათის დოკუმენტების პროექტების მომზადება.
- იმ მასალების მომზადება, რომელიც საჭიროა საინვესტიციო კომიტეტისათვის გადაწყვეტილების შემუშავების და მიღებისათვის.

ყველაზე მეტი დრო ესაჭიროება დარგის, ბიზნესის, ბაზრისა და კომპანიის ანალიზის ჩატარებას. ამ დროის შემცირება შეიძლება, თუ ვენჩურული კაპიტალის ისეთ წყაროს მივმართავთ, რომელიც უკვე იცნობს ჩვენთვის საინტერესო სფეროს. დრო ასევე მცირდება, თუ ვენჩურული ინვესტორი სხვა სახის მხარდაჭერასა და დახმარებას იღებს. იმ ქვეყნებში, სადაც ვენჩურული ბიზნესი შედარებით მოკლე დროს ითვლის, სამართლებრივი პროცედურების (legal due diligence) და მის შედეგად გამოვლენილი უზუსტობების გასწორებას, შესაძლოა საკმაოდ დიდი დრო დასჭირდეს.

6.5. მითები და რეალობა ვენჩურულ კაპიტალის შესახებ

<u>მითი 1.</u> ვენჩურული ინვესტორი დაინტერესებულია მოიპოვოს კომპანიაზე კონტროლი და განახორციელოს მმართველობითი დიქტატი

<u>ეს მითი ყველაზე შორსაა რეალობიდან:</u>

- არც ერთი ვენჩურული ინვესტორი არაა დაინტერესებული შეგნებულად მოიპოვოს კონტროლი მცირე ბიზნესსზე;
- ვენჩურულ ინვესტორს კომპანიის აქციების 50 %-ზე მეტი მხოლოდ იმ შემთხვევაში ესაჭიროება, თუ ნაკლები - უბრალოდ არ გამოდის, თვით კომპანიის მიერ მოთხოვნილი სახსრებიდან (დაფინანსებიდან) გამომდინარე;
- ვენჩურული ინვესტორი არაა დაინტერესებული ბიზნესის ოპერატიული მართვით. პირველ რიგში, მას როგორც წესი, არ გააჩნია შესაბამისი რესურსები და გამოცდილება. მეორე, კომპანიის საერთო ღირებულებაში (ფასში) მენეჯმენტის წილი (ფასი) მნიშვნელოვანია, რაც დაახლოებით 25 – 30 %-ს შეადგენს;
- ვენჩურულ ინვესტორს ესაჭიროება მხოლოდ სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღებაში მონაწილეობის მიღება, რომლებიც კომპანიის კორპორატიულ სტრატეგიას განსაზღვრავს.

<u>მითი 2.</u> აუცილებელია, რომ კომპანია ვინმემ წარუდგინოს ვენჩურულ ფონდს

- კარგი განაცხადი, რომელიც ბიზნეს-წინადადების აღწერას შეიცავს, წარდგენის ყველაზე კარგ ფორმას წარმოადგენს;

- ვენჩურული კაპიტალის ფონდების უმრავლესობა საშუალო კლასის წარმომადგენლების (და არა ელიტის) მიერ იმართება და ისინი დაინტერესებულნი არიან კარგი ინვესტიციებით;
- ამასთან ერთად, ბიზნეს წრეებში კარგ საქმიან კონტაქტებს და ცნობადობას ჯერ არავისთვის მოუტანია ზიანი.

<u>მითი 3.</u> *ვენჩურული ინვესტორები დაინტერესებულნი არიან მხოლოდ ტექნოლოგიური ინოვაციებით.* <u>არაა მართებული. რეალობა საპირისპიროა:</u>

- ვენჩურული კაპიტალის წყაროების უმრავლესობა არაა ისეთი რევოლუციური იდეების მომხრე, რომლებიც ადამიანთა ცხოვრებას ცვლის. ამგვარი სახის იდეების განვითარება-რეალიზაციიდან პირველი სერიოზული შემოსავლების მიღებამდე, დაახლოებით 10-დან - 20 წლამდე დროა საჭირო. ეს დრო კი ვენჩურული კაპიტალის სამოქმედო არეალის მიღმაა, რომელიც, როგორ წესი 4-5 წელს შეადგენს;
- ვენჩურული ინვესტორები უფრო მეტად ინოვაციურ ან ევოლუციურ ტექნოლოგიებში არიან დაინტერესებულნი. მაგალითად, კომპიუტერის ახალი ტიპი ან მიკროსქემები და ა.შ. ანუ ყველაფერი ის, რაც შედარებით მცირედ ცვლილებებს საჭიროებს.
- ვენჩურული ინვესტორები მართლაც ორიენტირებულნი არიან მაღალ ტექნოლოგიებზე, მაგრამ ისინი ამ ტექნოლოგიებს კი არ ეძებენ, არამედ ეძებენ ისეთ კომპანიებს, რომლებიც ზრდის (განვითარების) მაღალ ტემპებს ჰპირდებიან. თუ მნიშვნელოვანი ზომის ბაზარზე არსებობს ზრდის კარგი პერსპექტივების მქონე კომპანია, უნდა ვივარაუდოთ რომ იგი ყოველთვის მიიპყრობს ვენჩურული ინვესტორის ყურადღებას.

<u>მითი 4.</u> *ვენჩურული ინვესტორები კმაყოფილდებიან (თავის ინვესტიციებზე) მოკრძალებული შემოსავლებით.* <u>არა მართებული. რეალობა საპირისპიროა.</u>

- არცერთი ვენჩურული ინვესტორი არ მოელის დაბალ (მოკძალებულ) შემოსავლებს თავისი ინვესტიციებიდან, პირიქით - შემოსავალი მოულოდნელად მაღალი უნდა იყოს, რადგანაც ამაში მდგომარეობს ვენჩურული ინდუსტრიის მუშაობის აზრი;
- მისაღები (გონივრული) შემოსავლის მიღება უფრო მეტად შეიძლება რამოდენიმე საფონდო ბირჟაზე კოტირებული კომპანიების აქციებში

განხორციელებული ინვესტიციების შემდეგ, სადაც რისკი მნიშვნელოვნად დაბალი იქნება, ვიდრე ახლახანს წამოწყებულ და ჯერ კიდევ გაუმართავ მცირე ბიზნესში ინვესტიციის განხორციელებისას;

- ყველა ვენჩურული ინვესტიციის თანდევია მაღალი რისკი, რასაც მაღალი შემოსავლიანობა უნდა შეესაბამებოდეს;
- ვენჩურული კაპიტალისტი, რომელმაც კარგი და პერსპექტიული კომპანია შეარჩია, იტოვებს იმედს, რომ იგი არანაკლებ ფულს გამოიმუშავებს (იშოვის), ვიდრე ამ კომპანიის დამფუძნებლები და სხვა მფლობელები.

<u>მითი 5.</u> ვენჩურული ინვესტორები ინვესტირებას სწრაფად ახორციელებენ.

<u>რეალობა საპირისპიროა.</u>

- როგორც წესი, ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვა შედარებით დიდ დროს მოიცავს, საშუალოდ არანაკლებ 6 -8 კვირისა;
- მიუხედავად იმისა, რომ შესაძლოა კარგად მომზადებული ბიზნეს- წინადადება იყოს, მოკლე ვადებში სახსრების მიღება ნაკლებად შესაძლებელია, რადგანაც ამან შეიძლება გამოიწვიოს იმ პროცედურების დარღვევა, რომლის მიხედვითაც მუშაობს ფონდი;
- ვენჩურულ ინვესტორთან საშუალოდ 50 -100 განაცხადი შედის თვეში და როგორც მინიმუმ 10 განსაკუთრებულ ყურადღებას იქცევს. ისინი დამატებით შესწავლას და ანალიზს საჭიროებენ, საიდანაც 2 ან 3 უფრო მეტ შესწავლა-ანალიზს ექვემდებარება, მათ შორის დამატებით მოლაპარაკებებს და კვლევასაც;
- ზემოთ ნახსენები 2-3 განაცხადიდან მხოლოდ ერთი იქნება დაფინანსებული (მასში ინვესტიცია განხორციელებული). შეგვიძლია ვთქვათ, რომ ამგვარი საქმიანობის უკუგება არაუმეტეს 1 %-ს შეადგენს, თუმცა განხილვის დროს, ყველა 100 განაცხადზე გახარჯული დრო შედის.

<u>მითი 6</u>. ვენჩურული ინვესტორისთვის საკმარისია მოკლე (ბაზისური) ინფორმაცია იმისათვის, რომ ინვესტირება განახორციელოს. <u>არ შეესაბამება სინამდვილეს.</u>

- დეტალური და კარგად სტრუქტურირებული, მაგრამ მოკლე და ლაკონური ბიზნეს-წინადადება ინვესტიციების თაობაზე (პრეზენტაცია), წარმოადგენს ერთადერთ საშუალებას ვენჩურული ინვესტორის ყურადღების მისაქცევად. ამის მიუხედავად, იგი არ ცვლის მოლაპარაკებების დასაწყებად საჭირო დეტალური ბიზნეს-გეგმის აუცილებლობას;

- ყველა ვენჩურულ ინვესტორს განაცხადის განხილვის დაწყებამდე სურს იყოს დარწმუნებული, რომ მეწარმემ თავად დეტალურად და სრულად დაამუშავა (გაიაზრა) საკუთარი ბიზნეს-გეგმა. კარგად (დეტალურად) მომზადებული ბიზნეს- წინადადება და ბიზნეს-გეგმა ორ ფუნქციას ასრულებს:

1. ახდენს ვენჩურული ინვესტორის ინფორმირებას იდეის არსებობის თაობაზე;

2. ადასტურებს იმ ფაქტს, რომ მეწარმემ ბოლომდე შეისწავლა და დაამუშავა თავისი ბიზნესი, კარგად იცნობს თავის სფეროს და იდენტიფიცირებული აქვს ყველა პოტენციური პრობლემა.

ლექცია VII. ვენჩურული გარიგებები

(ნაწილი 1)

7.1 ვენჩურული ინვესტორის დაიტერესების საგანი

უმეტეს შემთხვევაში ვენჩურული ინვესტორი დაინტერესებულია შემდეგი გარემოებების (მომენტების) გამორკვევით:

- შეთავაზებული გადაწყვეტილების (სერვისის) ან ბაზარზე არსებული ვითარების უნიკალურობა (იმ შემთხვევაში თუ ტრადიციული მიდგომა გამოიყენება);
- კარგი პრაქტიკული გამოცდილების, კომპეტენტურ მენეჯერთა გუნდის არსებობა, რომელსაც შეეძლება ახალი გადაწყვეტილებების რეალიზება ტრადიციულ და/ან ნაცნობ სფეროში (დარგში);
- მნიშვნელოვანი და კიდევ უფრო მეტი მოგების მიღების შესაძლებლობა, ვიდრე ეს წინასწარ იყო დაგეგმილი;
- საჯარო კომპანიად გარდაქმნის შესაძლებლობა ან ინვესტორის პროექტიდან გასვლის სხვა ფორმის შეთავაზება.

ყველა ეს ძირითადი იდეა უნდა აისახოს პრეზენტაციებში. პრეზენტაცია გახლავთ ძირითადი დოკუმენტი, რომელმაც ხელი უნდა შეუწყოს ინვესტიციების მოზიდვას. ძირითადი ამოცანა ვენჩურული ინვესტორისთვის იდეის მიყიდვაა. პრეზენტაცია მოწოდებულია ვენჩურული ფონდის ინტერესი გააღვივოს კომპანიის მიმართ და დაარწმუნოს, რომ სწორედ აღნიშნული ინვესტიცია (შანსი, საივესტიციო შესაძლებლობა) არის ყველაზე მიმზიდველი და მომგებიანი. პრეზენტაციის დახმარებით ცდილობენ უბიძგონ (სტიმულები შეუქმნან) ვენჩურული კაპიტალის ფონდს გარკვეული კონტაქტები (კომუნიკაცია) დაამყაროს კომპანიასთან.

ამიტომ, პრეზენტაცია განიხილება და უნდა აიგოს - როგორც სარეკლამო მასალა, რომელიც ორიენტირებულია გაყიდვაზე და რომელსაც კარგად შედგენილი ტექსტი და ჩამოყალიბებული ბიზნეს-იდეა გააჩნია. პრეზენტაციის დანიშნულება გახლავთ, სხვა მრავალ პრეზენტაციასთან კონკურენციის პირობებში მოიპოვოს ვენჩურული კაპიტალის დაფინანსება. ამასთან, უნდა ვეცადოთ, რომ ვენჩურულ ინვესტორს არ ჩამოუყალიბდეს შთაბეჭდილება, რომ კომპანია პირველ რიგში გამყიდველია და მხოლოდ ამის მერეა წარმატებაზე ორიენტირებული მეწარმე.

7.2 კომპანიის პრეზენტაცია

ეფექტური პრეზენტაციის ფორმატი მოიცავს ისეთ საკითხებს, როგორიცაა:

- კომპანია;
- საკონტაქტო პირი;
- ბიზნესის ტიპი;
- კომპანიის მოკლე აღწერილობა;
- მენეჯმენტი;
- საქონელი (პროდუქტი), მომსახურება და კონკურენცია;
- მოთხოვნილი ინვესტიციები;
- უზრუნველყოფა;
- ინვესტიციების გამოყენება;
- ფინანსური მაჩვენებლები;
- ფინანსური გეგმა;
- გასვლა;
- დაფინანსების რთული სტრუქტურის შემთხვევისას უნდა მოხდეს მისი აღწერაც

განვიხილოთ ჩამოთვლილიდან თითოეული მეტი დაკვირვებით.

1.კომპანია. კომპანიის სახელწოდება და მისამართი, შეიძლება პარადოქსული იყოს, მაგრამ ხშირად ავიწყდებათ პრეზენტაციის დროს. არ მივენდოთ მხოლოდ კონვერტზე განთავსებულ მისამართს, მას ხომ ხშირად თავიდან იცილებენ პრეზენტაციის დაწყებამდე. კომპანიის მისამართი არ უნდა იყოს მოცემული წერილის ბოლოსაც. იმ შემთხვევაში, თუ საინვესტიციო შუმავალია საქმეში ჩართული - შეიძლება გამოყენებული იყოს კომპანიის პირობითი სახელწოდება და შუამავალი კომპანიის მისამართი.

2. საკონტაქტო პირი. საჭიროა მივუთითოთ ის საკონტაქტო პერსონა, რომელთანაც არის შესაძლებელი მოლაპარაკებების გამართვა და არა - კომპანიის ტოპმენეჯერი. უნდა იქნას მითითებული იმ პირის ტელეფონის ნომერი, მათ შორის მობილური, რომელიც პასუხისმგებელია აღნიშნული პროექტისათვის ფულადი რესურსების მოზიდვაზე.

3. ბიზნესის ტიპი. საჭიროა ბიზნესის სფეროს და ბიზნესის განვითარების სტადიის (ეტაპის) მოკლე აღწერა, მაქსიმუმ 2-3 სტროფი (10 -15 სიტყვა).

ვენჩურული ინვესტორი შეიძლება არ აფინანსებდეს ბიზნესის რომელიმე ტიპს ან ბიზნესის დაწყების (სტარაპების სტადია) ან რესტრუქტურიზაციის სტადიებს. ამ დროს, ამოცანა არის, რომ დავეხმაროთ მას ჩვენი ბიზნესის იდენტიფიცირებაში რაც შეიძლება სწრაფად, რათა დროულად გადაწყვიტოს - გააგრძელოს თუ არა პრეზენტაციის კითხვა. ამ შემთხვევაში სწრაფი ნეგატიური პასუხი ჯობია გაჭიანურებული პასუხის მიღებას. ბიზნესის ზუსტ და მკაფიო ფორმულირებას ყოველთვის მიესალმება ვენჩურული ბიზნესით დაინტერესებული ინვესტორი.

4. **კომპანიის მოკლე აღწერა.** საჭიროა კომპანიის განვითარების მოკლე ისტორიის წარმოდგენა მიმდინარე დღეების ჩათვლით. საჭიროა დავაინტერესოთ ვენჩურული ინვესტორი კომპანიის ძლიერი მხარეების უკეთ წარმოჩენით. თუ კომპანიის აღწერა ნახევარ გვერდს აღემატება, იგი არ ითვლება ლაკონურად (მოკლე).

5. **მენეჯმენტი** პრეზენტაციის ყველაზე მნიშვნელოვანი ნაწილია, მაგრამ იგი არ უნდა იყოს გადატვირთული დეტალებით. პრეზენტაცია ითვლება მით უფრო წარმატებულად, რაც უფრო კარგადაა წარმოდგენილი მენეჯერთა გამოცდილების მახასიათებლები ამ კონკრეტულ ბიზნესში ან მათ მიერ (მენეჯერები) ახალი გადაწყვეტილებების აღსრულების უნარი. საკმარისია შემოვიფარგლოთ 2-3 ადამიანით და თითოეულ მათგანის გამოცდილება აღიწეროს 2-3 სტროფით. ვენჩურულ ინვესტორს მოუწევს მათი ამ გამოცდილების შესწავლა, თუმცა, ხაზგასასმელია, რომ პრეზენტაცია არაა ის ადგილი,სადაც დამსახურებების სრული ჩამონათვალი უნდა ჩამოვწეროთ.

6. **პროდუქტი / მომსახურება და კონკურენცია.** საჭიროა პროდუქტის (საქონლის ან მომსახურების) მოკლე აღწერა. თუ პროდუქტი ან მომსახურება უნიკალურია, მაშინ აუცილებელია აიხსნას - რაში გამოიხატება ეს ან რატომ ითვლება ასე. თუ იგი უნიკალური არაა - მაშინ აუცილებელია ავხსნათ, რით სჯობს ჩვენს მიერ წარმოდგენილი პროდუქტი ან მომსახურება ბაზარზე უკვე არსებულ ეგზემპლიარებს. აღწერილობა უნდა იყოს მოკლე, მაგრამ უნდა იქნას წარმოჩენილი ჩვენი პროდუქტის ან მომსახურების ადგილი ბაზარზე. ამ მონაკვეთის ანუ აღწერილობითი ნაწილის მაქსიმალური მოცულობა ნახევარი გვერდი უნდა იყოს.

7. **მოთხოვნილი ინვესტიციები.** საჭიროა ფულის ზუსტი რაოდენობის მითითება (და არა რაღაც ინტერვალის ანუ ამ შემთხვევაში რეკომენდირებულია არ მიეთითოს რაღაც თანხის ინტერვალი, ვთქვათ 2-3 მლნ. ლარი) და კონკრეტულად რისთვისაა იგი განკუთვნილი. ასევე საჭიროა მივუთითოთ დაფინანსების წყაროს ტიპი - ანუ კრედიტია თუ სააქციო კაპიტალი. გასათვალისწინებელია, რომ ზოგიერთი ვენჩურული ფონდი საერთოდ არ აბანდებს თანხებს აქციონერულ კაპიტალში და კონვერტირებად ვალს

(კრედიტს) იყენებს. ასევე, შესაძლებელია, მიეთითოს დაფინანსების წყაროების ტიპები ან მათი ვარიანტები და რომელია კომპანიისათვის უფრო მისაღები .

8. უზრუნველყოფა (collateral) აღინიშნება იმ შემთხვევაში თუ დაფინანსებისას გამოიყენება კრედიტი (ვალი). შეიძლება მიეთითოს, რომ მას შეზღუდული უზრუნველყოფა აქვს ან საერთოდ არ აქვს იგი. რაც უფრო მაღალი უზრუნველყოფა აქვს კომპანიას, მით უფრო მეტი რესურსების მოზიდვის შესაძლებლობა უჩნდება მას დასაფინანსებლად და მით უფრო ნაკლები წილის გადაცემა მოუწევს მას აქციონერული კაპიტალიდან ინვესტორისათვის.

9. ინვესტიციების გამოყენება. უნდა იქნას აღწერილი მოზიდული ინვესტიციების გამოყენების მიმართულებები. ამ შემთხვევაში საჭირო არაა ზედმეტე დეტალების ჩამოთვლა (ეს აუცილებელი შემდეგ სტადიებზე იქნება). ამ ეტაპზე საკმარისია მიეთითოს ხარჯების მიმართულებები ანუ იქნება ეს მშენებლობა, მანქანა-დანადგარების შესყიდვა, მარკეტინგი, რეკლამა და ა.შ. კრედიტის გამოყენების შესაძლებლობების შემთხვევაშიც საჭიროა ხარჯების მიმართულებების აღნიშვნა. საგულისხმოა, რომ მაღალი ზრდის ტემპების დროს, კაპიტალში საწყისი ინვესტიციები და მათ საფუძველზე მოზიდული კრედიტების მოცულობა გაიზრდება კომპანიის მოგების რეინვესტირების შემთხვევაში. საჭიროა თავი ავარიდოთ ისეთი ფართო ინტერპრეტაციის მქონე ტერმინების გამოყენებას, როგორიცაა „საბრუნავი კაპიტალი“, „სხვა ხარჯები“ და ა.შ.

10. **ფინანსური მაჩვენებლები.** ტრადიციულად ეს თავი წარმოადგენს მოგება- ზარალის ანგარიშების, *(profit and loss statement, P&L)* და ბალანსის *(balance sheet, BS)* ნაერთს. მაგალითად, შემოსავლების მონაცემები *(Revenues)*, EBITDA/IOBDA, წმინდა მოგება *(net income)*, აქტივები *(assets)*, პასივები *(liabilities),* წმინდა ღირებულება *(net worth),* შეიძლება მითითებული იყოს ცხრილის სახით და მოიცავდეს ბოლო რამოდენიმე წელს. თუ კომპანია ახალია, ზემოთ მითითებული ბევრი მაჩვენებელი არ გამოიყენება.

11. ფინანსური გეგმა. ჩვენ ვიცით, რომ ვენჩურული ინვესტიციიდან გასვლის ვადა, როგორც წესი, 3-4 წელს არ აღემატება, ხოლო ხუთწლიანი პროგნოზები იშვიათად არის მყარად დასაბუთებული. ამის მიუხედავად, ბევრი ვენჩურული ინვესტორი მეტ უპირატესობას სულ ცოტა ხუთწლიან გეგმებს (პროგნოზებს) ანიჭებს. ამით ისინი თვლიან, რომ უკეთესად შეაფასებენ კომპანიის განვითარების პერსპექტივებს ინვესტიციიდან გამოსვლის შემთხვევაში. ყოველივე ამით, შესაძლებელია დადგინდეს ინვესტორის დაინტერესების მაჩვენებელი (ხარისხი). ამ გეგმის ანალიზისას გამოიყენება იგივე ფინანსური მაჩვენებლები, რაც ფინანსური მაჩვენებლების პარამეტრებთან მუშაობის დროს.

12. გასვლა (exit). ეს ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი საკითხია ვენჩურული ინვესტორისთვის (კაპიტალისტი), რომელსაც სურს (ურჩევნია) კომპანიაში დაგროვილი ღირებულების კაპიტალიზაცია მოახდინოს დროის შეზღუდულ მონაკვეთში (როგორც წესი 3-4 წელი). ძირითადად, ინვესტიციიდან გასვლის პროცედურები, პროექტის რეალიზაციიდან 2-3 წლის გასვლის შემდეგ იწყება. გამოსვლის ვარიანტების რაოდენობა შეზღუდულია, და როგორც წესი, მხოლოდ სამია:

1. სტრატეგიულ მყიდველისთვის კონტროლის მიყიდვა (strategic sale);
2. გამოსყიდვა მმართველების (მენეჯერების) მიერ (MBO);
3. პირველადი საჯარო შეთავაზება (IPO).

გასვლის სამივე ვარიანტი გულისხმობს რთულ კითხვებზე პასუხების მოძიებას. კერძოდ,

- რატომ ყიდულობს კომპანიას სტრატეგიული ინვესტორი და რატომ იხდის მასში იმდენს, რამდენიც საკმარისია საშუალო შემოსავლიანობის მისაღებად?
- შეძლებს კი მენეჯმენტი მოიზიდოს იმდენი დაფინანსება (კრედიტი), რომ კომპანია მმართველმა რგოლმა გამოისყიდოს?
- საკმარისია კომპანიის სიდიდე (მოცულობა) პირველადი საჯარო შეთავაზებისა (IPO) და აქციათა ლიკვიდობისათვის ?

პრეზენტაციის მომზადება

როგორც წესი, პრეზენტაცია მზადდება სრული შეთავაზების გაკეთებამდე და კომპანიის ბიზნეს-გეგმის მნიშვნელოვან მომენტებს შეიცავს. ინვესტირების შესახებ ბიზნეს-შეთავაზების მომზადების შემდეგ, პრეზენტაცია გადაისინჯება და გარკვეულ კორექტირებას განიცდის. კარგი იქნება თუ მოვახერხებთ და პრეზენტაციას გარე (უცნობ) ადამიანებს მივცემთ წასაკითხად, რათა კიდევ ერთხელ დავრწმუნდეთ, რომ:

- იგი ეძღვნება ვენჩურული კაპიტალის ინვესტირების შესაძლებლობებს;
- გამართულია და არ შეიცავს ორაზროვნებებს, მარტივია
- აღსაქმელად; შესაძლებელია მისი გაუმჯობესება.

პრეზენტაციის დაგზავნა

პრეზენტაციას ერთი მთავარი ამოცანა აქვს - ვენჩურული ინვესტორის ინტერესის გაღვივება კომპანიის და პროექტის მიმართ, ამიტომ იგი ისეთივე როლს თამაშობს, როგორსაც რეკლამა. პრეზენტაცია სჯობს გაიგზავნოს დეტალურ შეთავაზებასთან ერთად, რადგანაც წინააღმდეგ შემთხვევაში, წერილი მხოლოდ პრეზენტაციად

შეიძლება იყოს აღქმული. სასურველია ორიენტირებული ვიყოთ სრული პაკეტის დაგზავნაზე (პრეზენტაცია და შეთავაზება).

შეთანხმება კონფიდენციალურობის შესახებ

შეთანხმების გაფორმება კონფიდენციალურობის შესახებ (non-disclosure agreement, NDA) მაშინ ჩნდება, როდესაც პრეზენტაციაზე დადებითი გამოხმაურება (რეაქცია) უკვე არის და მოვიდა მოლაპარაკებების, კითხვების დასმის და მათზე პასუხების მოსმენის დრო.

კონფიდენციალურობის შეთანხმებაში, როგორ წესი, დაცულია ხოლმე ბიზნე-იდეა და კონკრეტული მონაცემები კომპანიის შესახებ. ხშირად, ასეთი შეთანხმების დადების ინიციატივა საინვესტიციო შუამავლებიდან მოდის, რომლებიც საკუთარი ინტერესების დაცვით არიან დაინტერესებულნი. ბევრჯერ ისეც ხდება, რომ ვენჩურული ინვესტორი უარს ამბობს ამგვარი შეთანხმების დადებაზე და იგი სიტყვიერად გასცემს დაპირებას (კონფიდენციალურობის დაცვასთან) გაუმჟღავნებლობის შესახებ.

ვენჩურული ინვესტორები, როგორც წესი, არ არღვევენ აღნიშნულ პირობებს, რათა აირიდონ სამართლებრივი დევნა. ვენჩურული ინვესტორების მიერ პრეზენტაციების მიღება და მისი განხილვის დაწყება ავტომატურად ნიშნავს ინფორმაციის კონფიდენციალურობის მიმართულებით გარკვეული პასუხისმგებლობის წარმოქმნას.

საინვესტიციო შუამავლის წახალისება

ხშირად ისე ხდება, რომ საინვესტიციო შუამავლები სთხოვენ ვენჩურულ ინვესტორებს (კაპიტალისტებს) გასცენ მათზე გარკვეული ფულადი ჯილდო მაშინ, როდესაც პროექტი დაფინანსებას მოიპოვებს. პრაქტიკულად ყოველთვის ვენჩურული ინვესტორები ამაზე უარს ამბობენ, რადგანაც თანხების გადახდა მათ არ ეკუთვნით ანუ რესურსების მოზიდისთვის მათ თანხები არ უნდათ დახარჯონ. თუმცა, ზოგჯერ ამგვარი ჯილდო შეიძლება გადახდილ იქნას კომპანიის თხოვნის შესაბამისად. ეს თანხები საინვესტიციო ფონდიდან შეიძლება იქნას აღებული, მაგრამ ასეთი მიდგომა არ უნდა იყოს მხარდაჭერილი ვენჩურული ფონდის მიერ.

7.3. მოთხოვნა ინვესტიციებზე და შეთავაზება ინვესტორს: მიზნები და ამოცანები; შუამავლებისა და კონსულტანტების ჩართულობა

ბიზნეს-გეგმა ასობით გვერდს მოიცავს და იგი შეიცავს ისეთ თავებს, როგორიცაა: ფინანსური გეგმა; მარკეტინგული გეგმა; მოთხოვნები პერსონალის მიმართ; კომპანიის ძლიერი და სუსტი მხარეების ანალიზი ცალკეული

სეგმენტების მიხედვით; სტრატეგიის აღწერა; გრძელვადიანი მიზნები და მოკლევადიანი ამოცანები. პროექტისგან განსხვავებით ბიზნეს-შეთავაზება, რომელიც ინვესტორს წარედგინება, როგორც წესი, უფრო მოკლეა და ნაკლებ დეტალებს მოიცავს. მაგრამ ბიზნე-გეგმასთან შედარებით იგი დამატებით პარაგრაფებს შეიცავს. კერძოდ, კომპანიაში განხორციელებული ინვესტიციების შემოსავლიანობის მახასიათებლებს და ინვესტიციიდან გასვლის შესაძლებლობებს.

ინვესტორისთვის გაკეთებული შეთავაზება (ან და თუნდაც პრეზენტაცია) აუცილებელი წინაპირობაა იმისათვის, რომ გაიმართოს შეხვედრა ვენჩურულ ინვესტორთან. მან ვენჩურულ ინვესტორს უნდა მისცეს საშუალება - ჩამოაყალიბოს დასაბუთებული უარი ან დასვას სწორი კითხვები. იმ შემთხვევაში, თუ აღნიშნული შეთავაზების განხილვის შედეგი იქნება შეხვედრაზე მოწვევა, უნდა ჩაითვალოს, რომ ინვესტიციის მოპოვების საქმე 50 %-ით მოგვარებულია. ამასთან, უნდა გვქონდეს მხედველობაში, რომ მოუმზადებელი შეხვედრები, როგორც წესი, არაპროდუქტიულია ხოლმე.

შეთავაზების ამოცანა

შეთავაზება ისეთი უნდა იყოს, რომ მან მოახერხოს მეწარმის და მისი იდეის „გაყიდვა" ანუ გაყიდვადი გახდეს. თუ ეს მიღწეული არაა, გამოდის რომ ამოცანა შესრულებულ არაა. შეთავაზებამ ხელი უნდა შეუწყოს ვენჩურულ ინვესტორთან შეხვედრის ორგანიზებას. ეს გახლავთ ის ძირითადი მოლოდინი, რომელიც ხელიდან არ უნდა იქნას გაშვებული უმნიშვნელო ტექნიკური უზუსტობების გამო, მაგალითად, არასწორი ტელეფონის ნომრის გამო და ა. შ. ვენჩურული ინვესტორი იშვიათად შეეცდება ორჯერ ან სამჯერ დარეკოს მითითებულ ტელეფონზე.

შუამავლების და კონსულტანტების გამოყენება

ხშირად ბიზნეს შეთავაზებებს საინვესტიციო შუამავლები (financial brokers, gatekeepers) ან კონსულტანტები ამზადებენ. ასეთ შეთავაზებებს უმეტეს შემთხვევებში „პაკეტს" უწოდებენ. ასეთი პაკეტის მომზადება, როგორც წესი, იაფი არაა. მისი მომზადების საფასური წინასწარ გადაიხდევინება ხოლმე, თუმცა ხარისხი დაბალია. ხშირად იგი იმიტაციას უფრო ჰგავს, ვიდრე ნამდვილ ბიზნეს-შეთავაზებას, რადგანაც შუამავალი არ იცნობს კომპანიის ყველა დეტალს.

ძირითადი მოთხოვნები

ძირითადი მოთხოვნა, რასაც შეთავაზებისგან ელიან, პატიოსნება და გულწრფელობაა, რაც იმას გულისხმობს, რომ ვენჩურულ ინვესტორამდე მივიტანოთ იდეები მისთვის გასაგები ფორმით, ფონდის ინვესტიცია კომპანიაში განხორციელდეს რაც შეიძლება მარტივად და უბრალოდ. შეთავაზების მომზადების დროს არ ღირს დროის და ძალისხმევის ეკონომია, რადგანაც ამ შემთხვევაში ეს სამუშაო ვენჩურულ ინვესტორს დააწვება კისერზე და მან პრიორიტეტები შეიძლება სხვაგვარად დაალაგოს. ვენჩურულ ინვესტორებს სჯერათ, რომ თუ კომპანიას არ შეუძლია კარგი შეთავაზება მოამზადოს, მაშინ დიდი ალბათობით მენეჯერების კომპეტენტურობის საკითხი მწვავედ დგას ამ კომპანიაში. საპირისპირო განწყობა იქმნება, როდესაც კარგად მომზადებული შეთავაზების განხილვა მიმდინარეობს.

მიღებული პრაქტიკის მიხედვით ბიზნეს-შეთავაზება, რომელიც 30 გვერდზე მეტი ფურცლისგან შედგება (თანდართული ფინანსური ანგარიშების გარეშე), საკმაოდ გრძლად ითვლება, ხოლო 50 ფურცელზე მეტ გვერდიანი დოკუმენტი მიუღებელია.

შეთავაზების ფორმატი

ბიზნეს-შეთავაზება ძირითადად შემდეგი თავებისგან შედგება:

- რეზიუმე;
- ბიზნესი და მისი პერსპექტივები;
- მენეჯმენტი;
- ფინანსების საჭიროება;
- რისკები (რისკ - ფაქტორები);
- ინვესტიციიდან გამოსვლა და ინვესტიციის უკუგება;
- საქმიანობის ანალიზი და პროგნოზები;
- ფინანსური ანგარიშები;
- ფინანსური გეგმა და პროგნოზები;
- დამატებითი მასალები და დანართები.

ეს ფორმატი არაა დოგმა, თუმცა იგი პასუხობს კომპანიებისა და ინვესტორების უმეტეს მოთხოვნებს. ამიტომ შესაძლებელია თავების/ქვეთავების როგორც შემცირება, ასევე გადაჯგუფება.

7.4. ინვესტორის კითხვები და გარანტიები

ვენჩურული დაფინანსებისას ყველაზე კარგი ვარიანტია, როდესაც ვენჩურული ინვესტორი (კაპიტალისტი) შესაბამისი ბიზნეს-შეთავაზების გაცნობისთანავე იღებს გადაწყვეტილებას და საბანკო ჩეკს აწერს ხელს. მაგრამ, რეალურად ასე არ ხდება. ვენჩურული ინვესტორი უამრავ კითხვას

დასვამს, სანამ გადაწყვეტილებას მიიღებს. ამიტომ, სანამ ბიზნეს-შეთავაზებას გავაგზავნით, სასურველია იგი მეგობართა და გულშემატკივართა ვიწრო წრეს გავაცნოთ (მეგობრები, აუდიტორები, შესაძლოა ბანკირები და ა.შ.). ეს აუცილებელია, რათა გვქონდეს შესაძლებლობა - მოვისმინოთ მათი კითხვები და რეკომენდაციები, რომლის გათვალისწინებითაც უნდა მოხდეს ბიზნეს-შეთავაზების სრულყოფა და ვენჩურული ინვესტორის შესაძლო კითხვებზე პასუხების მომზადება.

ქვემოთ ჩამოთვლილი კითხვებიდან ყველა ერთად, ალბათ, დასმული არასდროს იქნება. უკიდურეს შემთხვევაში, ამ საერთო კითხვების 1/3-ზე შეიძლება იყოს საუბარი, მაგრამ - პასუხები ყველა მათგანზე უნდა გვქონდეს მომზადებული. სასურველია კითხვებზე პასუხების მომზადება მეგობრებთან ერთად მოხდეს.

ძირითადი კითხვები შემდეგ მიმართულებებად შეიძლება განაწილდეს:

- პროდუქტის (მომსახურების) უნიკალურობა;
- მენეჯმენტი;
- პროგნოზირება და ინვესტიციების უკუგება;
- გამოსვლა.

პროდუქტის უნიკალურობა

ვენჩურული ინვესტორი ბევრ სერიოზულ შეთავაზებას იღებს, მაგრამ უმეტეს მათგანს არ განჩნია განვითარების მნიშვნელოვანი პოტენციალი, რადგანაც არ არიან უნიკალურები. ვენჩურული ინვესტორი არ იქნება 10 %-იან წლიური ზრდის მაჩვენებელზე თანახმა, რადგანაც ინვესტიციის განხორციელება მცირე ბიზნესში ყოველთვის მაღალ რისკებთანაა დაკავშირებული და არ მოაქვს დივიდენდები. ისინი ასევე არალიკვიდურნი არიან. ამიტომ 10 %-ანი ზრდა არასაკმარისი ჯილდო იქნება ასეთ პირობებში მუშაობის დაწყებისთვის. აქ ძირითადი კითხვები შეიძლება იყოს შემდეგი:

- კომპანიის ბიზნესი რითი განსხვავდება სხვა ბიზნესებისგან;
- რაში მდგომარეობს იმ ვითარების თავისებურება, რომელშიც ეს კონკრეტული კომპანია ფუნქციონირებს;
- რატომ ექნება ამ კომპანიის ბიზნესს ზრდის უფრო მაღალი ტემპები, ვიდრე მის კონკურენტებს;
- რაში მდგომარეობს წარმატების წინამძღვრები და როგორ მიიღწევა იგი.

ყოველთვის უნდა ველოდოთ ასეთ კითხვებს და მზად უნდა ვიყოთ ვისარგებლოდ შემთხვევით და კიდევ ერთხელ ავუხსნათ დაინტერესებულ მხარეებს, თუ რაში მდგომარეობს კომპანიისა და გარიგების უნიკალურობა.

მენეჯმენტი

ძირითადად, მენეჯმენტთან დაკავშირებით რაც პირველრიგში დააინტერესებს ვენჩურულ ინვესტორს (კაპიტალისტს), ეს მათი პატიოსნობის საკითხია. ბიზნეს- შეთავაზებაში ამაზე პირდაპირი პასუხები არ მოიძებნება. პატიოსნობის თაობაზე ვენჩურულ ინვესტორს აზრი ჩამოუყალიბდება მენეჯერთა გუნდთან შეხვედრის და მოლაპარაკებების დროს და თუ აქ სერიოზული (მწვავე) კითხვები წარმოიშვა - გარიგება ჩაიშლება. ძირითადად ვენჩურული ინვესტორი კომპანიის და ხელმძღვანელი გუნდის წარსული საქმიანობით დაინტერესდება, რათა კიდევ ერთხელ დარწმუნდეს - რამდენად გამოცდილი და კომპეტენტურები არიან ისინი. მას (ვენჩურულ ინვესტორს) ასევე სურს დაადგინოს მათი მოტივაცია, შეაფასოს მიღწევები, შეუძლია თუ არა მეწარმეს, რომელმაც მენეჯერთა გუნდი შეკრიბა, მიაღწიოს წარმატებას და შეასრულოს ის ამოცანები, რაც ბიზნეს-შეთავაზებაში არის ჩამოყალიბებული. მნიშვნელოვანია, რომ ბიზნეს- შეთავაზების გაცნობისას და გამართული მოლაპარაკებების შედეგად, საბოლოო ჯამში, მივიღოთ დადებითი შეფასება - „შთამბეჭდავია“ ან „კარგი ბიჭები არიან“ ან „ტოვებენ შთაბეჭდილებას“ და ა.შ. თუ ამგვარი სიტყვები (ფრაზები) გაჟღერებულია, შეგვიძლია ჩავთვალოთ, რომ ამოცანა ნახევრადაა გადაწყვეტილი, ხოლო თუ ვენჩურული კაპიტალისტი (ინვესტორი) ყოყმანობს - ფული არ იქნება.

პროგნოზები და ინვესტიციების უკუგება

ვენჩურულ ინვესტორს დააინტერესებს, თუ რამდენად რეალისტურია კომპანიის პროგნოზები, რომელიც გაყიდვების მოცულობას და რენტაბელობას შეეხება. ასევე მას დააინტერესებს, რამდენად შეძლებს მენეჯერთა გუნდი დასახული მიზნების მიღწევას (რეალიზებას). შემდგომ, ვენჩურულ ინვესტორებს ასევე დააინტერესებთ მათ მიერ გაწეული (განხორციელებული) ინვესტიციების უკუგება (უკან დაბრუნება), რომელიც ასევე შეიძლება გაკეთებული პროგნოზების შესრულებაზე იყოს დამოკიდებული. კომპანია მზად უნდა იყოს დაიცვას მის მიერ გაკეთებული გაყიდვების მოცულობის და შემოსავლების პროგნოზირების რიცხვები. პროგნოზები სოლიდურ დასაბუთებას და გონივრულ დაშვებებს უნდა ეფუძნებოდეს. საჭიროა შეგვეძლოს მათი დასაბუთება და დადასტურება. პროგნოზები არ უნდა იყოს ძალიან რადიკალური, ოპტიმისტური ან აგრესიული. განვითარების საწყის ეტაპზე ზრდამ შეიძლება 50-100 %-ს მიაღწიოს, მაგრამ 25 %-იანი წლიური ზრდა - ეს ის მინიმუმია, რომლის ქვემოთ ბიზნესი ვერ იქნება მიმზიდველი ვენჩურული ინვესტორისთვის.

გამოსვლა

ინვესტიციებიდან გამოსვლის საკითხი ვენჩურული ინვესტორის მუდმივი ზრუნვის და ფიქრის საგანია, მიუხედავად იმისა - კარგი თუ ცუდი გარიგება იქნა დადებული. კომპანიის ღირებულების (ფასის) ზრდა კაპიტალიზირებული უნდა იყოს და მან ნაღდი ფულის ფორმა უნდა მიიღოს. გაცნობიერებული უნდა იყოს კომპანიის გაყიდვის შესაძლებლობის აუცილებლობა ისე, როგორც ეს ვენჩურულ ინვესტორს აქვს გააზრებული.

ვენჩურულ ინვესტორს (კაპიტალისტს) არ უნდა გაუჩნდეს კითხვები ბიზნეს- შეთავაზების რეზიუმესთან დაკავშირებით. თუ ეს კითხვები მაინც წარმოიშვა, გამოდის რომ რეზიუმე ცუდია და იგი არ შეესაბამება გაკეთებულ შეთავაზებებს. თუ რაზუმეში საუბარია ისეთ რაღაცაზე, რაც არაა შეთავაზებაში, მაშინ კითხვები გარდუვალია.

პრაქტიკა აჩვენებს, რომ, როგორც წესი, მეწარმეთა უმრავლესობა თავისი ბიზნესის ისტორიასა და მის პერსპექტივებს 3 ფაზად ყოფს. მაგრამ ამან შეიძლება ვენჩურული ინვესტორის გაღიზიანება გამოიწვიოს. ამიტომ, უმჯობესია თავიდან ავიცილოთ ყოველივე. როგორ წესი, ვენჩურულ ინვესტორებს შემდეგი მომენტები აინტერესებთ:

- ბიზნესის ბუნება;
- ბიზნესის ისტორია;
- ბიზნესის მომავალი (პერსპექტივები);
- ბიზნესის უნიკალურობა;
- საქონელი (პროდუქტები) ან მომსაურება;
- პროდუქტისა ან მომსაურების მომხმარებლები/მყიდველები;
- დარგი და ბაზარი;
- კონკურენცია;
- მარკეტინგი;
- წარმოშობა;
- სამრეწველო პროცესი;
- შრომა;
- მომწოდებლები;
- სუბკონტრაქტორები;
- სამრეწველო მოწყობილობა;
- სამრეწველო შენობა-ნაგებობანი;
- პატენტები და სავაჭრო ნიშნები;
- სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოები;
- სასამართლო პროცედურები;

- კანონმდებლობა და სახელმწიფო მმართველობა (რეგულირება);
- ინტერესთა კონფლიქტი;
- შეკვეთების პორთფელი;
- დაზღვევა;
- საგადასახადო დაბეგვრა;
- კორპორაციული სტრუქტურა.

ზემოთ მოყვანილ კითხვების გარდა, რომელიც ბიზნესს და მის პერსპექტივებს შეეხება, ვენჩურულ ინვესტორს (კაპიტალისტს) სხვა სფეროდანაც შეიძლება გაუჩნდეს კითხვები. ეს სფეროები შეიძლება იყოს:

მენეჯმენტი. <u>კითხვები:</u> ხელმძღვანელობა და დირექტორები, საკვანძო მუშაკები, წესიერება და პატიოსნება, წახალისების სისტემა და ა.შ.

დაფინანსების საჭიროება. <u>კითხვები:</u> შეთავაზებები დაფინანსების მიმართულებით, კაპიტალის სტრუქტურა, გარანტიები, პირობები და ა.შ.

რისკები. <u>კითხვები:</u> რესურსების შეზღუდულობა, ბაზრის განუსაზღვრელობა, საწარმოო პროცესის განუსაზღვრელობა, ბიზნესის ლიკვიდაცია და ა.შ.

ინვესტიციებიდან გამოსვლა. <u>კითხვები:</u> IPO, გაყიდვა სტრატეგიულ ინვესტორზე, გამოსყიდვა და ა.შ.

ოპერაციების ანალიზი და პროგნოზირება. <u>კითხვები:</u> ძირითადი მაჩვენებლები, კოეფიციენტების ანალიზი, ფინანსური მდგომარეობა და ა.შ.

ლექცია VIII. ვენჩურული გარიგებები

(ნაწილი 2)

8.1. შეხვედრები და მოლაპარაკებები გარიგების ირგვლივ: მიზნები და ამოცანები

როდესაც ბიზნეს-შეთავაზება გაკეთებულია, მასზე შესაძლო რეაქცია დიდი ალბათობით იქნება ვენჩურული კაპიტალისტის (ინვესტორის) ზარი. რამოდენიმე შეკითხვის შემდეგ, მან შეიძლება შეხვედრის წინადადება წამოაყენოს. ზოგიერთი ვენჩურული ინვესტორი შეხვედრის გამართვას საკუთარ ოფისში ამჯობინებს (დროის ეკონომიის გამო), ხოლო ზოგი - კომპანიის შესახებ მეტი ინფორმაციის გაგების **იმედით** გამოთქვამს **სურვილს** - თვით კომპანიის ოფისში მოხდეს ეს შეხვედრა. ვენჩურული ინვესტორის ოფისი შეიძლება მდიდრულად ან მოკრძალებულად, ტრადიციულ ან ე.წ. „ტექნო“ სტილში იყოს მოწყობილი. ამიტომ, არ უნდა დავკომპლექსდეთ საკუთარი ოფისის გამო, როგორიც არ უნდა იყოს იგი. შეხვედრა შეიძლება გაიმართოს კაბინეტში ან სპეციალურად მოლაპარაკებებისათვის განსაზღვრულ ოთახში. ამას გადამწყვეტი მნიშვნელობა არა აქვს.

პირველმა შეხვედრამ 1-5 საათამდე შეიძლება გასტანოს. შეხვედრის დროს ვენჩურული ინვესტორი შეეცდება გაიცნოს მეწარმე (ბიზნესმენი) როგორც პიროვნება და მისი პიროვნების შეფასების კვალობაზე შეეცდება თავისი საკუთარი წარმოდგენა შეიქმნას მასზე. ვენჩურული ინვესტორი დაინტერესებულია, რომ პირველი შთაბეჭდილება კარგი იყოს, ბევრ მათგანს სჯერა მისი სისწორის. ამიტომაც არის ეს პირველი შეხვედრა ასე მნიშვნელოვანი. მაგრამ, მომდევნო შეხვედრების დროს, ამ შთაბეჭდილების ცვლილების შემთხვევაში, როგორც წესი, იცვლება გარიგების პირობებიც.

შეხვედრის დროს ვენჩურულ ინვესტორს შემდეგი ძირითადი საკითხების გარკვევა სურს:

- რაც შეიძლება მეტი ინფორმაციის მიღება კომპანიის ბიზნესზე და ბიზნეს- მოდელზე (როგორ გამოიმუშავებს კომპანია ფულს);
- ინფორმაციის მოპოვება მომავალი პარტნიორების შესახებ და შესაძლებლობების გამოძებნა მათი შეფასებისათვის;
- გარიგების სტრუქტურის ძირითადი მახასიათებლების დაზუსტება და შეთანხმება.

თუ საუბრები არ მივიდა გარიგების სტრუქტურის შესახებ განხილვამდე, უნდა ჩაითვალოს, რომ ჩვენს ბიზნეს-შეთავაზებაზე, ალბათ, უარყოფითი პასუხი იქნება.

ვინ მოსწონთ და რას ეძებენ ვენჩურული ინვესტორები

როგორც წესი, ვენჩურული ინვესტორი მეწარმეში შვიდი ბაზისური მახასიათებლის გამოვლენას აკვირდება, თუმცა უნდა გვესმოდეს, რომ იდეალური ადამიანები არ არსებობენ. კერძოდ:

1. პატიოსნება;
2. შეუპოვრობა (შედეგის მიღწევის უნარი);
3. ენერგიის (ნებისყოფის) მარაგი;
4. გონიერება;
5. ცოდნა;
6. ლიდერობის უნარი;
7. შემოქმედებითი შესაძლებლობები (უნარები).

გასაგებია, რომ იდეალური ადამიანები არ არსებობენ, მაგრამ მეწარმე რამოდენიმე ბაზისურ მახასიათებელს უნდა აკმაყოფილებდეს, რადგან ერთ-ერთში რომელიმე სისუსტეს გადაწონოს სხვა უნარების სიძლიერე. ამასთან, უნდა გვახსოვდეს, რომ შვიდივე მნიშვნელოვანია. ამიტომ, შეგვიძლია თვითანალიზი ჩავატაროთ და ძლიერი მხარეები გამოვავლინოთ.

განვიხილოთ ზოგიერთი მათგანი.

პატიოსნება. ყველა ვენჩურულ ინვესტორს სურს პატიოსანი პარტნიორი ჰყავდეს, რადგანაც წინააღმდეგ შემთხვევაში მათ (პარტნიორებმა) შეიძლება მას ფული მოპარონ. პატიოსნება რამოდენიმე ფაქტორის სიმბიოზს მოიცავს:

- პირდაპირობა (integrity), სიმართლის ლაპარაკის უნარი;
- ერთგულება (fidelity), შეთანხმების პირობების დაცვა;
- ლოიალობა (loyalty), აღებული ვალდებულებების შესრულება;
- სამართლიანობა (equitability).

უცხოელების მიერ შედგენილ ამ ჩამონათვალში არაა მოხვედრილი სიტყვა სინდისი. ვენჩურულ ინვესტორთან ურთიერთობებისას უნდა გვახსოვდეს, რომ პატიოსნებაზე და ნდობაზე (credibility) დამყარებული კონტაქტების განვითარება უნდა მოვახდინოთ პატიოსნების დემონსტრირების საფუძველზე.

შეუპოვრობა (შედეგის მიღწევის უნარი). ვენჩურული ინვესტორი უნდა ხედავდეს მეწარმეში შედეგის მიღწევის ძლიერ სურვილს. მას მოსწონს, როცა მეწარმე ფულს უყურებს, როგორც მუშაობის წარმატების საზომს. მისთვის მნიშვნელოვანია არა თვით შედეგი - როგორც ასეთი, არამედ შედეგი, რომელიც ფულში გამოიხატება. საჭიროა მოვახდინოთ დემონსტრირება, იმისა რომ „ფულის კეთებით“ დაინტერესება გამომდინარეობს არა სიხარბისგან, არამედ იმითაა ეს განპირობებული, რომ ფული არის

„უნივერსალური მაჩვენებელი", რომლის მეშვეობითაც ხდება კომპანიის მახასიათებლების შეფასება. თუ ეს დამოკიდებულება არ იქნა დანახული და წინ წამოწეული, მაშინ, დიდი ალბათობით, ინვესტიცია არ განხორციელდება.

ენერგიის (ნებისყოფის) მარაგი. მეწარმეობა ყოველთვის მოითხოვს ენერგიის დიდ ხარჯვას. ფიზიკური და სულიერი ენერგიის დიდი მარაგის გარეშე ბიზნეს-შეთავაზება არ იქნება რეალიზებული. ფიზიკური და სულიერი ენერგია აუცილებელია, რომ სამუშაო იყოს შესრულებული, ამოცანა - გადაწყვეტილი, ხოლო დასახული მიზანი - მიღწეული. მმართველ გუნდს უნდა ჰქონდეს ძალა და ენერგია, რათა მათი მრავალწლიანი ძალისხმევა გეგმის შესასრულებლად წარმატებით დასრულდეს. ასევე დემონსტრირება უნდა მოხდეს იმისა, რომ აქვთ მძიმე სამუშაოს შესრულების უნარი, არიან ინიციატივებით და ენთუზიაზმით აღვსილნი. ვენჩურული ინვესტორი უნდა დარწმუნდეს, რომ გუნდის წევრებს გააჩნიათ დასახული მიზნის მიღწევის ძლიერი სურვილი და მზად არიან ამას წლები დაუთმონ.

გონიერება. ვენჩურულ ინვეტორს სურს დარწმუნდეს, რომ კომპანიის ტოპ- მენეჯერები ჭკვიანები (intelligent) არიან. გონიერებაში, როგორ წესი, მოიაზრება ლოგიკური აზროვნების უნარი, რთული ვითარებების აღქმის, მათი ანალიზის, მსჯელობის და სწორი გადაწყვეტილებების მიღების უნარი. ეს ცოდნა თავის თავში მოიცავს რისკების შეფასების უნარს. დიპლომებისა და სერტიფიკატების არსებობა, როგორ წესი, ადასტურებს ჭკუისა და გონების არსებობას, მაგრამ გონება ადამიანს დიპლომის გარეშეც შეიძლება გააჩნდეს. სამეწარმეო საქმიანობისათვის საჭირო გონების გაზომვა და შეფასება შეუძლებელია, ამიტომ ვენჩურული ინვესტორი შეეცდება მენეჯერთა გუნდის გონიერებაზე წარმოდგენა შეექმნას მის მიერ დასმულ კითხვებზე პასუხების მოსმენის დროს.

ცოდნა. ცოდნაზე საუბრისას ვენჩურული ინვესტორისთვის მნიშვნელოვანია არა თვით განათლება, არამედ ის გამოცდილება, რომელიც ადამიანმა მიიღო წარმატებებისა და წარუმატებლობის შედეგად. ყურადსაღებია დარგის, სექტორისა და იქ გამოყენებული ბიზნეს-მოდელების კარგი ცოდნა. მთავარია დავადგინოთ, გააჩნია თუ არა მმართველ გუნდს ის საკმარისი ცოდნა, რაც აუცილებელია, ამ კონკრეტულ შემთხვევაში, ფულის გამომუშავებისათვის.

ლიდერობის უნარი. ვენჩურული ინვესტორის თვალთახედვით, იმისათვის რომ გახდე ლიდერი საშუალო ზომის კომპანიაში, შეიძლება საჭირო იყოს შემდეგი თვისებები:

- გამბედაობა მთელ კომპანიაზე პირადი პასუხისმგებლობის აღებისას;

- გამბედაობა რისკზე წასვლისას და მძიმე პირობებში მუშაობის უნარი, როდესაც საქმე დაუგეგმავი მიმართულებით მიდის;
- თავისი თავის რწმენა და სხვების მიმართ კეთილგანწყობა.

ვენჩურული ინვესტორი ცდილობს დაადგინოს (გაიგოს) შეუძლია თუ არა ტოპ- მენეჯერს:

- თავისთვის და სხვებისთვის მაღალი მოთხოვნების (სტანადარტების) წაყენება და მათი განუყრელი დაცვა;
- თუ ეს აუცილებელია და საჭიროა, მოგების უზრუნველყოფისათვის პრობლემის დანახვა, იდენტიფიცირება და სტრატეგიის შეცვლა;
- თავისთავზე საქმის (სამუშაოს) აღების უნარი, თუ სხვებისთვის განკარგულებების მიცემა.

ლიდერი არ უნდა იყოს თვითკმაყოფილი ან ეგოცენტრული, უარს არ უნდა ამბობდეს „უბრალო“ (დაბალკვალიფიციურ) სამუშაოზე ან ისეთი პრობლემის გადაწყვეტაზე, რაც „მის მაღალ სტატუს“ არ შეესაბამება.

შემოქმედებითი უნარები. შემოქმედებითი უნარების (creativity) აუცილებლობა წარმატებული სამეწარმეო საქმიანობისათვის რამდენად მნიშვნელოვანია - ბევრს ავიწყდება. ვენჩურულ ინვესტორს სურს - იყოს დარწმუნებული მმართველი გუნდის შემოქმედებით უნარების არსებობაში, რომ მათ შეუძლიათ წამოჭრილი პრობლემების გადაწყვეტა. მნიშვნელოვანია, რომ იყოს ახალი და განსხვავებული მიდგომები ისეთი სიტუაციების მიმართ, რომელთა ორიგინალურობა მათ განსაკუთრებულობას გაუსვამს ხაზს.

რა არ უნდა ილაპარაკო

მოლაპარაკებები შეიძლება დიდხან გაგრძელდეს, რომლის დროსაც ადამიანი შეიძლება მოდუნდეს და ზედმეტი ილაპარაკოს. არსებობს რამოდენიმე თემა, რომელზეც მოლაპარაკებების დაწყების საწყის ეტაპზე არაა რეკომენდირებული საუბარი. კერძოდ,

- დიდი გეგმები;
- დამოკიდებულება ბიზნესის მიმართ;
- ტყუილი.

მოკლედ განვიხილოთ თითოეული მათგანი.

დიდი გეგმები. კონცენტრირება უნდა მოხდეს კონკრეტულ ბიზნეს-შეთავაზებაზე, კონკრეტული ამოცანისა და მიზნის მიღწევაზე. საჭირო არაა ყველა სამომავლო გეგმის განხილვა. დიდმა და გრანდიოზულმა გეგმებმა შეიძლება დააფრთხოს ვენჩურული ინვესტორი, ჩამოუყალიბოს შთაბეჭდილება, რომ კომპანია ფანტაზიორების მიერ იმართება. გეგმები სხვა პროდუქტების

მიმართ, შერწყმისა და შთანთქმის პერსპექტივები, რომელიც არაა დაკავშირებული ამ კონკრეტულ შეთავაზებასთან, სჯობს არ გაჟღერდეს, რადგანაც მან შეიძლება ვენჩურული ინვესტორის ყურადღება სხვაზე გადაიტანოს, იმაზე რაც არაა ჩამოყალიბებული ბიზნეს-წინადადებაში. ყოველივე ამან შეიძლება შექმნას შთაბეჭდილება, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობა ძალებს ანიავებს და არ აქვს კონცენტრირების უნარი.

დამოკიდებულება ბიზნესის მიმართ. არასდროს არაა სასურველი საუბარი იმაზე, რომ კომპანიისა და მეწარმის ამოცანა არის რაღაც სხვა *(თვითრეალიზება, დამოუკიდებლობა გადაწყვეტილების მიღების და ქმედებების დროს, სოციალური როლი და ა. შ.),* და არა ფულის გამომუშავება კომპანიისათვის და ვენჩურული ინვესტორისათვის. ასეთი მიდგომა, რა თქმა უნდა, კომპანიის გუნდის წევრებს წარმოაჩენს გარკვეულ წილად ცალსახად, მაგრამ, შეიძლება ვიყოთ დარწმუნებული, რომ კომპანიას არ შეხვდება პრობლემები ვენჩურულ ინვესტორთან ფასეულობათა თანხვედრის არქონის გამო.

ტყუილი (სიცრუე). გამოყოფენ ორი სახის (დონის) უპატიოსნობას. კერძოდ:

1. წინააღდეგობაზე აგებული ტყუილი, როდესაც მეწარმე ვენჩურულ ინვესტორს არწმუნებს, რომ მან იცის როგორ მოატყუოს სხვები და მზადაა ამ ტყუილის შედეგად „გამომუშავებული აქტივები" მას გაუყოს;

2. ის, რასაც ბიზნე-სკოლებში ეძახიან „თეთრ ტყუილს" ან „ტყუილშია გადარჩენა" (constructive deception), როდესაც სიმართლისმსგავსი ნეგატიური დებულებები ხმოვანდება, რომელიც არ შეესაბამება სინამდვილეს და ფარავს (მალავს) ჭეშმარიტებას.

თუ მოლაპარაკების დროს, პოტენციური პარტნიორი თავს არიდებს კითხვებზე პასუხს ანდა თუ პირდაპირი პასუხების ნაცვლად გვესმის ზოგადი და ბუნდოვანი ფრაზები, პარტნიორს შეიძლება შეექმნას შთაბეჭდილება, რომ არაფერი განსაკუთრებული არ ხდება. სინამდვილეში საქმე სხვაგვარადაა - ნებისმიერი ტყუილი შეიძლება გამჟღავნდეს და მაშინ გარიგების დასასრული გარდუვალია.

რისი გაკეთება არ შეიძლება

როგორც წესი, ყველა ვენჩურულ ინვესტორს ჩამოყალიბებული აქვს ის ჩამონათვალი, რაც მას ჩვეულებრივ არ მოსწონს. კერძოდ:

- კითხვებზე პასუხების გაუცემლობა, ზოგადი პასუხები კონკრეტულ კითხვებზე;
- არსებითი პრობლემების დაფარვა;
- მოლაპარაკებებზე იურისტებთან ერთად გამოცხადება;
- ზეწოლა გადაწყვეტილების დაუყოვნებლივ მიღების მიზნით;

- არაელასტიურობა (მოუქნელობა) ფასის და შეფასების საკითხებში.

8.2. კომპანიის შეფასება ვენჩურული ინვესტორის მიერ: ღირებულების დადგენა; დაფინანსების წყაროების გავლენა მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე; რისკების დაშვება და გადანაწილება

ვენჩურული კაპიტალისტი იყენებს კომპანიის შეფასებისას შემდეგ მონაცემებს:

- ინვესტიციები, რომელიც მეწარმემ ან რომელიმე სხვა აქციონერმა გააკეთა;
- შემოსავლიაონობის პოტენციალი;
- დანაკარგის რისკი;
- დამატებითი სახსრების საჭიროება;
- ინვესტიციიდან გამოსვლის მეთოდი.

განვიხილოთ თითოეული მათგანი უფრო დაწვრილებით.

სხვა აქციონერის ან მეწარმის მიერ განხორციელებული ინვესტიციები. ვენჩურულ ინვესტორს (კაპიტალისტს) აინტერესებს თანაფარდობა მის მიერ განხორციელებულ ინვესტიციებსა და სხვა ინვესტორების ან/და აქციონერების მიერ დაბანდებულ ფულად სახსრებს შორის.

მეწარმის საინვესტიციო შესაძლებლობები, როგორც წესი, საკმაოდ შეზღუდული და მცირეა. მისი ფორმირება დამოკიდებულია არაუზრუნველყოფილი (ე.წ. საბლანკო) საბანკო კრედიტებისა და სხვა შესაძლებლობებზე. ვენჩურულ ინვესტორს კარგად ესმის, რომ მეწარმე პროექტში თავის „ინტელექტს", „სისხლს" და „ოფლს" დებს. მას ასევე კარგად ესმის, რომ წარუმატებლობის შემთხვევაში დაზარალდება მეწარმის რეპუტაცია და იგი თავის ცხოვრების რამოდენიმე წელსაც დაკარგავს. თუმცა, ვენჩურულ კაპიტალისტს ურჩევნია, რომ მეწარმის დანაკარგებში ეკონომიკური (ფინანსური) შემადგენელიც იყოს. ასეთ შემთხვევაში საჭირო ხდება, რომ მეწარმემ ინვესტიცია ფულადი (ფინანსური) ფორმითაც განახორციელოს ან რამე სხვა სახის უზრუნველყოფა წარმოადგინოს. ეს, მაგალითად, შეიძლება იყოს მანქანა-დანადგარები ან საცხოვრებელი სახლის საგირავნო თამასუქი (უზრუნველყოფა) და ა.შ.

ვინაიდან, ჯერ-ჯერობით არ არსებობს კომპანიის შეფასების და ქონების წილების გადანაწილების ყველასათვის მისაღები და აღიარებული მეთოდი, ამიტომ ერთიც და მეორეც უნდა განისაზღვროს იმ მოლაპარაკებების პროცესის დროს, რომელიც მეწარმესა და ვენჩურულ კაპიტალისტს შორის უნდა გაიმართოს. იმ შემთხვევაში, თუ ვენჩურული კაპიტალისტი ენდობა მეწარმეს და ზარალის რისკი საკმაოდ დაბალია, მაშინ, შესაბამისად, მეწარმის წილი მცირე იქნება. ამიტომ, მეტად მნიშვნელოვანია კარგი და საფუძვლიანი ბიზნეს-შეთავაზების მომზადება და წარდგენა. ეს იმის საშუალებას იძლევა, რომ შეფასდეს

ვენჩურული კაპიტალისტი ანუ გავიგოთ, თუ რამდენად მიზანდასახული (აგრესიული), ინიციატივიანი, ენერგიული და კრეატიულია მეწარმე.

შემოსავლების პოტენციალი

შემოსავლების პოტენციალი (upside potential) დამოკიდებულია დაბანდებული კაპიტალის უკუგების სიდიდეზე (ROI) და შემოსავლიანობის შინაგან ნორმაზე (IRR), ასევე გაკეთებული პროგნოზების მიღწევის (შესრულების) ალბათობასა და დროულობაზე. აღნიშნული პროგნოზები იშვიათად აღემატება ხუთ წელს. მოლაპარაკებების დროს ნებისმიერი გამოვლენილი უარყოფითი ფაქტორები გამოიწვევს მეწარმის წილის შემცირებას კომპანიაში, ხოლო პოზიტიური კი - მათ ზრდას. ხუთი წლის განმავლობაში კომპანიის ღირებულების გაორმაგება ნიშნავს შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმის (Internal Rate of Return, IRR) მხოლოდ 15 პროცენტს, გასამმაგება -25 %-ს, კომპანიის ღირებულების გაოთხმაგება - 30 %, გახუთმაგება - 38 %, 7-ჯერ ზრდა - 48 %-ს, 10-ჯერადი ზრდა კი მხოლოდ 58 %-ს. პრობლემა ისაა, რომ დაბანდებული ინვესტიციის შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმის გაზდა ყოველ მომდევნო წელს სულ უფრო ძნელდება.

ინვესტიციის უკუგების მაჩვენებელი, რომელსაც ვენჩურული ფონდი მოელის, როგორც წესი, იცვლება. იგი დამოკიდებულია იმ ეტაპზე, რომელზედაც კომპანია იმყოფება. ყველაზე მაღალი იგი უნდა იყოს ინვესტირების პირველ (საწყის) სტადიაზე და შემდეგ კლებულობს (სტარტაპის შემთხვევაში - შშნ/IRR დაახლოებით 75-100 %, პირველი სტადია - 40-60 %, მეორე სტადია - 30-40%, მესამე სტადია - 20-30%, რესტრუქტურიზაცია - 50 %, გამოსყიდვა - 30-50%). ვენჩურული ინვესტორი, დიდი ალბათობით, საერთოდ არ განახორციელებს ინვესტიციებს, თუ მოსალოდნელი შემოსავლების შინაგანი ნორმა 20 პროცენტზე დაბალი იქნება, რადგანაც მან ბევრი თანმდევი ხარჯი უნდა დაფაროს, ხანდახან დამატებითი პროცენტებიც კი.

ვენჩურული კაპიტალისტები დაინტრესებულნი არიან უკუგების კარგი მაჩვენებლით და ამიტომ ცდილობენ დანაკარგების მინიმუმამდე დაყვანას. თუ წარმატების ალბათობა - 50%-ია, მაშინ ძალიან მაღალი შემოსავლიანობაა საჭირო, რომ ინვესტიცია განხორციელდეს. როგორც წესი, წარუმატებლობის ალბათობა 20 %-ზე მაღალი არ უნდა იყოს.

ინვესტიციის განხორციელებისას არც ერთი ვენჩურული კაპიტალისტი, როგორც წესი, არ აფასებს რისკებს მაღალი მაჩვენებლებით. ამიტომ, ძირითადად, ვენჩურული ფონდები საშუალო შემოსავლიანები არიან. პრაქტიკულად სამ მაღალშემოსავლიან ფონდზე არანაკლებ შვიდი საშუალოშემოსავლიანი ფონდი მოდის.

დანაკარგის რისკი

ეს ის სავარაუდო რისკია (downside risk), რომელიც კომპანიის დახურვის ან აქტივების ლიკვიდაციის გამო შეიძლება წარმოიშვას. ამგვარი რისკის შეფასება და გაზომვა ძალზე რთულია. იმის გამო, რომ აქციონერები კრედიტორთა ჩამონათვალის სიის ბოლოში დგანან, რისკის ელიმინირება (გამორიცხვა) შეიძლება მხოლოდ უზრუნველყოფის და გარიგების სპეციალური სტრუქტურების გამოყენებით. უზრუნველსაყოფისათვის შეიძლება გამოყენებულ იქნას მიწა, შენობა-ნაგებობები და მოწყობილობები. მეორე სახეობად შეიძლება განიხილებოდეს პატენტები, სავაჭრო ნიშნები ანდა გრძელვადიანი იჯარის უფლებები. პირველ და მეორე შემთხვევაში საჭიროა დასკვნა დამოუკიდებელმა შემფასებელმა გააკეთოს. უზრუნველყოფის პარალელურად შეიძლება ისარგებლონ პირადი და კორპორატიული გარანტიებით, სტრუქტურირების გამოყენების შემთხვევაში კი - სარგებელი პრივილიგირებული აქციებით, კონვერტირებადი ვალდებულებებით (ვალი) და სხვა ინსტრუმენტებით.

დამატებითი სახსების საჭიროება

ვენჩურული ინვესტორის (კაპიტალისტის) წილი არის დამოკიდებული უშუალოდ იმ სახსრების მოცულობაზე, რომლებიც დაფინანსების ამ და შემდეგ რაუნდებშია მოსაზიდი. ამის გამო ვენჩურული კაპიტალისტი (ინვესტორი) შეეცდება გაიგოს, თუ რამდენი იქნება მოთხოვნა ფინანსებზე (სახსრებზე), სანამ მისი კომპანიიდან გასვლის სავარაუდო დრო მოახლოვდება. დამატებითი სახსების მოსაზიდად შესაძლებელია გადაწყვეტილების ორი ვარიანტი განიხილებოდეს:

1. ერთჯერადად იმ რაოდენობის სახსრების მოზიდვა, რომელიც საკმარისი იქნება აქციების პირველადი საჯარო განთავსებამდე (IPO) ან აქციების სტრატეგიული ინვესტორისთვის მიყიდვამდე.
2. სახსრების მოზიდვა წინასწარ განსაზღვრული და შეთანხმებული ტრანშებით (წილები), რომელიც კომპანიის არსებობის (milestones) გარკვეულ ეტაპებს შეესაბამება.

პირველ ვარიანტით დანაკარგების რისკი იზრდება, ხოლო მეორე შემთხვევაში საჭიროა ნაღდი ფულის მოძრაობის მუდმივი და დეტალური ანალიზი.

ინვესტიციიდან გასვლის მეთოდი

აქციების პირველადი საჯარო განთავსება (IPO), როგორც წესი, უფრო მაღალ და ინვესტორისთვის კომპანიის უფრო გასაგებ ღირებულებას გულისხმობს, ვიდრე მისი სტრატეგიულ ინვესტორზე მიყიდვაა. რაც უფრო

მაღალია აქციების პირველადი საჯარო განთავსების (IPO) ალბათობა, მით მეტ წილს მოისურვებს ინვესტორი და პირიქით. უნდა გვახსოვდეს, რომ ვენჩურული ინვესტორი (კაპიტალისტი) ყოველთვის დაინტერესებულია თავისი წილის გაყიდვით (საკონტროლო პაკეტის შემთხვევაშიც კი), ამიტომ, მეწარმემ ნაკლებად უნდა გამოხატოს შეშფოთება ამ მიმართულებით - ინვესტორის წილის გამოსყიდვის შესაძლებლობა მას ყოველთვის ექნება, ვთქვათ „უფლების გარიგების" (first refusal right) ან ოფციონის სახით.

მეწარმე არ უნდა წუხდეს თუ ვენჩურული ინვესტორი *(კაპიტალისტი)* საწარმოზე *(კომპანიაზე)* კონტროლს მოიპოვებს. ნებისმიერ შემთხვევაში იგი დაინტერესებული არაა კომპანიის მენეჯმენტს უკარნახოს - რა უნდა აკეთონ *(კრიზისული სიტუაციების გამოკლებით*). მათ ამისათვის არც დრო, არც სურვილი, უნარები და გამოცდილება არ გააჩნიათ. სიმართლე კი ისაა, *რომ* ფულადი სახსრების მნიშვნელოვანი ნაწილი, რომელსაც ინვესტორი კომპანიის წილის შესყიდვაზე უნდა ხარჯავდეს, რეალურად კომპანიის მენეჯმენტის არსებული შემადგენლობის (გუნდის) შეძენა - შენარჩუნებაზე იხარჯება.

ღირებულების დადგენა

მიმდინარე ღირებულების გაანგარიშება ვენჩურულ ინვესტორს უწევს იმ მომავალი ღირებულების კონტექსტში, რომელშიც შესაძლებელია მოხდეს ინვესტიციიდან გამოსვლა. ეს არის მცდელობა - იდენტიფიცირებული და გაზომილი იყოს მოსალოდნელი რისკები, რომლის წინასწარ დადგენა ან გაზომვა შეუძლებელია. გარიგების პირველი ამოცანა, რომელიც ვენჩურულ ინვესტიციებთანაა დაკავშირებული, არის ის, რომ შეთანხმდნენ კომპანიის ღირებულების (ფასის) თაობაზე, რომელიც ინვესტირების განხორციელების წინ შესაძლოა საკმაოდ დაბალი იყოს. ასევე შეიძლება დაბალი იყოს კომპანიის შემოსავლიანობის და მომგებიანობის მაჩვენებლებიც.

ეს პრობლემა მთელ მსოფლიოში არის ვენჩურული ინვესტორების მუდმივი გამოწვევა. მეწარმე (ან ინვესტიციების ნებისმიერი სხვა მაძიებელი) ამ ფასს (ღირებულებას) ხედავს იმგვარად, როგორიც იგი შეიძლებოდა (შეიძლება გახდეს) გამხდარიყო დაახლოებით ხუთი წლის შემდეგ, თუ ყველა პროცედურები (მათ შორის ინვესტიციებიც) წარმატებით დასრულდება. დღევანდელი მფლობელი ხედავს მხოლოდ შესაძლო დადებით შედეგებს და ვარაუდობს, რომ ყველაფერი კარგად ჩაივლის, რომ ყველანაირი რისკები გადაილახება და რომ ინვესტორი კარგ შემოსავალს მიიღებს - ისეთს, როგორიც მას შეიძლება მიეღო, თუ თანხას ბანკში შეიტანდა. განსხვავებული მიდგომა აქვს ინვესტორს, მან თავისი გამოცდილებიდან იცის, რომ ყველაფერი შეიძლება ცუდად დამთავრდეს. ე.წ. „მერფის კანონის" თანახმად, თუ არსებობს რაიმე

შესაძლებლობა იმისა, რომ ცუდი რამ მოხდეს, იგი აუცილებლად მოხდება (Anything that can go wrong will go wronge).

დაფინანსების წყაროების გავლენა მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე

ვენჩურული ინვესტორი (კაპიტალისტი) ან ვენჩურული ფონდის მმართველი - მხოლოდ ერთ-ერთია იმ მრავალრიცხოვან ფინანსურ შუამავლებს შორის, რომლებიც მსოფლიო ბაზარზე მოქმედებენ. ამ რანგში ისინი სხვადასხვა ინვესტორებისგან კაპიტალის მობილიზებას ახორციელებენ (ძირითადად ინსტიტუციონალური ინვესტორები). მათ სჯერათ, რომ შემოსავლიანობა ვენჩურულ და პირდაპირი ინვესტიციების საერთაშორისო ბაზარზე უფრო მაღალი იქნება, ვიდრე უფრო დაბალი რისკის პირობებში საინვესტიციო ბაზარზე საკუთარ სახლში. ეს განსხვავება შემოსავლიონობებს შორის ქვეყნის შიგნით და საერთაშორისო ბაზრებზე განიხილება როგორც რისკის პრემია, რომელსაც თავის თავზე იღებს ინვესტორი.

განვითარებული ქვეყნების ვენჩურული კაპიტალის უმრავლესობა ადგილობრივი წარმოშობისაა. მაგრამ ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის, რუსეთის ფედერაციისა და დსთ-ს ქვეყნების კაპიტალის ბაზრებს ჯერ კიდევ არ მიუღწევიათ განვითარების მაღალი დონისთვის. უფრო მეტიც, სახელმწიფოს აქტივობა ვენჩურული ინდუსტრიის მხარდასაჭერად (საბიუჯეტო სუბსიდიები ისეთ ფონდებში, რომელთა მოსალოდნელი უკუგება ძალიან დაბალია), ხშირად იწვევს (მივყავართ) ადგილობრივი წყაროებიდან კერძო ინვესტიციების შემცირებას.

ამასთან ერთად, ვენჩურული ინვესტიციებიდან მისაღები შემოსავალი ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში (ასევე ყოფილ საბჭოთა კავშირის რესპუბლიკებში) უნდა იყოს უფრო მაღალი, ვიდრე ამ ქვეყნების საფონდო ბირჟებზე განხორციელებული ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსავალი. ეს არის ე. წ. ლიკვიდობაზე უარის პრემია (ცნობილია, რომ პირდაპირი აქციონერული ინვესტიციები, საფონდო ბირჟებზე განხორციელებული ინვესტიციებისგან განსხვავებით, არალიკვიდურნი არიან). აქვე უნდა გვქონდეს მხედველობაში, რომ ადგილობრივი საფონდო ან უძრავი ქონების ბაზარმა დროის დიდი პერიოდის განმავლობაში (ერთ-ორი წელი) შესაძლოა ძალიან მაღალი შემოსავლიანობის მაჩვენებლები აჩვენოს, რაც ცოტა ძნელი წარმოსადგენიც კი არის ვენჩურული ფონდებისთვის.

რისკების დაშვება

მსხვილი ინვესტორების ორჭოფობა იმ ვენჩურულ ფონდებში ინვესტირების მიზანშეწონილობის თაობაზე, რომლებიც ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის, ასევე სხვა განვითარებადი ქვეყნების ბაზრებზე

საქმიაობენ, არ მცირდება. ის სქემები, რომლებიც წარმატებული იყო აშშ-ში, გამოუსადეგარია განვითარებად ქვეყნებში არსებული საწარმოების დასაფინანსებლად. აქ ბევრი მეწარმისათვის ძნელი აღსაქმელია, თუ რა განსხვავებაა საკუთარ ინვესტიციასა და მოზიდული სახსრებით გაკეთებულ ინვესტიციას შორის, გრძელ და მოკლევადიან დაფინანსებას შორის და ა.შ.

ამიტომ ინვესტორები იმ ვენჩურული ფონდებისგან, რომლებიც განვითარებად ბაზრებზე მუშაობენ, მმართველებისგან (მენეჯერებისგან) მეტი წინდახედულობის გამოვლენას ითხოვენ საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისას. მათი რეკომენდაციაა, რომ ზოგიერთ ინვესტიციას საშუალოზე უფრო მაღალი IRR ჰქონდეს, რათა ამით მაინც მოხდეს შესაძლო რისკების კომპენსირება.

8.3. საფუძვლიანი შესწავლის პროცედურები: კომპანიის ფინანსური და სამართლებრივი ასპექტების დაზუსტება; კომპანიის საგადასახადო-საბიუჯეტო ანგარიშსწორების სისტემა

ტერმინი „საფუძვლიანი შესწავლა“ (due dilligence) მუდმივად გამოიყენება იმათ მიერ, ვინც მუშაობს კაპიტალურ (საფუძვლიან) გარიგებაზე ანდა საწარმოების შერწყმის ან შეძენის საკითხებზე.

ვენჩურული ინვესტორი „საფუძვლიან შესწავლას“ შეიძლება ვიწრო მნიშვნელობით (გაგებით) უყურებდეს, როგორც მონაცემთა შემოწმების პროცესს, რომელიც მოცემულია ბიზნეს-გეგმაში ან გაყიდვის მემორანდუმში. იგი ასევე, შეიძლება წარმოადგენდეს სრულ გამოკვლევას და სრულ (მთლიან) ანალიტიკურ პროცესს, რომლის საფუძველზე მიიღება გადაწყვეტილება ინვესტირების შესახებ.

მნიშვნელოვანია, რომ „საფუძვლიანი შესწავლა“ განხილული იყოს, როგორც ერთიანი და არა - როგორც სპეციფიკური პროცედურა. ამ პროცედურის მიზანს გარიგების მიმზიდველობის დადგენა წარმოადგენს. ასევე, უნდა ჩატარდეს ანალიზი, იდენტიფიცირებული უნდა იყოს გარიგების რისკები და სხვა პრობლემები, რომელიც შეიძლება წარმოიშვას მისი ხელმოწერის და განხორციელების დროს. ამ პროცედურამ ფონდის მენეჯერებს უნდა მისცეს საშუალება აუცილებელი და სწორი გადაწყვეტილებების მიღების, გარიგების პირობების ოპტიმიზაციისა და ინვესტირების შემდეგ ეფექტური ქმედებების მომზადებისთვის.

კომპანიის „საფუძვლიანი შესწავლის“ პროცედურები, როგორც წესი შემდეგია:

1. წარმოების და/ან ოფისის მონახულება;
2. ბიზნესის მდგომარეობის შესწავლა;
3. კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შემოწმება;

4. კომპანიის სამართლებრივი მდგომარეობის შემოწმება;
5. კომპანიაში საგადასახადო ვითარების შესწავლა;
6. შეხვედრები და საუბრები მენეჯერებთან;
7. საბაზრო ვითარების შესწავლა;
8. დარგის კვლევის ჩატარება;
9. პროდუქტის უნიკალურობის ხარისხის განსაზღვრა (დადგენა). უფრო დეტალურად ზოგიერთი პროცედურების შესახებ.

ბიზნესის მდგომარეობის შესწავლა

ვენჩურულ ინვესტორს მრავალი წყაროს გამოყენებით დასჭირდება სხვადასხვა ცნობების და რეკომენდაციების (business references) მიღება. ამიტომ იგი შესაბამისად უნდა იყოს ინფორმირებული და ჰქონდეს იმ პირების ჩამონათვალი, რომლებთანაც (ვისთანაც) უკეთესია იქონიო კომუნიკაცია. კერძოდ,

- მოწყობილობების მწარმოებლები და მიმწოდებლები;
- მყიდველები;
- კონკურენტები;
- საფონდო ბაზრის ანალიტიკოსები;
- დარგობრივი ასოციაციები;
- მთავრობის წარმომადგენლები;
- აუდიტორები;
- იურისტები;
- ბანკები;
- კონსულტანტები და ქონების შემფასებლები;
- მზღვეველები;
- პროფკავშირების წარმომადგენლები და ა.შ.

კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შემოწმება

კომპანიის ბიზნეს-აუდიტის ჩასატარებლად უმეტეს შემთხვევებში ვენჩურული ინვესტორი კონსულტანტებს ქირაობს. ეს არ იქნება სრული აუდიტი, მისი ძირითადი ამოცანა კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ წარმოდგენილი ციფრების (მონაცემების) სიზუსტის დადასტურებაა.

უნდა ვიცოდეთ, რომ „საფუძლიანი ფინანსური შემოწმება“ არ ითვალისწინებს სრულფასოვან (სრულ) აუდიტს, იგი დიაგნოსტიკის მიზნით მიმდინარეობს, რათა დაზუსტებული იქნას წარმოდგენილი ძირითადი მონაცემები (ციფრები).

კომპანიის სამართლებრივი მდგომარეობის შემოწმება

ამგვარი შემოწმება ვენჩურული ინვესტორისთვის აუცილებელია თუ იგი განვითარებადი ბაზრების ქვეყნებში აპირებს საქმიანობის წამოწყებას, რადგანაც იქ, ხშირ შემთხვევაში, არასტაბილური საკანონმდებლო სისტემა და ინსტიტუტებია.

მოწმდება შემდეგი საკითხების სისწორე:

- კომპანიის რეგისტრაცია და მეორადი რეგისტრაცია. რეესტრში შესაბამისი ჩანაწერების არსებობა;
- აქციონერების აქციების წილის ფლობის უფლებები და მათი თანაფლობის პირობები, ასევე მემკვიდრეობის გადაცემის პროცედურები;
- შენატანები საწესდებო კაპიტალში, აქციების ემისია, ემისიის რეგისტრაცია და მისი შედეგები;
- საკუთრების უფლების გაფორმება, გრძელვადიანი იჯარა;
- კომპანიის მმართველი ორგანოების გადაწყვეტილებების გაფორმება და ა.შ.

კომპანიაში საგადასახადო ვითარების შესწავლა

ვენჩურული ინვესტორი, რომელიც განვითარებად ბაზრებზე საქმიანობს უმეტეს შემთხვევაში, სპეციალურ კონსულტანტებს იწვევს კომპანიის საგადასახადო აუდიტის ჩასატარებლად. ამ აუდიტის ძირითადი ამოცანა იქნება დაადასტუროს ან უარყოს ის ფაქტი, რომ:

- კომპანიას არ გააჩნია საგადასახადო დავალიანება;
- ხდება გადასახადების სწორად დარიცხვა და დადგენილ ვადებში გადახდა და ა. შ.

უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ფირმების უმეტესობა განვითარებად ბაზრებზე გადასახადების ოპტიმიზაციის სხვადასხვა სქემებს იყენებს, ამიტომ ვენჩურულ ინვესტორს კომპანიის სამართლებრივი სტატუსის ცვლილების შემთხვევაში დასჭირდება ამ სქემების კანონიერების დადასტურება და სამომავლოდ მათი (ოთხი- ხუთი წელი) გამოყენების პერსპექტივების მიზანშეწონილობის დადგენა.

საფუძვლიანი შესწავლის პროცედურების ასპექტები

ასპექტები, რომელთა განხილვა უნდა მოხდეს საფუძვლიანი შესწავლისას (due diligence), შეიძლება დაიყოს შემდეგი მაჩვენებლების მიხედვით:

- რომლებიც განსაზღვრავენ ბიზნესის წარმატებას;
- რომლებიც გარკვეულ საფრთხეს უქმნიან ინვესტორის პრეტენზიებს შემოსავლებში თავის წილის მიღებაზე.

საფუძვლიანი შესწავლის პროცესში ვენჩურულ ინვესტორს კომპლექსური (ერთიანი) წარმოდგენა უნდა ჩამოუყალიბდეს საწარმოს მართვის სისტემის შესახებ. მნიშვნელოვანია, რომ ინვესტორს წინააღმდეგობრივი შეხედულება, გაურკვევლობა არ ჩამოუყალიბდეს. არ შეიძლება ინვესტიციის განხორციელება, იქ სადაც სხვადასხვა შემოწმების შედეგად გამოუსწორებადი წინააღმდეგობები ფიქსირდება ბიზნეს-გეგმასა და მაგალითად, მენეჯერების შესახებ ბიოგრაფიულ ცნობებს შორის, ან/და წინააღმდეგობები განცხადებებსა და ქმედებებს შორის.

ვინაიდან კომპანიის ბიზნეს-გეგმამ ბიზნესის ყველა მხარე უნდა აღწეროს, იგი მთელი პროცესის საწყისი წერტილი და სასინჯი ქვა იქნება. კარგ ბიზნეს-გეგმაში სასურველია შედიოდეს:

1. გარიგების წინამძღვრების და გეგმის მიზნების მოკლე აღწერა (გადმოცემა): ისტორია, ვითარების არსებითი მდგომარეობა, პროექტის კონცეფცია, მიზნები, ინიციატორები და მთავარი მოთამაშეები.
2. წარმოებული პროდუქციის (საქონლის) და მომსახურების აღწერა.
3. ბაზრების აღწერა, ზრდის პერსპექტივები, კონკურენტული და სხვა სახის გავლენები.
4. რეზიუმე ტექნიკური ასპექტების შესახებ: წარმოების პროცესი, დაძველების რისკი, არჩევანის გაკეთება „ვაწარმოო“ და „ვიყიდო“-ს შორის.
5. მარკეტინგი და რეალიზების სტრატეგია.
6. მმართველობა და ორგანიზება: მენეჯერების კარიერა, ახალი კადრების ძიების გეგმები და სტრატეგია.
7. საწარმოს ფინანსური ისტორია და სავარაუდო (დაგეგმილი) ბრუნვა, მოგება, ნაღდი ფულადი ნაკადების მოძრაობა და დაფინანსება.
8. მოსაზრებები ქონებასთან, სტრუქტურებთან, გრძელვადიან კონტრაქტებთან, დაფინანსებასა და ინვესტიციიდან გამოსვლასთან დაკავშირებით.

იმის გამო, რომ საფუძვლიანი შესწავლის წესი ემთხვევა ბიზნეს-გეგმის ძირითად თავებს, ზემოთ წარმოდგენილი სქემა ფაქტობრივად წარმოადგენს მისი საფუძვლიანი შესწავლის ანალიზის სტრუქტურას.

„საფუძვლიანი შესწავლის“ პროცედურა

ვენჩურული ფონდის მმართველის (მენეჯერის) მუშაობა გულისხმობს იმას, რომ მას მოუწევს თავისი დროის გაყოფა (განაწილება) რამოდენიმე კომპანიას შორის, რომლებიც ფონდის ყურადღებას იმსახურებენ. ამიტომ მნიშვნელოვანია კომპანიის საფუძვლიანი შესწავლის პროცესის სწორი სტრუქტურირება და

მართვა. ეს ეხება ფირმის მიერ მიღებულ როგორც შიდა გადაწყვეტილებებს, ასევე საფუძვლიანი შესწავლისათვის საჭირო ინფორმაციის მომზადებას.

თითოეული ფირმა თავად ადგენს ამ პროცედურების ჩატარების თანმიმდევრობას (წესებს). მრავალ რეკომენდაციას შორის, რომელიც საფუძვლიანი შესწავლის (due diligence) ირგვლივ არსებობს, შეიძლება გამოვყოთ შემდეგი:

- საფუძვლიანი შესწავლის პროცედურები უნდა განხორციელდეს ეტაპობრივად, რომ მინიმუმამდე იყოს დაყვანილი დრო და ფინანსური დანახარჯები;
- პროცედურა იმდენად საფუძვლიანი უნდა იყოს, რომ მისი დასრულებისას შესაძლებელი იყოს გარიგებისთვის საჭირო სტრუქტურის ჩამოყალიბება (წინადადების შემუშავება);
- საფუძვლიანი შესწავლის ჩატარება ერთნაირად მნიშვნელოვანია, როგორც იმისათვის, რომ ეფექტიანი მონიტორინგი განხორციელდეს ინვესტირების შემდეგ პერიოდზე, ასევე იმისათვისაც რომ ყურადღება მიექცეს გამოვლენილ სუსტ მხარეებს.

8.4. გარიგების დასრულება

ძირითადი იურიდიული დოკუმენტები, რომლებიც გარიგებასთანაა დაკავშირებული გახლავთ:

- შეთანხმება კრედიტის თაობაზე ან სხვაგვარად მას აქციების ყიდვა-გაყიდვის ხელშეკრულება ეწოდება;
- აქციონერთა შორის შეთანხმება;
- ცვლილებები წესდებაში.

როგორც წესი, საფუძვლიანი შესწავლის პროცედურის დასრულების შემდეგ უკვე მზად არის იურიდიულად სავალდებულო (binding) დოკუმენტების პროექტები, რომლებიც წინათ შეთანხმებული, მაგრამ იურიდიული ძალის არმქონე დოკუმენტების საფუძველზე მზადდება. მაგალითად, ვალდებულებების განმსაზღვრელი წერილი (commitment letter), პირობების ჩამონათვალი (term sheet) და საინვესტიციო მემორანდუმი (investment memorandum).

ამ დოკუმენტების მომზადებისას წარმმართველები ვენჩურული კომპანიის იურისტები არიან. როგორც წესი, იურიდიული მომსახურება საკმაოდ ძვირია და იგი დამოკიდებულია იურისტის მიერ დახარჯულ დროზე. ყოველთვის მიზანშეწონილია მოვითხოვოთ შესრულებული სამუშაოების სია, სადაც ასევე მითითებული იქნება პიროვნების ინიციალები და შესრულებული სამუშაოს დრო. მიზანშეწონილია წინასწარ შევაფასოთ ის სავარაუდო დრო, რაც საჭირო იქნება სამუშაოების განსახორციელებლად. ხშირია ისეთი პრაქტიკა,

როდესაც იურიდიული მომსახურების ხარჯებს მთლიანად ან ნაწილობრივ ინვესტიციის მიმღები კომპანია ახორციელებს.

ამ შემთხვევისათვის ძირითადი დოკუმენტების ჩამონათვალი ასეთია:

- საკრედიტო შეთანხმება (loan agreement) დანართებით, ობლიგაცია (note), შეთანხმება ობლიგაციის შეძენის (ყიდვის) თაობაზე, ოფციონი აქციების ყიდვაზე (stock purchase option), ვარანტები (warrant), შეთანხმება ვარანტების ყიდვის თაობაზე.
- შეთანხმება აქციების ყიდვა-გაყიდვაზე (share sale and purchase agreement).
- აქციონერთა შეთანხმება (Shareholder agreement).
- ცვლილებები წესდებაში (cgarten amendment).

იმ შემთხვევაში, თუ იურიდიული დოკუმენტების პროექტები საფუძვლიანი შესწავლის პროცედურის რეალიზების შემდეგ, მნიშვნელოვნად განსხვავებული იქნება იმისგან, რაც წინასწარ შეთანხმებულ დოკუმენტებში იყო დაფიქსირებული, აუცილებელია დაუყოვნებლივ შევხვდეთ ვენჩურულ ინვესტორს და ამაზე გავამახვილოთ მისი ყურადღება. იმ შემთხვევაში, თუ ამ ეტაპზე, „ვაჭრობის წამოწყების" მცდელობა ფიქსირდება, რათა უკეთესი პირობების მიღება მოხერხდეს, ხოლო მოთხოვნები უცვლელი რჩება, სჯობს გარიგების გაფორმების პროცედურა შეწყდეს. ასევე გასათვალისწინებელია, რომ ზოგიერთი იურისტი, დოკუმენტების პროექტების მომზადების დროს ცდილობს რჩევები და რეკომენდაციები მოგვაწოდოს ბიზნესის სფეროდან და არა - დოკუმენტის სამართლებრივი ფორმიდან გამომდინარე. ეს მიუღებელია - იურისტმა არ უნდა შეიტანოს ცვლილებები გარიგების არსში. ძალიან ხშირად ასეთმა მცდელობებმა კარგი გარიგების ჩაშლა გამოიწვია.

და ბოლოს, ხელი არ უნდა მოეწეროს არავითარ დოკუმენტზე ბოლო მომენტში, მითუმეტეს თუ ეს წინასწარ არ იქნა თქვენს მიერ წაკითხული ან არ იყო ცნობილი თქვენი იურისტისათვის წინასწარ. დოკუმენტების ხელმოწერამ შეიძლება ბევრი დრო წაიღოს (რამოდენიმე საათი) და ეს დრო აუცილებელია წინასწარ იყოს გამოყოფილი. ხელმოწერის პროცედურამ შეიძლება იურისტისათვის დამატებითი ანაზღაურებაც კი (ხელფასი) გამოიწვიოს.

ლექცია IX.
კომპანიის კვლევისა და განვითარების დაფინანსება

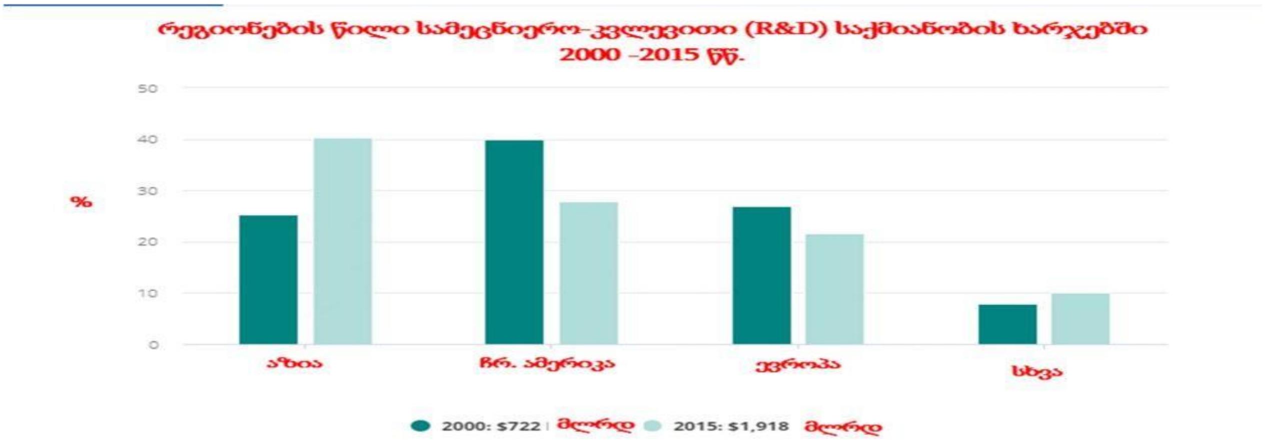
9.1 კვლევებისა და ინოვაციების გლობალური ბაზარი

სამეცნიერო-კვლევითი (**R&D**) საქმიანობა მნიშვნელოვანია ეკონომიკური ზრდისათვის და ადამიანთა კეთილდღეობისათვის. კაცობრიობის ცივილიზაციის განვითარება დიდ წილადაა დამოკიდებული ადამიანების ე.წ. პრეისტორიულ საქმიანობაზე. ადრეულ ხანაში ადამიანებმა უამრავი დრო და ენერგია მოანდომეს სხვადასხვა მოწყობილობების (იარაღების) დასამზადებლად ტექნოლოგიების დახვეწას, სოფლის მეურნეობაში წარმოების სხვადასხვა ექსპერიმენტებს, დამწერლობის შემუშავებას და ა.შ. ყველა ამგვარი საქმე დღეს კლასიფიცირდება როგორც სამეცნიერო- კვლევითი (R&D) საქმიანობა და თავის ოფიციალურ საერთაშორისო განმარტებაში „მოიცავს ინტელექტუალურ საქმიანობას, რომელიც სისტემურ საფუძველზე მიმდინარეობს, რათა მოხდეს არსებული ცოდნის ზრდა *(მათ შორის ცოდნა ადამიანზე, კულტურაზე და საზოგადოებაზე)* და მასზე დაყრდნობით ახალი ცოდნის ფორმირება“.

მეცნიერებასა და ტექნოლოგიებში განათლების მსურველთა და მკვლევართა ზრდას თან სდევს მეცნიერებაზე და კვლევებზე დანახარჯების მნიშვნელოვანი მომატება. მსოფლიო მაშტაბით სამეცნიერო-კვლევითი საქმიანობის დაფინანსება იზრდება საკმაოდ მაღალი ტემპებით. აშშ-ის ეროვნული სამეცნიერო ფონდის (**NSF**) მონაცემებით, მსოფლიოში მისი მოცულობა 2000-2015 წწ. მიხედვით გაორმაგდა, რაც გლობალური ტენდენციების ამსახველია.

სამეცნიერო-კვლევითი საქმიანობის ძირითადი ნაწილი კვლავ ჩრდილოეთ ამერიკაში, ევროპაში, ასევე აღმოსავლეთ, სამსხრეთ-აღმოსავლეთ და სამხრეთ აზიაშია კონცენტრირებული (იხ. ნახატი 9.1.1.)

ნახატი 9.1.1.



ცალკეული ქვეყნების მიხედვით ყველაზე მეტი ხარჯები აშშ-ზე მოდის, რომლის შემდეგ კი ჩინეთი და იაპონიაა. (იხ. ცხრილი 9.1.)

ცხრილი 9.1

სამეცნიერო-კვლევითი საქმიანობის ხარჯები ქვეყნების მიხედვით 2000-2015 წწ.

(მლრდ. აშშ დოლარი)

ქვეყანა	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
აშშ	268	279	278	292	303	326	351	378	405	404	408	427	434	454	476	496
ევროკავშირი	183	195	205	210	218	226	249	266	290	297	308	328	341	355	372	386
საფრანგეთი	33	36	38	37	38	39	42	44	46	49	51	53	55	58	59	60
გერმანია	53	56	58	60	62	63	69	73	81	82	87	95	100	102	109	114
დ. ბრიტანეთი	25	26	27	28	29	30	33	35	36	36	37	38	38	41	44	46
ჩინეთი	33	38	48	57	70	86	105	124	146	185	213	247	292	334	370	408
იაპონია	98	103	108	112	117	128	138	147	148	137	140	148	152	164	170	170
სამხრეთ კორეა	18	21	22	24	27	30	35	40	43	46	52	58	64	68	73	74
ინდოეთი	15	16	17	18	21	26	29	33	37	40	43	48	*	*	*	50
წყარო: NSF																

წყარო: აშშ ეროვნული სამეცნიერო ფონდი

ბოლო პერიოდის ტენდენციაა სამეცნიერო-კვლევითი საქმიანობის ხარჯების ზრდა აღმოსავლეთ, სამხრეთ-აღმოსავლეთ და სამხრეთ აზიაში. ამ მხრივ ჩინეთში ყველაზე მაღალი ზრდის ტემპებია, რომელზედაც 2000-2015 წწ. პერიოდის გლობალური ზრდის თითქმის 1/3 მოდის. მიუხედავად იმისა, რომ სამეცნიერო-კვლევითი სამუშაოების ნომინალური ხარჯები იზრდება, მსოფლიოში მათი ზრდის განსხვავებული ტემპები ფიქსირდება. აღნიშნულმა

კი ზევრ ქვეყანაში შეამცირა ამ ქვეყნების თავიანთი ხვედრითი წილი გლობალურ სამეცნიერო-კვლევით ხარჯებში. ასე მაგალითად, აშშ-ის წილი 37 %-დან 26 %-მდე, ხოლო ევროპის 27 %-დან 22 %-მდე შემცირდა 2000-2015 წწ. ამავე პერიოდში აღმოსავლეთ და სამხრეთ-აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნებში (მ.შ. ჩინეთი, იაპონია, მალაზია, სინგაპური, სამხრეთ კორეა, ტაივანი და ინდოეთი), მათი ხვედრითი წილი მსოფლიო სამეცნიერო-კვლევით ხარჯებში 25 %-დან 40 %-მდე გაიზარდა.

9.2. ვენჩურული ინვესტორის მიზნები და ამოცანები

ინვესტიციის განხორციელებამდე თითოეული ინვესტორი ისახავს მიზანს, რომლის მიღწევაც სურს. მიზნების გათვალისწინებით, ინვესტორი ირჩევს საჭირო სტრატეგიას. შეიძლება ითქვას, რომ ყველა ინვესტიცია საბოლოო ჯამში მიმართულია მოგების მიღებისკენ, რისთვისაც მათ შეუძლიათ დაისახონ შემდეგი
მიზნები:

- ინვესტიციების მომგებიანობა (სარგებელის მაქსიმიზაცია);
- ინვესტიციების საიმედოობა;
- ინვესტიციების ლიკვიდობა.

ინვესტორის მიზანი – მომგებიანობა

თუ ინვესტორის მიზანია მოგება, მაშინ იგი ირჩევს მაღალი სარგებლის მქონე აქტივებს. მაღალშემოსავლიან აქტივებს მიეკუთვნება: ფასიანი ქაღალდები, ინოვაციური საინვესტიციო პროექტები და ა.შ. ამასთანავე უნდა გვახსოვდეს, რომ ყველა მაღალშემოსავლიანი ინვესტიცია არა მარტო ზდის ინვესტორის შემოსავლებს, არამედ ზრდის ინვესტირებული თანხების დაკარგვის რისკებსაც. ეს ყველაფერი კი ამცირებს ინვესტირების საიმედოობას. ამიტომ, ინვესტორის შემდეგი მიზანი საიმედოობაა.

ინვესტორის მიზანი - საიმედოობა

ინვესტიციების საიმედოობა ინვესტორის ერთ-ერთი მთავარი ამოცანაა. საიმედოობა ეს არის ინვესტირებიდან სტაბილური შემოსავლის მიღება დაბალი რისკის პირობებში. საიმედო ფასიანი ქაღალდების მაგალითი არის სახელმწიფო ობლიგაციები, რომლის გადახდისუნარიანობასაც უზრუნველყოფს სახელმწიფო.

ინვესტორის მიზანი - ლიკვიდობა

ლიკვიდობა არის ფასიანი ნივთების (აქტივების) უნარი - სწრაფად გაიყიდოს საბაზროსთან მიახლოებულ ფასად. ლიკვიდური შეიძლება ვუწოდოთ

ფულად გადასაქცევ აქტივს, რომელიც სწრაფად და მინიმალური დანაკარგებით ხორციელდება. ინვესტორისათვის ლიკვიდობის დონე დამოკიდებულია იმაზე, თუ რამდენად სწრაფად შეძლებს ინვესტორი მყიდველის პოვნას.

ვენჩურული დაფინანსებისას ინვესტორი ირიბად ან პირდაპირ ჩართულია კომპანიის საქმიანობაში. ამასთან ჩნდება კითხვა: „რატომ და რა დოზით უნდა იყოს ჩართული ვენჩურული ინვესტორი კომპანიის საქმიანონაში?" როგორც წესი, ასეთი ჩართულობის ორი ფორმაა ცნობილი:

- აქტიური (hands-on);
- პასიური (hands-off).

აქტიური მონაწილეობა, როგორც წესი, დაკავშირებულია ინვესტირების ადრეულ სტადიებთან, ხოლო შემდგომი (გვიანი) სტადიები პასიურ ფორმასთანაა უფრო ასოცირებული. ამასთან ძლიერი დამოკიდებულება არსებობს რისკსა და კომპანიის საქმიანობაში ინვესტორის მონაწილეობას შორის. ამიტომ, ძალიან ზოგადი ფორმით წამოჭრილ კითხვას შემდეგნაირად შეიძლება ვუპასუხოთ - „ვენჩურული ინვესტორი აქტიურ მონაწილეობას იღებს ინვესტირების პროცესში იმიტომ, რომ მინიმუმამდე დაიყვანოს რისკი".

ამ შემთხვევაში საქმე იმაშია, რომ სხვა ინვესტორებისგან განსხვავებით, ვენჩურული ინვესტორი მოკლებულია შესაძლებლობას - გამოიტანოს თავისი ინვესტიცია (სახსრები) პროექტიდან, რადგანაც ლიკვიდური სახსრების მწვავე დეფიციტი არსებობს. მაგალითად, ბანკირებს შეუძლიათ დაბლოკონ საკრედიტო ხაზი და თუ ეს დროულად განხორციელდა, იგი თავის ფულს ბოლომდე არ დაკარგავს. იმ ინვესტორებს, რომლებიც საფონდო ბირჟაზე საქმიანობენ, შეუძლიათ გაყიდონ აქციები, თუ დაინახავენ რომ საქმეები არც თუ ისე კარგად მიდის, ხოლო გამოცდილ საბირჟო მოთამაშეებს კარგი შემოსავლის მიღებაც კი შეუძლიათ. დარჩენილ ინვესტორთა უმრავლესობისათვის „რისკის მინიმიზაცია" ნიშნავს საკუთარი სახსრების სხვა, უფრო საიმედო ადგილას გადატანის შესაძლებლობას.

ვენჩურული კაპიტალის ლიკვიდობა, განსაკუთრებით კომპანიის ჩამოყალიბების ადრეულ ეტაპზე, საკმაოდ დაბალია. ამიტომ ვენჩურული ინვესტორის სახსრები ბლოკირებულია საკმაოდ დიდი ხნის განმავლობაში და რისკების მინიმიზაცია ამ შემთხვევაში შესაძლებელია მხოლოდ კომპანიის მუშაობის კონტროლის მეშვეობით. თუ ვენჩურული ინვესტორი შეძლებს რისკების შემცირებას, იგი იმავდროულად შეძლებს შემოსავლიანობის მაქსიმიზაციას. ამიტომ, ალბათ, უმთავრესი კითხვა, რომელიც შეუძლია თავის თავს დაუსვას ვენჩურულმა მენეჯერმა (კაპიტალისტმა) გახლავთ - „შემიძლია კი მე რისკების შემცირება და შემოსავლების მაქსიმიზაცია?"

თუ ზემოთ ნახსენები ამოცანები წარმატებულადაა გადაწყვეტილი, შემოსავლიანობის მაქსიმიზაციის და რისკების მინიმიზაციისათვის ბევრი რამ უკვე გაკეთებულია. კერძოდ:

- გაანალიზებულია შესაბამისი ბაზრები და ტექნოლოგიები;
- ჩატარებულია ფინანსური ინჟინერინგის სამუშაოები;
- მომზადებულია გარიგების ოპტიმალური სტრუქტურა;
- მიღწეულია (შესრულებულია) ფორმალური სამართლებრივი პოზიციები.

ამასთან, მაინც რჩება გასარკვევი ყველაზე რთული საკითხები (პრობლემები), კერძოდ:

- მე, როგორც ვენჩურული ინვესტორი, მართლა კარგად ვერკვევი აღნიშნულ ბიზნესში?
- რამდენად ახლოა ეს ბიზნესი ჩემთან?
- არსებობს კი რეალური საფუძველი კომპანიის მენეჯმენტთან

თანამშრომლობისათვის?

კომპანიისა და ინვესტორის ერთობლივი მუშაობის ეტაპზე, მეწარმის მიზნები მთლიანად ემთხვევა ვენჩურული ინვესტორის ინტერესებს, რომელიც კომპანიის ღირებულების განმტკიცებასა და ზრდაში გამოიხატება. ყოველივე კეთდება იმისათვის, რომ მიღწეული იქნას შემდეგი მიზნები:

- ბიზნესის გამოსყიდვა და კომპანიის რეფინანსირების ჩატარება;
- კომპანიიის საჯაროდ გადაქცევა და ნაღდი ფულადი სახსრების მოძიება (გამომუშავება);
- სტრატეგიულ ინვესტორზე კომპანიის მიყიდვა და შემოსავლის გამომუშავება (მიღება).

ვენჩურული ინვესტორის ამოცანები

ფირმის აქციონერთა რიგებში ყოფნისას, ვენჩურული ინვესტორის ძირითადი ამოცანა კომპანიის ზრდის (განვითარების) ხელშეწყობა გახლავთ. მან აუცილებლად უნდა ჰპოვოს თავისი ასახვა კომპანიის ღირებულების (საბაზრო ფასი) და შესაბამისად, ინვესტორთა შემოსავლიანობის ზრდაზე. კომპანიის ზრდის დინამიკაზე არავითარი შეზღუდვები არ ვრცელდება, ყველა სხვა ამოცანა უნდა ექვემდებარებოდეს ამ მთავარი ამოცანის გადაწყვეტას. ზრდის თანმხვედრი მოვლენა არ უნდა იყოს შემოსავლიანობის საშუალო დარგობრივ დონეზე დაბლა დაწევა.

რეალურ ეკონომიკაში, დიდი ზომის კომპანიები მუდმივად საჭიროებენ თავისი საქმიანობის ორგანიზაციულ სრულყოფას და მართვის გაუმჯობესებას. ამიტომ, კომპანიის მმართველობითი სისტემის სრულყოფა ვენჩურული ინვესტორის ერთ-ერთ მთავარ (მეორე) პრიორიტეტს წარმოადგენს.

კომპანიის აქციების მაღალი ლიკვიდობა იმ ერთადერთ გზას წარმოადგენს, რომელიც აძლევს ვენჩურულ ინვესტორს საშუალებას - მიიღოს შემოსავალი და სხვა სახის ანაზღაურება (ჯილდო, პრემია და ა.შ.), მის მიერ განხორციელებულ ინვესტიციებზე. მაღალი ლიკვიდობისთვის საჭიროა კომპანიის „წარმატებული ისტორიის“ (success story) შექმნა (ფორმირება). ამ ისტორიამ უნდა შეძლოს სხვა ინვესტორების მოზიდვის უზრუნველყოფა კომპანიაში. ამიტომ, კომპანიის წარმატებების ისტორიის შექმნა ვენჩურული ინვესტორის მესამე ძირითად ამოცანად გვესახება.

9.3. ვენჩურული ინვესტორი კომპანიაში: ინვესტიციების მოცულობა; ინვესტიციების მართვა და კომპანიის მონიტორინგი; ღირებულების ზრდა

ვენჩურული ფონდები **უმეტესწილად** არ არიან პასიური აქციონერები, ზოგიერთი კი იმდენად აქტიურია, რომ კონსულტანტების სპეციალური შტატი ჰყავს. უნდა გვახსოვდეს, რომ ვენჩურული ფონდის ნებისმიერი მმართველი კომპანიის ერთ-ერთ მთავარ ამოცანას განხორციელებულ ინვესტიციაზე ღირებულების გაზრდა (adding value) წარმოადგენს.

ვენჩურული ფონდების მმართველ კომპანიებს, როგორც წესი, არ გააჩნიათ მრავალრიცხოვანი შტატები და ისინი არ დებენ ინვესტიციებს ისეთ კომპანიებში, სადაც მათი აზრით, კომპანიის მენეჯმენტი ან დანარჩენი პერსონალი არაადეკვატურნი არიან. ვენჩურული ფონდის მმართველმა კომპანიების თანამშრომლებისგან ძირითადი დახმარება შეიძლება მიიღოს სტრატეგიის ან ფინანსების სფეროში. სხვა დანარჩენი საკითხები მათი კომპეტენციის მიღმა დგას. ასეთი ან უფრო რთული საკითხების გადაწყვეტისთვის მათ გარე სპეციალისტების ან ექსპერტების მოწვევა უწევთ. ასეთი ტიპის კონსულტანტები მოწვეულნი იქნებიან ვენჩურული ინვესტორის მიერ უპირველეს ყოვლისა მმართველობითი ანგარიშსწორების სისტემის და ბიუჯეტირების საკითხების სრულყოფისათვის, რაც საბოლოო ჯამში სასარგებლო იქნება თვით კომპანიისთვისაც.

ვენჩურული ინვესტორისთვის (კაპიტალისტისათვის) მოგების მიღების მთავარ ინსტრუმენტს წარმოადგენს არა კომპანია, არამედ ინვესტიციები ამ კომპანიაში. ამიტომ მისი ყურადღების ცენტრში ინვესტიციების მართვა უნდა იყოს. ვენჩურული ინვესტორი მართავს ინვესტიციებს და კომპანიის მონიტორინგს ახორციელებს.

სიტყვა „მონიტორინგი" ხშირად გამოიყენება პოსტსაინვესტიციო საქმიანობის განხილვისას. როდესაც ჩვენ ინვესტიციებზე ვსაუბრობთ, უნდა გავითვალისწინოთ, რომ მათ მართვა ესაჭიროება. ამასთან ერთად, ვენჩურული ინვესტორის ამოცანა, ინვესტიციების მოზიდვის შემდეგ, კომპანიის მონიტორინგი გახლავთ. იმისათვის, რომ კარგად მართო ინვესტიციები, მნიშვნელოვანია იმის ცოდნა, თუ რა ხდება კომპანიაში, რომელმაც ინვესტიციები მოიზიდა. იმის გამო, რომ ინვესტიციები ხორციელდებოდა მოვლენების ყველაზე კარგი სცენარით განვითარების გაანგარიშების მოლოდინით. სინამდვილეში კი მოვლენები არა პროგნოზირებადი (ბიზნეს-გეგმასთან შეუთავსებელი) გზით ვითარდება - რეალობა ხშირად ქმედით ოპერატიულ ჩარევას საჭიროებს. იცვლება ბაზრები, ჩნდებიან ახალი ტექნოლოგიები და კონკურენტები, მიმდინარეობს მნიშვნელოვანი პოლიტიკური მოვლენები. ახალი ადამიანების მოსვლით (ხშირად არ ითვალისწინებენ) კომპანია სხვა, ახალი მიმართულებით ვითარდება. ყველა ამ გამოწვევას თავი უნდა გაართვას კომპანიის ხელმძღვანელობამ,

რომელსაც ხშირად თავის აქციონერებთან უწევს ამ საკითხების ირგვლივ კონსულტაციების გამართვა.

ზრუნვა საკუთარ ინვესტიციებზე აიძულებს ვენჩურულ ინვესტორს მონაწილეობა

მიიღოს ყველა მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილების მომზადებაში და მიღებაში ან, თუ საჭირო გახდა, თავისი ვეტოც კი შეიძლება გამოიყენოს. ზუსტად ამ დროს ვლინდება აშკარა წინააღმდეგობა - როგორ შეიძლება დიდი და მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებების მიღება, თუ (თქვენთვის) უცნობია მიმდინარე მოვლენის ყველა დეტალი. ვენჩურულ ინვესტორს დიდი პასუხისმგებლობა აკისრია ინვესტირებას დაქვემდებარებულ კომპანიაზე. რეალობა იმისკენ იხრება, რომ ვენჩურული ინვესტორი ერთ-ერთ მთავარ მოქმედ პირად გვევლინება საკუთარ ინვესტიციებში. ეს იმ შემთხვევას ჰგავს, როდესაც მეწარმე ერთდროულად არის კომპანიის ინვესტორიც და მმართველიც (მენეჯერი). ამ მიზეზის გამო, ინვესტიციის განხორციელების შემდგომ პერიოდს სამართლიანად უწოდებენ „ვენჩურულ მენეჯმენტს“, რომლის საფუძველს პორთფელური კომპანიის მენეჯმენტთან მჭიდრო თანამშრომლობა წარმოადგენს.

ვენჩურული ინვესტორის ჩართულობის ხარისხი კომპანიის მუშაობაში მთელი რიგი ფაქტორებით განისაზღვრება, რომლებისგანაც გამოარჩევენ შემდეგს:

- ინვესტიციების მოცულობა;
- დახმარებისა და ხელშეწყობის საჭიროება;
- მენეჯმენტის მზაობა მიიღოს საჭირო რჩევები და რეკომენდაციები;
- გარკვეულ დარგებში (სფეროში) კომპანიის საქმიანობის გამოცდილების არსებობა;
- წამყვანი ინვესტორის სტატუსი სინდიკაციის (გაერთიანების) შემთხვევაში;
- იმ კომპანიებისა და ბიზნესის მდგომარეობის ცოდნა, რომელშიც საქმიანობს ვენჩურული ინვესტორი;
- ურთიერთობა მეწარმესთან;
- დროის არსებობა.

ინვესტიციის მოცულობა

ვენჩურული ინვესტორის ჩართულობის ხარისხი და კომპანიისთვის დახარჯული (გამოყოფილი) ყურადღება პირდაპირ და უშუალოდ იქნება დამოკიდებული კომპანიაში განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობაზე. აღნიშნული განისაზღვრება როგორც ინვესტიციაზე მოსალოდნელი უკუგების მოცულობის, ასევე ინვესტორის პოტენციური ზარალის მიხედვით.

ღირებულების ზრდა

დამატებულ ღირებულებას (added value) ხშირად მოიხსენებენ ვენჩურულ კაპიტალთან დაკავშირებით. ამიტომ საინტერესო უნდა იყოს თუ, როგორ ხდება კომპანიის ღირებულების (adding value) ზრდა.

ვენჩურული ინვესტიციის კარგი მართვისთვის ბევრი ღონისძიება გამოიყენება. ამ ღონისძიებების წარმატებით შესრულება, როგორც წესი, ზრდის კომპანიის ღირებულებას. ამ ღონისძიებების წყალობით ინფორმაცია კომპანიის შესახებ უფრო გამჭირვალე ხდება. კომპანიის მენეჯერთა გუნდს უჩნდება კარგად ინფორმირებული სპარინგ-პარტნიორი, რომელთანაც შესაძლებელია განხილული იყოს კომპანიის განვითარების საკითხები.

იმის გამო, რომ ვენჩურული ინვესტორები კომპანიაში მოდიან არა როგორც კონსულტანტები, არამედ როგორც ინვესტორები, რომლებიც საკუთარ ან მათ მმართველობაში არსებულ სახსრებს რისკის ქვეშ აყენებენ, ითვლება, რომ რისკების დაძლევა ხელს უწყობს კომპანიის ღირებულების ზრდას. ასევე, აღსანიშნავია, რომ თვით ამგვარ ბიზნეს - პროექტებში ინვესტირების ფაქტი ასევე ზრდის კომპანიის ღირებულებას.

ყველაზე მეტად ვენჩურული ინვესტორი ზრდის კომპანიის ღირებულებას იმით, რომ ეხმარება მას ჩამოაყალიბოს ამ ბიზნესისათვის საუკეთესო მმართველთა (მენეჯერთა) გუნდი. ამის მიღწევის ერთ-ერთი გზა შეიძლება იყოს წარმოებისა და მართველობის ისეთი რეორგანიზაცია, რომელიც იძლევა საშუალებას - მოიძებნოს და გამოყენებულ იქნას უკვე არსებულ გუნდში მომუშავე თანამშრომლებს შორის საჭირო უნარ-ჩვევები და თვისებები. ეს არაა ერთჯერადი ღონისძიება. თვით ორგანიზაცია (კომპანია) და ადამიანები ვითარდებიან. საქმისათვის საჭირო პიროვნებები და უნარ- ჩვევები უნდა შეესაბამებოდეს არა დღევანდელ, არამედ ხვალინდელ მოთხოვნებს. ამიტომ ხანდახან გარდაუვალი ხდება თანამშრომლების ჩანაცვლება.

ამასთან, ვენჩურული ინვესტორის პირველი ამოცანაა კომპანიის მენეჯერთა თვისებების შეფასება. როგორც კი კომპანიის ეფექტიანობა მცირდება, ხშირად ცდილობენ მაშინვე შეცვალონ უფროსი მენეჯერი. ეს ხდება მთელი მმართველი გუნდის შემადგენლობის ანალიზის გარეშე და იმ დროს, როდესაც, მთლიანობაში მუშაობა კარგად მიდიოდა. ასეთ შემთხვევაში უმჯობესია „კონსტრუქციული უკმაყოფილება" იქნას გამოხატული, რომელსაც ხშირ შემთხვევაში მართლაც შეუძლია ვითარების გამოსწორება.

9.4. კომპანიის პრობლემები: მიზეზები და შედეგები

თუ კომპანიას პრობლემები ექმნება, იგი ამის თაობაზე გარკვეულ გზავნილებს (იმპულსებს) აგზავნის, რომლის ამოცნობა და მათზე დროული რეაგირება, ვენჩურული ინვესტორის მოვალეობაა. როგორც წესი, მეწარმეები ოპტიმისტები არიან და როგორც შედეგი - პრობლემებს არარეალისტურად აფასებენ. მათ პრობლემების ადრეულ სტადიაზე ამოცნობა იშვიათათ შეუძლიათ. ვენჩურულ ინვესტორს შეუძლია იყოს პირველი, ვინც დაინახავს (ამოიცნობს) კომპანიიდან (საწარმოდან) წამოსულ ნეგატიურ სიგნალებს საწარმოში არსებული მდგომარეობის შესახებ. ამათგან შეიძლება გამოვყოთ შემდეგი:

- ხარჯების განხორციელების შეფერხება;
- ზარალები;
- შეფერხება ფინანსური ანგარიშების წარდგენისას;
- ფინანსური ანგარიშების დაბალი ხარისხი;
- არსებითი ცვლილებები ბალანსში;
- მეწარმესთან კომუნიკაციის არარსებობა (მიუწვდომლობა);
- ქურდობა;
- ანგარიშგებებში მნიშვნელოვანი კორექტირება.

ამასთან ერთად, შეიძლება პრობლემების სხვა სახით ფორმულირება მოვახდინოთ, რაზეც კომპანიაში არსებული არასახარბიელო მდგომარეობის შესახებ სიგნალების სხვა კონფიგურაცია მიანიშნებს. კერძოდ,

- წარმოსადგენი ანგარიშების მოულოდნელი დაგვიანება. ხშირად, ამას ცუდი მუშაობა იწვევს, ხოლო ე.წ. „შემოქმედებითი ბუღალტერიის" წარმოებისთვის საჭიროა დრო;
- კომპანიის ერთ-ერთი ფინანსური მმართველის (ხელმძღვანელი) მოულოდნელი წასვლა სამსახურიდან. ამის მიზეზი შესაძლოა იყოს მისი კონფლიქტი ერთ-ერთ დირექტორთან, თუნდაც იგივე ე. წ. „შემოქმედებით ბუღალტერიასთან" დაკავშირებით;
- მიმდინარე ცვლილებები პოლიტიკაში, განსაკუთრებით საყურადღებოა, თუ ეს ეხება კაპიტალიზაციის მეთოდებს ან დანახარჯებს მარკეტინგზე;
- მენეჯერებმა თავისთვის შეიძინეს ახალი, უფრო ძვირად ღირებული ავტომობილები კომპანიაში ინვესტიციების განხორციელების შემდეგ ძალიან მოკლე დროის მონაკვეთში;
- მენეჯერთა მიერ წარმოდგენილ ანგარიშებში არაა წინა ანგარიშებში არსებული სეგმენტები (თავები, კარები და ა.შ.). სავსებით

შესაძლებელია, რომ სწორედ ანგარიშის გამოტოვებულ მონაკვეთებში (დარგი, სფერო და ა.შ.) წავიდა საქმეები ცუდად;

- შემოდის წინადადება ახალი ბაზრის ათვისების (შეღწევის) თაობაზე, მაშინ როცა ძველ ბაზარზე საქმეები არც თუ ისე კარგად მიდის. ეს შეიძლება ნიშნავდეს, რომ მათი საქონელი და მომსახურება არ სარგებლობს მოთხოვნით და მიზეზების ანალიზის ნაცვლად, ხელმძღვანელობა ცდილობს გაექცეს პრობლემებს.

სხვადასხვა ქვეყნებში ეს სიგნალები განსხვავებულად ჟღერს. აღნიშნული დამოკიდებულია ბიზნესის წარმოების ადგილობრივ კულტურაზე და სხვა თავისებურებებზე. მთავარია ის, რომ ვენჩურულ ინვესტორს გააჩნდეს ის უნარ-ჩვევები (ვთქვათ მგძნობიარე „ანტენა"), რომელიც მისცემს მას საშუალებას დროულად მოახდინოს მათი იდენტიფიცირება (ამოცნობა).

ახლა, მოკლედ, რამოდენიმე სიტყვით, კომპანიის პრობლემების მიზეზების შესახებ. არსებულ კითხვაზე: „რა ხდის კომპანიას წარმატებულს (კარგს)?". ვენჩურული ინვესტორი ყოველთვის პასუხობს: „კარგი მენეჯმენტი". კარგი ხარისხის მენეჯმენტის საზომს კომპანიის ღირებულების (საბაზრო ფასი, კაპიტალიზაცია) სტაბილური ზრდა წარმოადგენს. წინააღმდეგ შემთხვევაში - მენეჯმენტი არაა კარგი. ფინანსური პრობლემების წარმოშობის ძირითად ფაქტორთა შორის, ვენჩურული ინვესტორი, როგორც წესი, გამოყოფს ორს. კერძოდ,

- არაადეკვატური ფინანსური მმართველობა;
- კაპიტალიზაციის არასაკმარისობა.

9.5. ფინანსური კრიზისი და ვენჩურული დაფინანსება

ბოლო ფინანსურმა კრიზისმა, რომელიც შეერთებულ შტატებში დაიწყო და შემდეგ გლობალური მასშტაბი შეიძინა, გარკვეულ წილად შეცვალა ჩვენი წარმოდგენა უოლ სტრიტზე, როგორც მსოფლიო საფინანსო ცენტრზე.

ვენჩურულ თანამეგობრობაში ითვლება, რომ მეწარმეს მხოლოდ ერთი შანსი აქვს

და აქედან გამომდინარე, მენეჯმენტის ჩანაცვლება კრიზისული ვითარების შემთხვევაში, გარდუვალია. თუმცა, ამ წესისგან გამონაკლისებიც არსებობს. იმ შემთხვევაში, თუ კომპანია სერიოზულ სირთულეებს გადააწყდა, ვენჩურული ინვესტორის ბუნებრივი სურვილი იქნება მეწარმის გადაყენება დაკავებული თანამდებობიდან და ამ თანამდებობაზე ახალი პიროვნების (პერსონის) მოძებნა ან თვითონ დაიკავებენ კომპანიის ხელმძღვანელის პოზიციას, სანამ არ მოიძებნება შესაბამისი კანდიდატურა.

თუ კომპანია კრიზისულ ვითარებაში აღმოჩნდა, მეწარმემ უმჯობესია თავიდანვე

გააცნოს ყველა დეტალი ვენჩურულ ინვესტორს, აუხსნას პრობლემის არსი და ის, თუ როგორ ცდილობს იგი მათ გადაწყვეტას. თუ მეწარმე იტყუება ან მალავს პრობლემებს, მაშინ ვენჩურულ ინვესტორს სხვა ალტერნატივა აღარ რჩება, თუ არა ის , რომ მატყუარა ან არც თუ ისე დიდი ჭკუის მქონე ხელმძღვანელის შეცვლა მოითხოვოს, მითუმეტეს, რომ ეს ვენჩურული ინვესტორის მოვალეობა არის.

კრიზისის შემთხვევაში მეწარმე აქტიური უნდა იყოს და მან თავად უნდა

წარმოადგინოს კომპანიის კრიზისიდან გამოყვანის გეგმა, რომელიც გადაეცემა ვენჩურულ ინვესტორს და სხვა აქციონერებს. იმ შემთხვევაში, თუ გეგმა მიღებული არაა, სჯობს თავად დატოვოს თანამდებობა და შეეცადოს მაქსიმალურად შეინარჩუნოს ქონება. როგორც წესი, დანაკარგები ამ შემთხვევაში ნაკლები იქნება, ვიდრე ვენჩურულ ინვესტორთან ღია კონფლიქტის დროს, რომელიც აუცილებლად გამოიწვევს კომპანიის ღირებულების მნიშნელოვან შემცირებას.

ვენჩურული ბიზნესის სხვა მნიშვნელოვანი წესი გახლავთ ძირითადი (principal)

საინვესტიციო თანხის შენარჩუნება. ამიტომ, როდესაც ვენჩურული ინვესტორი აღმოაჩენს, რომ კომპანია კრიზისშია, შეეცდება მოახდინოს დანაკარგების მინიმიზება.

ქმედებანი კრიზისული ვითარების დადგომის შემთხვევაში შეიძლება პირობითად შემდეგ ეტაპებად დაიყოს:

- ვითარების ანალიზი;
- პრობლემების გამოვლენა, ფორმულირება და გადაწყვეტა;
- ბიზნესის გაყიდვა;
- აქტივების ამოღება;
- გაკოტრება;
- ლიკვიდაცია.

მოკლედ განვიხილოთ თითოეული მათგანი

ვითარების ანალიზი

ვენჩურული ინვესტორი ცდილობს იპოვოს გზები, რათა მოახერხოს ინვესტირებული ფულის უკან დაბრუნება. ამ საკითხის გადასაჭრელად იგი კომპანიის ანალიზს ატარებს ორი განსხვავებული კუთხით:

1. ჩატარდება ანალიზი კომპანიის ფულის გამომუშავების შესაძლებლობების თაობაზე. შესაძლებელია თუ არა წამოჭრილი პრობლემების გადაწყვეტა, თუ კი - რა ვადებში და რა ფასად? დამატებითი ინვესტიციის

განხორციელების წინ (ეს არ მოსწონს არც ერთ ვენჩურულ ინვესტორს), იგი შეეცდება დააზუსტოს - დარჩება კი კომპანიაში ისეთი აქტივები, რომელთა გაყიდვა იქნება შესაძლებელი. ყოველი ახალი დოლარი/ევრო და ა.შ. განიხილება, როგორც ახალი ინვესტიცია.

2. ვენჩურული ინვესტორი კომპანიის კაპიტალური აქტივებს გაანალიზებს (რასაც ეძახიან „bricks and mortars" - კედლები და კოლონები) მათი ღირებულების მიხედვით ლიკვიდაციის დადგომის აუცილებლობის დროს. იგი ასევე შეისწავლის დაკმაყოფილდებიან თუ არა მომწოდებლები საქონლის დაბრუნებით, ხოლო გამყიდველები ავანსების დაბრუნებით და ანალიზს გაუკეთებს ყველა აქტივსა და პასივს, მათ შორის არამატერიალურს (intangible).

პრობლემების გამოვლენა, ფორმულირება და გადაწყვეტა

ჩატარებულმა ანალიზმა შეიძლება არ მოიტანოს დადებითი შედეგები, თუმცა იქნება მიღებული რომელიმე ქვემოთ განხილული გადაწყვეტილება. ვენჩურული ინვესტორი შეიძლება მივიდეს დასკვნამდე, რომ საჭიროა კომპანიაში დამატებითი ინვესტიციების განხორციელება და ამით შესაძლებელია პრობლემის გადაჭრა. ამიტომ მას შეუძლია დაიქირავოს დამატებითი სპეციალისტები ან გააკეთოს რაღაც კიდევ სხვა, რაც აუცილებელია ამ პრობლემის გადასაწყვეტად. ვენჩურული ინვესტორების ეს ნაბიჯები შეიძლება ითვალისწინებდნენ უმაღლესი მენეჯმენტის (ტოპ-მენეჯერების) შეცვლას. არსებული პრაქტიკა აჩვენებს, რომ თვით მენეჯერებს არ სურთ ასეთი ჩანაცვლება და როგორც წესი, ითხოვენ კიდევ ერთ შანსს. ამასთან უნდა ითქვას, რომ ასეთ ვითარებაში მენეჯერის თანამდებობაზე დარჩენა, თვით მეწარმის ინტერესებში აღარ უნდა შედიოდეს, რადგანაც შედეგი შეიძლება იყოს კრიზისის კიდევ უფრო გაღმავება.

ბიზნესის გაყიდვა

ვენჩურულმა ინვესტორმა შეიძლება წამოაყენოს წინადადება კომპანიის გაყიდვის თაობაზე ან მისი შერწყმის შესახებ უფრო დიდ კომპანიასთან. ნებისმიერ შემთხვევაში, თითქმის ყველა ბიზნესი უფრო მეტად ფასობს, თუ იგი მუშაობის რეჟიმში იმყოფება, ვიდრე არა მომუშავე ბიზნესი (განსაკუთრებით ეს თვალშისაცემია მომსახურებისა და საცალო ვაჭრობაში). ასეთი ქმედება შეიძლება პრობლემის გადაწყვეტის გასაღები გახდეს.

აქტივების ამოღება

აქტივების მოთხოვნა და ამოღება ან მათი გაყიდვა შესაძლებელია იმ შემთხვევაში, თუ ინვესტიცია გაფორმებულია კრედიტის (ვალის) სახით. როგორც

წესი, აღნიშნული ვარიანტი არც ისეთი მიმზიდველია ვენჩურული ინვესტორისთვის, რადგანაც მას არ
შეუძლია მართოს ბიზნესი.

გაკოტრება

ზოგიერთი ვენჩურული ინვესტორი ამჯობინებს კომპანიის იძულებით გაკოტრებას. მისი მიზანია, კომპანიის აქტივების ნაწილის მიღების მოხერხება, აფილირებული (პერსონიფიცირებული) კრიზისული ვითარების მმართველის დანიშვნის მეშვეობით. გაკოტრება გვეხმარება შეჩერდეს კრედიტორების მოთხოვნების აღსრულება, აქტივების ნაწილის გადარჩენასა და კომპანიაში კრიზისული ვითარების გამოსწორებაში.

პრობლემა იმაში მდგომარეობს, რომ უმრავლეს შემთხვევებში ვითარების გამოსწორება ვერ ხერხდება და აქტივების უმრავლესობა მეტწილად კრედიტორებს რჩება.

ლიკვიდაცია

კომპანიის ლიკვიდაციის ეფექტურად ჩატარება, რომელიც აქტივების გაყიდვას და კრედიტორთა მოთხოვნების დაკმაყოფილებას ითვალისწინებს, ვენჩურული ინვესტორისთვის შეიძლება კრიზისიდან გამოსვლის კარგი გზა იყოს. მან შეიძლება ვენჩურულ ინვესტორს არამარტო ინვესტიციების დაბრუნების შესაძლებლობა მისცეს, არამედ გარკვეული შემოსავალიც კი მოიტანოს.

9.6. ბიზნესის გაყიდვა, აქტივების გატანა, გაკოტრება, ლიკვიდაცია

უნდა გვახსოვდეს, რომ სტრატეგიული ინვესტორი (სტრატეგიული მყიდველი) აუცილებლად იძენს კომპანიაზე კონტროლს *(წინააღმდეგ შემთხვევაში, იგი ვერ იქნება შეყვანილი მის ფინანსურ ანგარიშში, როგორც ბიზნესი და განხილული იქნება ხოლმე - როგორც ფინანსური ინვესტიცია).* ამიტომ, ვენჩურულ ინვესტორთან „დაცილებასთან" ერთად, კომპანიის დამფუძნებლები და სხვა აქციონერები, თავს ანებებენ (შორდებიან) მთელ კომპანიას. სტრატეგიული ინვესტორისთვის კომპანიის მიყიდვისას გამოიყენება ორი ძირითადი ფორმა:

1. აქციების გაყიდვა (stocks);
2. აქტივების გაყიდვა (assets).

მიყიდვის ორივე ფორმის შემთხვევაში სარგებლობენ გადახდის სამი ძირითადი ფორმით (როგორც წესი ეს ფორმები გამოიყენება შერეულად)

- ნაღდი ანგარისსწორება (Cash);
- აქციები (stocks);

- სავალო ვალდებულებები.

აქტივების გაყიდვა

აქტივების გაყიდვა ნაღდ ფულზე, გაყიდვის ყველაზე მარტივი და მიმზიდველი მეთოდია ვენჩურული ინვესტორის თვალთახედვით. აქციების გაყიდვა აქციებზე შეიძლება მიმზიდველი იყოს როგორც ვენჩურული ინვესტორისთვის, ასევე მეწარმისთვისაც, თუ კომპანიის სტრატეგიულ მყიდველად დიდი კომპანია გამოდის, რომელსაც ლიკვიდური აქციები გააჩნია. გადახდის ასეთი ფორმა იძლევა საშუალებას - გადავადდეს შემოსავლების (საშემოსავლო) გადასახადებით დაბეგვრა, რომელიც მოქმედებს მიღებული აქციების გაყიდვის მომენტიდან.

აქციების გაყიდვა სავალო ვალდებულებებზე ნაკლებად მიმზიდველია ვენჩურული ინვესტორისათვის, მაგრამ ზოგჯერ უფრო მიმზიდველია მეწარმისათვის, რომელიც თავის ბიზნესს ყიდის. მეწარმისათვის ეს იმით შეიძლება იყოს განპირობებული, რომ ამით იგი წყვეტს აქტივების მართვის რისკს *(უფრო სწორად, პრობლემას კი არ გადაჭრის, არამედ ანაცვლებს აღნიშნულ რისკს სტრატეგიული ინვესტორის საკრედიტო რისკით)*. აქტივების მართვის რისკი დარეგულირებულია (ჩანაცვლებულია) სავალო ვალდებულებების დაფარვის მომენტიდან. თუ გავითვალისწინებთ, რომ სტრატეგიულ მყიდველად, როგორც წესი, მართლაც მსხვილი სტრატეგიული კომპანია გამოდის, რომლის მაღალი კრედიტუნარიანობა ეჭვს არ იწვევს, უნდა ვიყოთ დარწმუნებული, რომ ჩვენი საკრედიტო რისკი უთუოდ შემცირდება.

არსებობს საკრედიტო რისკის მინიმიზაციის სპეციალური მეთოდი. კერძოდ, შეიძლება გაიყიდოს ყველა აქცია, თვით კომპანიის მცირედი მოცულობის გამონაკლისით და მისგან მივიღოთ აქტივებით უზრუნველყოფილი ვალდებულებები. კომპანიის დარჩენილი ნაწილი მიეყიდება ინვესტორს ნაღდ ფულზე და იგი ამით ერთადერთი აქციონერი ხდება, ხოლო სავალო ვალდებულება კვლავ ძალაში რჩება. აღსანიშნავია, რომ სავალო ვალდებულებების გამოყენება, როგორც გადახდის საშუალება, შეიძლება იყოს დაკავშირებული გარკვეულ საგადასახადო პრეფერენციებთან.

აქტივების გაყიდვა

აქტივების გაყიდვას ნაღდ ფულზე შეიძლება გარკვეული უპირატესობა ჰქონდეს გადასახადების გადახდის კუთხით. მაგალითად,

- კომპანიის აქტივებისა და ვალდებულებების ნაღდ ფულზე გაყიდვის

შემთხვევაში მას მხოლოდ ნაღდი ფული დარჩება. ამიტომ, მისი ლიკვიდაცია და ნარჩენი ღირებულების აქციონერთა შორის გადანაწილება ადვილი ხდება.

- აქტივების გაყიდვისას შესაძლებელი ხდება კომპანიის ხელახალი რეგისტრაცია ურთიერთ ფონდში. ამ შემთხვევაში აქციები წილებად წარმოგვიდგება, ხოლო ნაღდი ფულის ინვესტირება შეიძლება ისეთ აქტივებში მოვახდინოთ, რომლებიც გადასახადებით არ იბეგრება.

როგორც აქციების შემთხვევაში, აქტივების გაყიდვა აქციებზე შეიძლება მიმზიდველი იყოს როგორც ვენჩურული ინვესტორისათვის, ასევე მეწარმისათვისაც, თუ კომპანიის სტრატეგიულ მყიდველად დიდი კომპანია გამოდის, რომელსაც ლიკვიდური აქციები გააჩნია. ამ გზით მიღებული აქციები შეიძლება განაწილებული იქნას აქციონერთა შორის ლიკვიდაციის გეგმის მიხედვით.

აქტივების გაყიდვა სავალო ვალდებულებებზე

ზოგიერთ შემთხვევაში სტრატეგიულ ინვესტორს შეიძლება არ ჰქონდეს ნაღდი ფულის ის მოცულობა, რაც საჭიროა საკონტროლო პაკეტის გამოსყიდვისთვის. უზრუნველყოფისათვის შეიძლება გამოყენებული იქნას თვით ეს აქტივები, მაგრამ ვადიანობა არ უნდა იყოს ძალიან დიდი. გაცემული ვალდებულებები მცირედი ნომინალის შეიძლება იყოს. ამ შემთხვევაში მათი განაწილება შესაძლებლია აქციონერებს შორის. კომპანიის აქტივების გაყიდვის შემდეგ, ინვესტორის ვალდებულებები მისი ერთადერთი აქტივი იქნება. ვალდებულებების დაფარვის კვალდაკვალ მოხდება რესურსების გადანაწილება აქციონერთა შორის ლიკვიდაციის გეგმის მიხედვით. თუ გავითვალისწინებთ, რომ სტრატეგიულ მყიდველად, როგორც წესი, მართლაც მსხვილი სტრატეგიული კომპანია გამოდის, რომლის მაღალი კრედიტუნარიანობა ეჭვს არ იწვევს, უნდა ვიყოთ დარწმუნებული, რომ საკრედიტო რისკი უთუოდ შემცირდება.

ლიკვიდაცია

შეიძლება უცნაურიც კი იყოს, მაგრამ აღნიშნული მეთოდი საკმაოდ ფართოდ გამოიყენება, თუმცა, როგორც პრაქტიკა გვიჩვენებს, ეს ხშირად იძულებით ხდება. მასზე არ მოდის ინვესტიციების უკან დაბრუნების დიდი მაჩვენებელი, რადგანაც მიმდინარე ფასის შემცირება (დისკაუნტი) იშვიათად არის 50 %-ზე ნაკლები. ზოგიერთი კომპანია, როცა განვითარების (სიდიდე) გარკვეულ ეტაპს აღწევს, უფრო მეტი ღირს თავისი აქტივების სახით, ვიდრე მთლიანი ბიზნესი, როდესაც ისინი ფასდებიან ფინანსური მაჩვენებლების მიხედვით (თუმცა შეიძლება პირიქითაც იყოს). ძირითადად ეს ეხება კომპანიებს,

რომლებსაც უძრავი ქონების ან ბუნებრივ რესურსებზე ლიცენზიების დიდი ოდენობა გააჩნია.

ლექცია X.
ფინანსური აქტივების სეკურიტიზება: ძირითადი პრინციპები და სახეები

10.1 სეკურიტიზების სამართლებრივი ბუნება და ეკონომიკური არსი

გასული საუკუნის მეორე ნახევრიდან სულ უფრო მეტმა საფინანსო ინსტიტუტმა ყურადღება მიაპყრო ფასიანი ქაღალდების ბაზარს, როგორც დამატებითი რესურსების მოძიების წყაროს. ამ დროს უკვე კარგად ცნობილ აქციებსა და ობლიგაციებს მიემატა სხვადასხვა ტიპის ნაწარმი ფასიანი ქაღალდები, იგივე დერივატივები. ერთ-ერთი ახალი ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც დაფინანსების სხვა (ახალ) წყაროებზე გასვლის საშუალებას იძლეოდა, სეკურიტიზება გახლავთ.

სეკურიტიზება - ფინანსური ტერმინია, რომელიც აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების საშუალებით ფინანსების მოზიდვის ერთ-ერთ ფორმას წარმოადგენს (ნიშნავს) და რომელმაც შეიძლება მოახდინოს სტაბილური ფულადი ნაკადების გენერირება (აკუმულირება). მაგალითად, იპოთეკური კრედიტების ან ავტოკრედიტების პორტფელი, ლიზინგით ფორმირებული აქტივები, კომერციული უძრავი ქონება, შემოსავალი იჯარიდან და ა.შ. უფრო ფართო გაგებით სეკურიტიზება შეიძლება ეწოდოს ნებისმიერ სტრუქტურირებულ გარიგებას, რომელსაც ფინანსური აქტივების მომსახურების დროს წარმოქმნილი რეგულარული გადასახადების ნაკადების გარდაქმნა შეუძლია ისეთ ვალდებულებებად, რომლებიც კონცენტრირდება საფონდო ბირჟაზე მოძრავ ფასიან ქაღალდებში და რომლის უზრუნველყოფას თვით ეს ფინანსური აქტივები წარმოადგენენ. თანამედროვე პირობებში კრედიტის ნებისმიერი ფორმა სეკურიტიზების დახმარებით შეიძლება მოვაქციოთ ფასიან ქაღალდებში, რომ იგი უფრო ლიკვიდური გახდეს.

კრედიტის (დავალიანების) სახეობები, რომლებიც შეიძლება იყოს სეკურიტიზებული, საკმაოდ მრავალრიცხოვანია. მათი შეზღუდვა მხოლოდ მონაწილის წარმოსახვით და საკანონმდებლო ბაზით არის შესაძლებელი. სეკურიტიზებას შეიძლება დაექვემდებაროს ბანკის მიერ კლიენტზე გაცემული ნებისმიერი კრედიტი, იპოთეკური კრედიტები, ფაქტორინგი და ბანკის წინაშე არსებული სხვა სახის სავალო ვალდებულებები, რომელთა უზრუნველყოფის ქვეშ ბანკებს შეუძლიათ გამოუშვან საკუთარი ობლიგაციები.

განვითარებულ ქვეყნებში სამომხმარებლო კრედიტების (იპოთეკა, ავტოკრედიტები, სასაქონლო კრედიტები) გადასახდელების ნაკადებზე დაფუძნებული სეკურიტიზება საკმაოდ გავრცელებული მოვლენაა. ამ ქვეყნებში

საკრედიტო პორტფელის სეკურიტიზება დიდი ხანია იქცა კომპანიის რეფინანსირების ინსტრუმენტად.

მოკლედ შეიძლება ითქვას, რომ სეკურიტიზება არის არასაბაზრო დავალიანებების ან ნაღდი ფულადი ნაკადების ჩანაცვლება ისეთი ფასიანი ქაღალდებით, რომლებიც თავისუფლად მიმოიქცევიან კაპიტალის ბაზარზე.

არსებული პრაქტიკის მიხედვით განვითარებულ ქვეყნებში მოქმედებს ისეთი საკანონმდებლო მექანიზმი, რომელიც გამორიცხავს სეკურიტიზებული აქტივების ჩართვას იმ ერთობაში, რომელზედაც კრედიტორმა შეიძლება პრეტენზიები განაცხადოს ბანკის გაკოტრების შემთხვევაში. შედეგად, ობლიგაციები, რომლებიც უზრუნველყოფილია იპოთეკური ან სამომხმარებლო კრედიტებით, ერთ-ერთ საიმედო ფინანსურ ინსტრუმენტად ითვლება.

ამასთან აღსანიშნავია, რომ ფინანსური კრიზისი, რომელმაც 2008 წელს გვარიანად
შეარყია (შეანჯღრია) მსოფლიო ფინანსური ბაზრები, მეტწილად წარმოიშვა დიდი ოდენობით იპოთეკური ობლიგაციების გამოშვების გამო. საინვესტიციო ბანკები სეკურიტიზების მეშვეობით გარდაქმნიდნენ საეჭვო (სუსტი) კრედიტების შემცველ პაკეტებს ობლიგაციებში, რითაც იპოთეკური კლიენტების ვალებსა და შესაბამისად, რისკებს ინვესტორებს აკისრებდნენ, რომლებიც ასეთი ბანკების ობლიგაციებს ყიდულობდნენ. ზოგიერთი სარეიტინგო სააგენტოების საეჭვო ქმედებების ფონზე, რომლებიც ასეთ ობლიგაციებს (ფასიან ქაღალდებს) უმაღლეს საკრედიტო რეიტინგს ანიჭებდნენ და შეცდომაში შეჰყავდათ ინვესტორები, ჩამოყალიბდა ფინანსური კრიზისის პირობები.

სეკურიტიზების ძირითადი ფუნქციების განხილვამდე, აღვნიშნოთ, რომ ამ პროცესის ინიციატორი აშშ-ის მთავრობა გახლდათ, რომელმაც თავისი სოციალური პოლიტიკის ამოცანების რეალიზება წამოიწყო. ამ პოლიტიკის ერთ-ერთი ამოცანა, ამერიკელებისათვის საცხოვრებელი ბინების ხელმისაწვდომობის პირობების ფორმირება გახლდათ. 1970 წელს, სამი კვაზისახელმწიფო სააგენტოს მეშვეობით - სახელმწიფო იპოთეკური ასოციაცია (Federal National Mortgage Association, Fannie Mae, FNMA), სახელმწიფო იპოთეკური დაკრედიტების კორპორაცია (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mae, FHLMC) და მთავრობის იპოთეკური ასოციაცია (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae, GNMA), ჩამოყალიბდა იპოთეკური თამასუქების მეორადი ბაზარი. ამ დაწესებულებების ფუნქციონირებამ ხელი შეუწყო იპოთეკურ კრედიტებზე არსებული დავალიანებების სეკურიტიზების პროცესის სტანდარტიზებას. მოგვიანებით სეკურიტიზების განხორციელება კომერციულმა ბანკებმაც დაიწყეს. გასული საუკუნის 80-იან წლებში ამ პროცესმა პრაქტიკულად მთელი მსოფლიო მოიცვა. მიმდინარე ფულადი შემოსავლებით და კომერციული

ბანკების აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება მიმდინარეობს როგორც აშშ-ში, ასევე ეკონომიკურად განვითარებული ქვეყნების უმრავლესობაში.

სეკურიტიზების ძირითადი ფუნქციებია - რეფინანსირება, რისკების დაზღვევა,
ლიკვიდობის მართვა. უფრო დეტალურად განვიხილოთ სეკურიტიზების ფუნქციები.

სეკურიტიზების რეფინანსირების ფუნქცია

საკრედიტო დაწესებულებებს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წვდომის შედეგად უჩნდებათ შესაძლებლობა - შეავსონ თავიანთი შემცირებული საკრედიტო (ფინანსური) რესურსები. დაწესებულების (კომპანია, ფირმა) საკრედიტო პორთფელის უზრუნველყოფის ხარჯზე შესაძლებელი ხდება დამატებითი რესურსების მოზიდვა. ტრადიციულად იპოთეკური კრედიტები გაიცემოდა კლიენტების დეპოზიტების ხარჯზე. დამატებითი იპოთეკური კრედიტების გაცემა შესაძლებელი იყო მხოლოდ ან დამატებითი რესურსების (დეპოზიტების) მოზიდვის ან გაცემული კრედიტების დაბრუნების შემდეგ. კომერციული ბანკის თვალსაზრისით უფრო გონივრული იქნებოდა, იპოთეკური კრედიტის გაცემისთანავე გაყიდვა საფონდო ბირჟაზე. ამის გამო, ბანკი თავის უფლებას კრედიტის გაცემის თაობაზე გარდაქმნის ფასიან ქაღალდებად და ასეთი ფასიანი ქაღალდების საფონდო ბირჟაზე გაყიდვის შედეგად მიღებულ სახსრებს კვლავ მიმართავს ახალი იპოთეკური კრედიტების გასაცემად.

სეკურიტიზების რისკების დაზღვევის ფუნქცია

აქტივების სეკურიტიზება ნიშნავს კრედიტების მეორადი ბაზრის გაჩენას (წარმოშობას). სეკურიტიზებული აქტივების მეორადი ბაზრის წარმოშობა გვაძლევს საშუალებას - შევამციროთ ბანკებისათვის დამახასიათებელი რისკების *(საკრედიტო, საპროცენტო, ლიკვიდობასთან დაკავშირებული რისკები)* გაჩენის ალბათობა. ამჟამად, ბევრი დასავლური ეკონომისტი თვლის, რომ ბანკები უკვე აღარ იღებენ თავის თავზე პროცენტულ რისკებს. იგი სხვა ფინანსურ დაწესებულებებზე ნაწილდება. მაგრამ ბანკს არ შეუძლია მთლიანად განთავისუფლდეს საპროცენტო რისკებისგან სეკურიტიზების პირობებშიც კი. სეკურიტიზების ფუნქცია იმაში კი არ მდგომარეობს, რომ კრედიტორი ბანკის საკრედიტო რისკი მინიმუმამდე დაიყვანოს, არამედ იმაში, რომ იგი გადანაწილდეს ბანკს, ინვესტორსა და შუამავლებს შორის. გაცემულ კრედიტზე წარმოქმნილი ვალდებულებების გაყიდვით, კომერციული ბანკი საკრედიტო რისკის ნაწილს მესამე პირებზე ანაწილებს. გაყიდვის შემთხვევაში სეკურიტიზებული აქტივები კომერციული ბანკის ბალანსის მიღმა რჩება და

გადაეცემა შუამავალს (შეიძლება იყოს სატრასტო კომპანია ან სხვა), რომელიც უკვე თვითონ ახდენს მათ განთავსებას საფონდო ბირჟაზე და გამოდის მათ გარანტად. ამის გამო კომერციული ბანკის ლიკვიდობის მაჩვენებელი უმჯობესდება.

ინვესტორისთვის ფულადი სახსრების დაბანდება სეკურიტიზებულ აქტივებში უფრო უსაფრთხოა, ვიდრე ტრადიციულ ფასიან ქაღალდებში. როგორც წესი, ბანკები სეკურიტიზებულ ფასიან ქაღალდებში ათავსებენ (გადაჰყავთ) არა რომელიმე ერთ კრედიტი, არამედ სხვადასხვა კრედიტების ერთობლიობა, რითაც ჰქმნიან აქტივების კალათებს, სხვაგვარად მას პულს ეძახიან. ამას დანაკარგების რისკის დივერსიფიკაცია მოჰყვება, რასაც ასევე მოჰყვება საკრედიტო რისკის შემცირებაც. ამიტომ ინვესტორისთვის, მათ შორის ბანკებისთვისაც, სეკურიტიზებული აქტივებით უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდებში რესურსების დაბანდება ნიშნავს კაპიტალდაბანდების მაღალ ლიკვიდობას და რისკების შემცირებას.

სეკურიტიზების ლიკვიდობის მართვის ფუნქცია

კომერციული ბანკები თავისი აქტივების ფორმირების დროს სხვადასხვა კრედიტებს გასცემენ. ეს კრედიტები აძლევს მას საშუალებას - მიიღოს შემოსავალი დარიცხული პროცენტის ფორმით. მაგრამ, ასეთი აქტივების საჭირო დროს რეალიზება ყოველთვის ვერ ხერხდება, რასაც კომერციული ბანკის გადახდისუნარიანობის დაკარგვა შეიძლება მოჰყვეს. სეკურიტიზება ამ შემთხვევაში გვევლინება აქტივების მართვის მნიშვნელოვან ინსტრუმენტად, რომელიც მძაფრ კონკურენტულ გარემოში გვეხმარება აქტივების სწრაფად და ეფექტიანად რეალიზებაში.

სეკურიტიზების მექანიზმი ბევრ ქვეყანაში სხვადასხვა ფორმით ფუნქციონირებს. იგი ქვეყანაში არსებულ სამართლებრივ სისტემაზე და სამართლებრივ ინსტუმენტებზეა დამოკიდებული. ასე მაგალითად, აშშ-ში ძირითადი დებულებანი სეკურიტიზების შესახებ მოცემულია შემდეგ კანონებში: „ფასიანი ქაღალდების შესახებ“ (1933 წ.), „ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის შესახებ“ (1934), „საინვესტიციო კომპანიების შესახებ“ (1940), ასევე გაკოტრების და ვაჭრობის კოდექსებში. მთელ რიგ ევროპულ ქვეყნებში მიღებულია სპეციალური კანონები სეკურიტიზების შესახებ. ასეთ ქვეყნებს მიეკუთვნება - საფრანგეთი, იტალია, ესპანეთი, პორტუგალია, საბერძნეთი და ა.შ.

ბევრ ქვეყანაში სეკურიტიზებას ერთ, მაგრამ კომპლექსურ საკანონმდებლო აქტს უძღვნიან, რომელსაც როგორც წესი „კანონი სეკურიტიზების შესახებ“ეწოდება (მაგალითად, ჩილე, ტაივანი, ფილიპინები და ა.შ.). ასეთ მიდგომას გარკვეული უპირატესობა გააჩნია, რადგანაც ინვესტორს აძლევს შესაძლებლობას - ადვილად გაერკვეს იმ ქვეყნის სამართლებრივ

გარემოში, რომელიც სეკურიტიზებას ეხება. ბალტიის ქვეყნების შემდეგ, პოსტსაბჭოთა სივრცეში კანონი სეკურიტიზების შესახებ

2006 წელს მიღებული იქნა ყაზახეთში. საქართველოში ამ მიმართულებით ჯერ ბევრია გასაკეთებელი. ამიტომ შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ ქართული კომპანიების უმრავლესობაში არ არსებობს სეკურიტიზების მკაფიო კონცეფცია.

10.2 სეკურიტიზების საგანი: საბაზო (ძირითადი) აქტივის მრავალფეროვნება

სეკურიტიზების საგნად პრაქტიკულად შეიძლება გამოყენებულ იქნას ნებისმიერი ფინანსური აქტივი, რომელსაც ფულადი ნაკადების გენერირება შეუძლია. ამ მიზნებისათვის გამოიყენება იპოთეკური კრედიტები, გადახდები საკრედიტო ბარათების მიხედვით, ავტომობილების შეძენაზე ან საგანმანათლებლო მიზნებისათვის აღებული კრედიტები, ლიზინგის ან იჯარის ხელშეკრულებების მიხედვით დადგენილი გადახდები, სადაზღვევო პრემიები და ა.შ.

მოთხოვნა შეიძლება წაეყენოს როგორც კონტრაქტზე არსებულ მიმდინარე ვალდებულებებს, ასევე მომავალ ფულად შემოსავლებს. სეკურიტიზებას დაქვემდებარებული აქტივები უნდა აკმაყოფილებდეს შემდეგ მოთხოვნებს:

1. იყვნენ ერთგვაროვანნი, სტანდარტიზებულნი და ექვემდებარებოდნენ ეკონომიკურ შეფასებას;
2. თავისი მოცულობით უნდა აღემატებოდნენ სავარაუდო გარიგების კრიტიკულ მასას;
3. უნდა გააჩნდეთ მაღალი საკრედიტო მახასიათებლები (თვისებები) და

გადაუხდელობის დაბალი რისკი.

განვითარებულ ქვეყნებში არსებული მეთოდიკა ითვალისწინებს აქტივების ორ საბაზისო კლასიფიკაციას, რომლებიც ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების უზრუნველსაყოფად გამოიყენება:

1. **იპოთეკა.** ამ შემთხვევაში სეკურიტიზებას ეწოდება - Mortgage-Backed Securitisation – MBS ანუ იპოთეკით უზრუველყოფილი სეკურიტიზება.

2. **სხვა აქტივები.** სეკურიტიზებას ეწოდება - Asset-Backed Securitisation – ABS ანუ აქტივებით უზრუველყოფილი სეკურიტიზება.

იპოთეკით უზრუველყოფილი ფასიანი ქაღალდები თავის მხრივ შეიცავს ორ სეგმენტს:

1.1. საცხოვრებელი ფართით უზრუველყოფილი იპოთეკური ფასიანი ქაღალდები (Residentioal Mortgage-Backed Securitisation, RMBS);

1.2. კომერციული ფართით უზრუველყოფილი იპოთეკური ფასიანი ქაღალდები (Commercial Mortgage-Backed Securitisation, CMBS).

სხვა აქტივებით უზრუველყოფილი ფასიანი ქაღალდებში თავის მხრივ ასევე ანსხვავებენ კომერციულ აქტივებს (commercial assets) და სამომხმარებლო აქტივებს (consumer assets). მათ საფუძველზე შექმნილი უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები საერთაშორისო ტერმინოლოგიის მიხედვით კლასიფიცირდებიან, როგორც

2.1 აქტივებით უზრუნველყოფილი კომერციული აქტივების სეკურიტიზება - Asset-Backed Securitisation of commercial assets ან უბრალოდ კომერციული აქტივებით უზრუნველყოფილი სეკურიტიზება;

2.2 აქტივებით უზრუნველყოფილი სამომხმარებლო აქტივების სეკურიტიზება - Asset-Backed Securitisation of consumer assets ან უბრალოდ სამომხმარებლო აქტივებით უზრუნველყოფილი სეკურიტიზება.

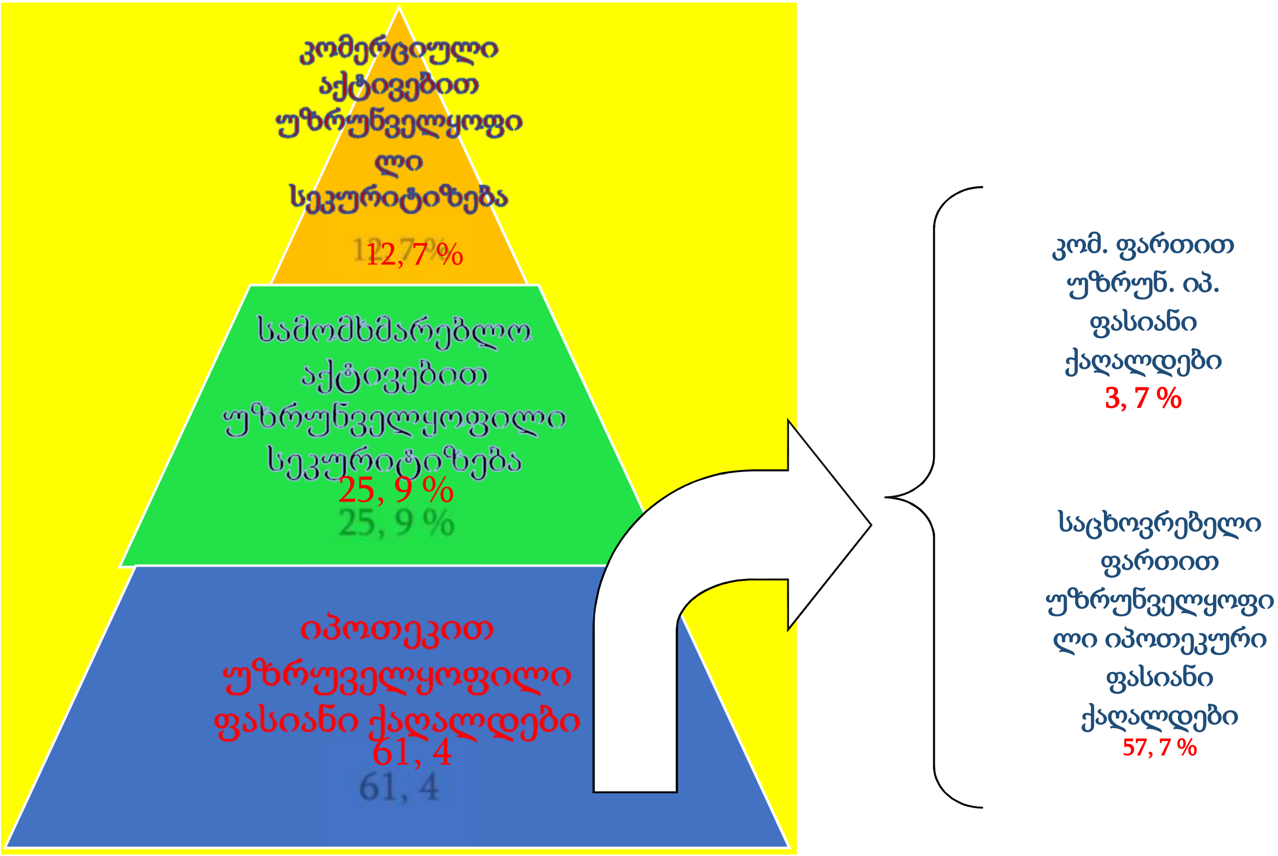
სხვადასხვა ქვეყანაში სეკურიტიზების ბაზარზე განსხვავებული აქტივები დომინირებენ. მაგალითად, აშშ-ში წამყვანი აქტივი, რომელიც ამ ქვეყნის სეკურიტიზების ბაზრის განვითარებაში გადამწყვეტი როლი ითამაშა, საცხოვრებელი სახლების იპოთეკა გახლავთ. იგი სწრაფი ტემპებით განვითარდა საცხოვრებელი ბინების მშენებლობის დაკრედიტების სახელმწიფო პროგრამის მხარდაჭერის წყალობით. ეს პროგრამა იძლეოდა გარანტიებს ძირითად და საპროცენტო გადასახადებზე, სტანდარტიზირებული გირავნობის პაკეტების მიხედვით.

აზია - წყნარი ოკეანის რეგიონის ქვეყნებისათვის სეკურიტიზების ბაზარზე უზრუნველყოფის ძირითად აქტივს ავტომობილები წარმოადგენდნენ. ევროპაში და სხვა დანარჩენ ქვეყნებში სეკურიტიზების ბაზრის ფორმირების ძირითად წყაროდ საცხოვრებელი ბინების იპოთეკა გამოდის. ევროპაში

სეკურიტიზების ბაზრის ემისიის სტრუქტურა უზრუნველყოფის მიხედვით ნაჩვენებია 10.2.1 ნახატებზე.

ნახატი 10.2.1

უზრუნველყოფის მიხედვით სეკურიტიზებული ფასიანი ქაღალდების ემისიის სტრუქტურა ევროპის ქვეყნებში, 2009 წ.



ბოლო დროს ევროპაში პოპულარობას იძენს ე.წ. ბიზნესის ან კორპორატიული სეკურიტიზება (Whole Business Securitisation, WBS), რომელიც გულისხმობს ობლიგაციების გამოშვებას, რომელიც უზრუნველყოფილია ყველა იმ აქტივებითა და საწარმოო მარაგებით, რომელთაც შეუძლიათ ფულადი ნაკადების გენერირება.

10.3. სეკურიტიზების ცნება, ფუნქციონირების მექანიზმი და ძირითადი პრინციპები

სეკურიტიზება ფინანსების პრინციპულად ახალი სფეროა, რომელიც აშშ-ში წარმოიშვა 1970-ია წლების მიწურულს იპოთეკური დაკრედიტების ბაზარზე. ძირითადი გამანსხვავებელი თავისებურება, რაც სტრუქტურირებულ ფინანსურ გარიგებებს ახასიათებს იმაში მდგომარეობს, რომ გამოიყოს აქტივები და მათ მიერ გენერირებული ფულადი ნაკადები, რათა მათი გამოყენება მოხდეს რეფინანსირების დროს, როგორც წყარო და ამავდროულად, როგორც უზრუნველყოფა.

სეკურიტიზებას განიხილავენ ფართო და ვიწრო გაგებით. **ფართო გაგებით სეკურიტიზება** - ეს დაფინანსების ტრადიციული ფორმის (ძირითადად საბანკო დაკრედიტება) ჩანაცვლებაა ისეთი დაფინანსებით, რომელიც ეფუძნება ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას. **ვიწრო გაგებით სეკურიტიზება** - დაფინანსების ინოვაციური ტექნიკაა, რომლის დროსაც საწარმოს ფინანსური აქტივები გარდაიქმნება (განიცდის ტრანსფორმაციას) მეორად ბაზარზე მყოფ კაპიტალის ბაზრის მაღალლიკვიდურ ინსტრუმენტებად.

ეტიმოლოგიურად სეკურიტიზება ინგლისური სიტყვისგან „securities“ წარმოიშვება, რომელსაც ბევრი მნიშვნელობა აქვს. ერთ შემთხვევაში იგი ფასიან ქაღალდს, ხოლო მეორეს შემთხვევაში - უზრუნველყოფას ნიშნავს. ამრიგად, თვით სათაურში ვლინდება (იკითხება) სეკურიტიზების ბუნების მრავალფეროვნება - უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების ემისია.

ითვლება, რომ თვით ტერმინი „სეკურიტიზება“ პირველად გამოჩნდა 1977 წელს, როდესაც კომპანიამ “Solomon Brothers”-მა გაყიდა „Bank of America”-ს იპოთეკური კრედიტები. სეკურიტიზება თავისი ძირითადი ფორმით განიხილება როგორც პროცესი, რომელშიც აქტივები ან მათზე უფლებები იყიდება ან რაიმე სხვა ფორმით გადაეცემა სპეციალურ მიზნობრივ კომპანიას, რომელიც მოიზიდავს (იზიდავს) ფულად სახსრებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ხარჯზე, რომლებიც უპირველეს ყოვლისა ამავე აქციებითაა უზრუნველყოფილი.

ამასთან ერთად, სეკურიტიზებას იხილავენ როგორც ინოვაციურ ფინანსურ ინსტრუმენტს. ზოგად ფორმაში სეკურიტიზება განიხილება, როგორც დაფინანსების შესაძლებლობა საწარმოს ფინანსური აქტივების უზრუნველყოფით და მიეკუთვნება სტრუქტურირებული დაფინანსების კონცეფციას (structured/asset- backed finance).

ფინანსური აქტივის ქვეშ იგულისხმება აქტივი, რომელსაც შეუძლია წარმოქმნას პერიოდული ფინანსური გადახდები (შემოსავლები). ფინანსური აქტივის განმარტება გვხვდება ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტებში (International Financial Reporting Standards, IFRS).

ფინანსური აქტივი - არის ნებისმიერი აქტივი, რომელიც წარმოადგენს

1. ფულად სახსრებს;
2. რომელიმე კონტრაქტით დადგენილ უფლებას ფულადი სახსრების ან სხვა რომელიმე ფულადი (ფინანსური) აქტივის მიღების თაობაზე სხვა საწარმოდან (ფირმისგან);
3. რომელიმე კონტრაქტით დადგენილ უფლებას ფინანსური ინსტრუმენტების სხვა საწარმოსთან გაცვლის თაობაზე, როდესაც პირობები პოტენციურად უმჯობესდება;
4. სხვა საწარმოს წილობრივი ინსტრუმენტი.

როგორც დაფინანსების მექანიზმი, სეკურიტიზება გულისხმობს საწარმოს სხვა ქონებიდან გარკვეული ტიპის (ჯგუფის) აქტივების გამორჩევას (აქტივების სეკურიტიზება) და მათ გადაცემას ამ მიზნებისთვის სპეციალურად შექმნილი ფინანსური შუამავლისთვის, რომელსაც სპეციალური დანიშნულების კომპანიას (SPV) უწოდებენ. აღნიშნული კომპანია მისთვის გადმოცემულ აქტივებით კაპიტალის საერთაშორისო ბაზარზე რეფინანსირების მიზნით ახორციელებს უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების ემისიას (Asset-Backed Securities, ABS). სეკურიტიზება შეიძლება განხორციელდეს როგორც სავალო ვალდებულებების (ობლიგაციების), ასევე წილობრივი ფასიანი ქაღალდების (აქციები, საინვესტიციო პაები, მონაწილის სერტიფიკატები) განთავსების გზით.

სეკურიტიზების მექანიზმის რეალიზება გულისხმობს სამ ძირითად პირობას,

კერძოდ:

- სეკურიტიზებული აქტივების გამოყოფას საწარმოს სხვა ქონებისგან და მის ჩამოშორებას კომპანიის სამეურნეო და ოპერაციული რისკებისგან;
- აქტივის, როგორც უზრუნველყოფის, გამოყენება ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისას;

➕ სეკურიტიზებულ აქტივზე შემოსავლების (გადახდების) ნაკადების გამოყენება ემიტირებულ ფასიან ქაღალდებზე წარმოქმნილი დავალინებების დასაფარავად.

აქტივების სეკურიტიზება რამდენიმე ეტაპისგან შედგება.

ეტაპი 1. სეკურიტიზების ინიციატორი (originator) ერთგვაროვანი აქტივების აკუმულირებას ახორციელებს და აერთიანებს მათ ერთიან სეკურიტიზირებულ აქტივების პულში (Poll of assets).

ეტაპი 2. სეკურიტიზირების ინიციატორი გადასცემს (ყიდის) ზემოთ ნახსენებ აქტივების პულს (კალათას) სპეციალური დანიშნულების კომპანიას (SPV), რომელიც შეიქმნა და ფუნქციონირებს მხოლოდ სეკურიტიზირების მიზნებისათვის. სპეციალური დანიშნულების კომპანია (SPV) - არის სპეციალური იურიდიული პირი, რომელიც, როგორც წესი, შექმნილია ოფშორულ ზონაში (გააჩნია მისაღები საგადასახადო გარემო და საზედამხედველო კანონმდებლობა), გააჩნია მინიმალური საკუთარი კაპიტალი, არ ჰყავს შტატიანი თანამშრომლები, აქტივების შესყიდვას აფინანსებს ან ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით ან სპეციალური კრედიტის მოპოვების გზით.

ეტაპი 3. ფინანსური აქტივების შეძენის მიზნით სპეციალური დანიშნულების
კომპანია (SPV) ამზადებს საკუთარი ფასიანი ქაღალდების ემისიას, რომლის აქტივების ძირითადი ნაწილის უზრუნველყოფა ხდება მოსალოდნელი ფულადი შემოსავლებით *(კრედიტის დაფარვა, საიჯარო გადახდები, შენატანები საკრედიტო ბარათებზე)*. როგორც წესი, სეკურიტიზების მიზნებისთვის უშვებენ აქციებს ან უფრო ხშირად ობლიგაციებს. სპეციალური დანიშნულების კომპანიამ თავისი აქციების გამოშვების (ემისიის) უზრუნველყოფისათვის შეუძლია შეისყიდოს სხვა კომპანიების აქტივებიც. ამ შემთხვევაში ადგილი ექნება მრავალი ორგანიზაციის (გამყიდველის) სეკურიტიზების სქემას (multi-seller ან multi-originator securitisation).

ეტაპი 4. ინვესტორები ყიდულობენ უზრუნველყოფილ ფასიან ქარალდებს და ღებულობენ გარკვეულ საინვესტიციო შემოსავალს (წილი ძირითადი აქტივიდან).

ეტაპი 5. კაპიტალის ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების განვითარების შემდეგ,
სპეციალური დანიშნულების კომპანია უწევს მათ მომსახურებას მათი მოქმედების (ვადიანობის) პერიოდის განმავლობაში, რომლის შემდეგ გადასცემს ყველა აკუმულირებულ სახსრებს სეკურიტიზების ინიციატორს.

პრაქტიკაში სეკურიტიზირების მოდელი შეიძლება რეალიზებული იქნას
უშუალოდ (პირდაპირ), კომპანიის აქტივების სპეციალური დანიშნულების კომპანიისათვის გადაცემის (მიყიდვის) გარეშე. ამ შემთხვევაში, აქტივების მქონე (მესაკუთრე) კომპანია დამოუკიდებლად აწარმოებს აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების ემისიას. ამ სქემით სარგებლობა შეუძლიათ მხოლოდ მსხვილ კომპანიებს, რომლებსაც საკმარისი რესურსები გააჩნიათ. ნაკლებად მსხვილი კომპანიები არ არიან პირველი კლასის კრედიტორები. ამიტომ თავის აქტივებს იძულებული იქნებიან, რომ მიყიდონ რომელიმე კომპანიას, რომელიც ემიტენტად გამოდის. აქტივები, რომლებიც ნაყიდია რამოდენიმე კომპანიისაგან საბოლოო ჯამში ჩამოაყალიბებენ მომავალი ფასიანი ქაღალდების უზრუნველყოფისათვის სპეციალურ პულს (კალათას).

სეკურიტიზებისას იყენებენ პრინციპს, რომელსაც დასავლურ პრაქტიკაში
უწოდებენ „unbundling". იგი გულისხმობს უზრუნველყოფის პულის (კალათის) შემადგენელ ნაწილებად დაშლას და შემდგომში მათ იმგვარად გადანაწილებას, რომ ისინი მზად იყვნენ კაპიტალის მეორად ბაზარზე გასატანად. ასეთი გადანაწილების მექანიზმი ცნობილია როგორც ხელახალი შეფუთვა (repackaging).

მიუხედავად გარიგების სტრუქტურისა და სპეციალური დანიშნულების კომპანიის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმისა, სეკურიტიზების გარკვეული პირობები არსებობს:

1. სპეციალური დანიშნულების კომპანიის (SPV) სასარგებლოდ ფინანსური
აქტივების დათმობა (მიყიდვა) ვერასდროს გახდება საკამათო, რაც რეალურად ნიშნავს, რომ ადგილი უნდა ჰქონდეს ნამდვილ გაყიდვას (true sale), და რომ აქტივების ამგვარი გადაცემა გამორიცხავდეს თაღლითობას (Non-fraudulent transfer);

2. ფინანსური აქტივების დათმობას (მიყიდვა) იურიდიული ძალა უნდა
ჰქონდეს და მას კრედიტორის ჩანაცვლებისკენ უნდა მივყავდეთ, მიუხედავად იმისა მევალისათვის ცნობილია თუ არა ახალი კრედიტორის ვინაობა (Nonnotification).

3. სეკურიტიზების ინიციატორის (მომსახურე კომპანია) გადახდის უუნარობა არ უნდა იწვევდეს ემიტირებული ფასიანი ქაღალდებიდან გამომდინარე ვალდებულებების ნაწილობრივ ან არადროულ შესრულებას.

4. სპეციალური დანიშნულების კომპანიის (SPV) გადახდისუუნარობა არ უნდა

მოქმედებდეს გარიგების მიხედვით აღებულ ვალდებულებების შესრულებაზე. სპეციალური დანიშნულების კომპანია დაცული უნდა იყოს გაკოტრებისგან და კონსოლიდაციისაგან (Top-consolidation, შერწყმა, ინტერესთა გაერთიანება და ა.შ.) სეკურიტიზების ინიციატორისგან, როგორც დამოუკიდებელი იურიდიული ერთეულისაგან.

5. სპეციალური დანიშნულების კომპანიას არ აქვს უფლება (ან მხოლოდ გამონაკლისის შემთხვევაში და შეზღუდულ ფარგლებში) წაუყენოს რეგრესიული მოთხოვნები სეკურიტიზების ინიციატორს (True sale, non-limited, limited recourse).

10.4. სეკურიტიზების ინსტრუმენტები: სტრუქტურირებული ფინანსური ინსტრუმენტები, აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქარალდები

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, აქტივებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები ეკონომიკურ ლიტერატურაში მოიხსენება „ABS“ აბრევიატურით (Asset-Backed Securities). ხშირად აქტივებით უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდებში გულისხმობენ ყველაფერს, გარდა იმ ფასიანი ქაღალდებისა, სადაც უზრუნველყოფის საგანს იპოთეკა წარმოადგენს. მათ შეიძლება მივაკუთვნოთ საკრედიტო ბარათებზე არსებული დავალიანებები და სხვადასხვა კრედიტები, რომლებსაც არანაირი კავშირი არ აქვთ უძრავ ქონებასთან (ავტოკრედიტები, კრედიტები გაცემული განათლების მიღებაზე და ა.შ.).

ფასიან ქაღალდებს სხვადასხვა ფორმა გააჩნია. ამგვარი ფასიანი ქაღალდების მაგალითებს წარმოადგენენ - იპოთეკური პულით (კალათით) უზრუნველყოფილი ობლიგაციები, ავტომობილების საყიდლად გაცემული კრედიტების პულის (კალათის) საფუძველზე გამოშვებული სერტიფიკატები, განახლებადი ვალის (მაგალითად საკრედიტო ბარათზე არსებული დებიტორული დავალაინების დაფარვა) ამორტიზაციის საფუძველზე გამოშვებული სერტიფიკატები და ა.შ.

არსებული პრაქტიკა აჩვენებს, რომ იპოთეკით უზრუნველყოფილი ობლიგაციები (MBS, Mortgage-Backed Securitisation) ყველაზე გავრცელებული სახეობაა უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდებს შორის. ეს განპირობებულია იპოთეკური დაკრედიტების თავისებურებებით. იპოთეკური კრედიტი, საპროცენტო განაკვეთის უცვლელობის პირობებში, კრედიტორისთვის სერიოზული რისკის მატარებელია. მაგალითად, როდესაც საპროცენტო განაკვეთები მცირდება, კრედიტის ამღებ პირებს შეუძლიათ თავისი ვალის რეფინანსირება ანუ შეუძლიათ თავისი ქონება ხელახლა დააგირაონ და ამით დაფარონ ის კრედიტი, რომელიც მაღალი საპროცენტო განაკვეთის პირობებში

იყო გაცემული. იპოთეკის სეკურიტიზება იძლევა რისკის გადანაწილების შესაძლებლობას, რომელიც კრედიტორიდან ინვესტორზე გადადის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით. იპოთეკით უზრუნველყოფილ ობლიგაციებს კარგი რეიტინგები (რეპუტაცია) გააჩნია. ეს კი ხდის მას მოთხოვნადს ბანკთაშორის ბაზარზე.

უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების მესაკუთრეებს გააჩნიათ უფლება

მიიღონ ფულადი სახსრები (შემოსავლები) აქტივების გარკვეული პულისგან (კალათისგან). ფულადი სახსრები, რომელთა გენერირება (აკუმულირება) უზრუნველყოფილი აქტივებით ხორციელდება, ინვესტორთან ორი გზით შეიძლება მოხვდეს.

1. ერთის მხრივ, მათი გადაცემა ინვესტორებისათვის შეიძლება, თუ გარკვეულ თანხას გაწეული მომსახურებისათვის ჩამოვაჭრით. ამ შემთხვევაში ამბობენ, რომ სახეზეა ფასიანი ქაღალდების ტრანზიტული (pass – through) მოდელი (უფრო ხშირად გავრცელებულია MBS-ს შემთხვევაში).

2. მეორე მხრივ, შემოსავლის განაწილება ინვესტორებს შორის შეიძლება

გარკვეული სქემის მიხედვით და ფასიანი ქაღალდების გამოშვების სტრუქტურირება გარკვეული კლასების მიხედვით, ე.წ. pay – through მოდელი.

ხშირად ფასიანი ქაღალდების გამოშვება იმგვარადაა სტრუქტურირებული, რომ სეკურიტიზების პროცესში იქმნება ფასიანი ქაღალდების რამოდენიმე კლასი, საიდანაც რაღაც ნაწილი გადაეცემა (მიეყიდება) ინვესტორებს, ხოლო მეორე ნაწილს ემიტენტი თავისთვის იტოვებს. უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება ითვალისწინებს მათ რამოდენიმე ტრანშათ დაყოფას - უფროსი და უმცროსი ანუ სუბორდინაციის დაცვას. როგორც წესი, ემიტენტი თავისთვის იტოვებს ყველაზე დაბალი კლასის (most junior class) ფასიან ქაღალდებს, რომელიც წარმოადგენს დარჩენილი (ნარჩენი) სახსრების (residual interest) მიღების უფლებას. ემიტენტის მიერ ამ კლასის ფასიანი ქარალდები (Retained class) შეიძლება განხილულ იქნას, როგორც მისი (ემიტენტის) საკუთარი კაპიტალი.

უფლება, ნარჩენი სახსრების მიღების თაობაზე, რომელსაც ფასიანი ქაღალდების ემიტენტი თავისთვის იტოვებს, როგორც წესი, არა ლიკვიდურია და თავისი სტრუქტურის მიხედვით საკმაოდ რთული აქტივია. ფაქტობრივად, იგი აქტივების პირველადი პორტფელის საკრედიტო რისკების უდიდესი ნაწილია, მათ შორის დავალიანებების ვადამდე დაფარვის რისკი (თუ საუბარი საკრედიტო პორტფელზეა).

ემიტენტი არ იღებს თავის თავზე უმცროსი (დარჩენილი) კლასისგან განსხვავებულ რისკებს, ამიტომ პოტენციული რისკების საერთო მოცულობა მნიშვნელოვნად მცირდება.

10.5. სეკურიტიზების სახეები და მეთოდები

(იპოთეკური და არაიპოთეკური სეკურიტიზება, არასაბანკო აქტივების სეკურიტიზება, ლიზინგური აქტივების სეკურიტიზება)

სეკურიტიზებული აქტივების აგების სხვადასხვა სქემება არსებობს. პრაქტიკაში არსებული სეკურიტიზების მოდელების კლასიფიკაცია შეიძლება სხვადასხვა მახასიათებლების მიხედვით განხორციელდეს.

სეკურიტიზებული ფინანსური აქტივების სახეებია:

1. იპოთეკური კრედიტები: საცხოვრებელი სახლების იპოთეკა (residential mortgage), კომერციული ფართის იპოთეკა (commercial mortgage);
2. არაიპოთეკური კრედიტები (ავტოკრედიტები), სტუდენტური სესხები (student loans), სამომხმარებლო კრედიტები (consumer loans);
3. იპოთეკის სეკურიტიზება (Mortgage-Backed Securitisation, MBS): საცხოვრებელი ფართების (Residential Mortgage-Backed Securitisation, RMBS) და კომერციული ფართების (Commercial Mortgage-Backed Securitisation, CMBS).

სეკურიტიზების მოდელების კლასიფიკაცია ასეთი შეიძლება იყოს:

- შემოსულობები (ჩარიცხვები) საკრედიტო ბარათებზე (credit-card receivables);
- დივერსიფიცირებული საგადასახადო ვალდებულებები (diversified payments rights, DPR);
- სავაჭრო კონტრაქტები (ხელშეკრულებები საქონლის/მომსახურების მოწოდების თაობაზე);
- ექსპორტის ამონაგები (export receivables);
- შესაბამისი ხელშეკრულებებით დადგენილი საიჯარო და სალიზინგო გადასახადები;
- ფაქტორინგიდან მიღებული გადასახდელები (ხელშეკრულება ფაქტორინგის მომსახურების თაობაზე);
- სადაზღვევო პრემია სადაზღვევო ხელშეკრულებების მიხედვით;
- ეგზოტიკური აქტივები: მუსიკალური ჩანაწერების (პლასტინკები, CD და ა.შ.) გაყიდვით მომავალში მისაღები შემოსავლები, ლატარიის ბილეთებიდან

მისაღები შემოსავლები, სპორტულ ღონისძიებებზე ბილეთების გაყიდვით მისაღები შემოსავლები და ა. შ.

- საგადასახადო შემოსულობები;
- ბიუჯეტის გადასახდელები;
- კომუნალური გადასახდელები, სატელეფონო საუბრების გადახდა;
- ერთგვაროვანი აქტივების ჯგუფი;
- და ა.შ.

ზევრწილად სეკურიტიზების სახე განაპირობებს გარიგების სტრუქტურას. არჩევანის გაკეთება კლასიკურსა (ტრადიციულსა) და სინთეტიკურ გარიგებას შორის გამოსახავს გარიგების ინიციატორის მიზანს. აქტივების სეკურიტიზების კლასიკური სქემის შემთხვევაში მსესხებელი საწარმოს ძირითადი მიზანი კაპიტალის მობილიზებაში გამოიხატება, მაშინ, როცა სინთეტიკური მოდელის შემთხვევაში ძირითადი აქცენტი საკუთარი კაპიტალის გამოყენებაზე კეთდება.

სეკურიტიზების ტრადიციული სქემა გულისხმობს აქტივების რეალურ გასხვისებას (გაყიდვას). ეს გარე ბალანსური დაფინანსების მექანიზმია. ალტერნატიულ, სინთეტიკურ სქემაში აქტივების გაყიდვა არ წარმოებს, ისინი კომპანიის ბალანსზე რჩება. კლასიკური სეკურიტიზებისას ყოველთვის იქმნება სპეციალური დანიშნულების კომპანია (SPV), რაც ყოველთვის არ ხდება სინთეტიკური სეკურიტიზების დროს.

საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტი სინტეტიკურ სეკურიტიზებას განსაზღვრავს, როგორც სტრუქტურირებულ გარიგებას, რომელშიც ბანკი იყენებს საკრედიტო დერივატივებს იმისათვის, რომ გარკვეული კალათის (პულის) აქტივების საკრედიტო რისკი გადატანილი იყოს მესამე პირებზე, მათ შორის სადაზღვევო კომპანიებზე, სხვა ბანკებზე და ფიზიკურ პირებზე. ამასთან სინთეტიკურ სეკურიტიზებას შეუძლია გაიმეოროს სეკურიტიზების თვისებები ეკონომიკური რისკების ნაწილის გადაცემის მიმართულებით. მაგრამ, ყოველივე ეს მოხდება კრედიტის ამღები საწარმოს (ორიგინატორი)[1] ბალანსზე დარჩენილი აქტივების გადაცემის გარეშე.

სინთეტიკურ მოდელს ახასიათებს სტრუქტურირებული გარიგების მოქნილობა და სწრაფი ხელმისაწვდომობა. სინთეტიკური სეკურიტიზების გარიგებები შეიძლება განხორციელდეს ისეთი სქემით, რომელიც საკრედიტო რისკის გადაცემის განსხვავებულ დონეს ითვალისწინებს. ასე მაგალითად, აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა (ცენტრალური ბანკი) სინთეტიკური გარიგების სტრუქტურირების სამ ყველაზე გავრცელებულ მეთოდს გამოყოფს:

- სრულად დაფინანსებული სინთეტიკური გარიგებები (fully funded);

- ნაწილობრივ დაფინანსებული სინთეტიკური გარიგებები (Partially funded);
- დაუფინანსებელი სინთეტიკური გარიგებები (Unfunded).

---

[1] *ორიგინატორი (Originator) – ფინანსური ინსტიტუტი (ორგანიზაცია), რომელიც გასცემს ან იღებს კრედიტს (სესხებს), რომლებიც შემდეგ იყიდება.*

სინთეტიკური გარიგების სტრუქტურა დაფინანსების დონეების მიხედვით შეიძლება განხორციელდეს:

- უზრუნველყოფილი საკრედიტო ვალდებულებების გამოყენებით (Collaterized Loan Obligation, CLO);
- უზრუნველყოფილი სავალო ვალდებულებების გამოყენებით (Collaterized Debt Obligation, CDO);
- ობლიგაციებით უზრუნველყოფილი ვალდებულებების გამოყენებით (Collaterized Bond Obligation, CBO).

დაფინანსებულ და დაუფინასებელ სინთეტიკური სეკურიტიზების დაყოფა იმ მიზნებზეა დამოკიდებული, რომელსაც მყიდველი ისახავს. თუ სეკურიტიზების მიზანი კაპიტალის მარეგულირებელი ფასის შემცირებაა - მაქსიმალურ ეფექტს ფონდირებული (სრულად დაფინანსებული) სტრუქტურა იძლევა. მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში და აშშ- ში მოქმედი წესების მიხედვით, რისკების ნულოვანი შეფასება შეიძლება მიღწეული იქნას თუ გამყიდველის გადახდების ვალდებულებები უზრუნველყოფილია ფულით ან ანალოგიური აქტივებით.

სინთეტიკური სეკურიტიზების სქემა

(სრულად დაფინანსებული საკრედიტო ფასიანი ქაღალდების (CLN) ემისიის მაგალითზე

SPV

სპეციალური დანიშ-ნულების კომპანია

4

ორიგინატორი *Originator)*

2

ფლობს საკრედიტო ქა-ღალდების CLN

1

ობლ იგაც

2

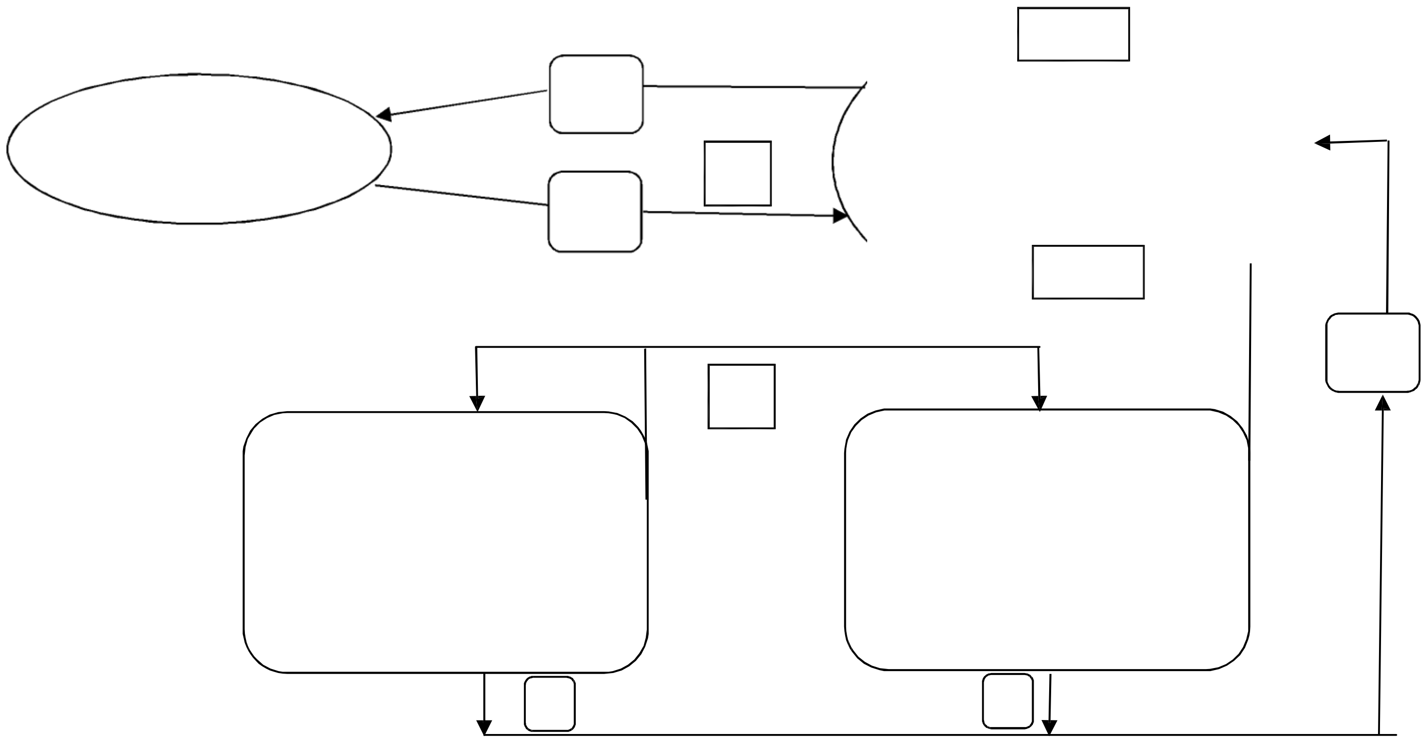
3

იები t
დაფარვის ვადით

ობლიგაციები k
დაფარვის ვადით

3

3



განმარტებები და აღნიშვნები:

1. ორიგინატორი ახორციელებს საკრედიტო ფასიანი ქაღალდების (CLN) ემისიას 100 000 აშშ დოლარის მოცულობით.

2. სპეციალური დანიშნულების კომპანია (SPV) იწყებს სინთეტიკური ფასიანი ქაღალდების ემისიას 100 000 აშშ დოლარის მოცულობით.

3. შემოდინება გაყიდვებიდან (100 000 აშშ დოლარი).

4. შემოდინება გაყიდვებიდან (100 000 აშშ დოლარი).

სრულად დაფინანსებული სინთეტიკური გარიგების შემთხვევაში სპეციალური დანიშნულების კომპანია (SPV) თავისთავზე იღებს კალათის (პულის) რისკებს (bankruptcy remoteness), რასაც ორიგინატორის (კრედიტის ამღები კოპანია) მიერ გამოშვებული საკრედიტო ფასიანი ქაღალდების (CLN) ყიდვის მეშვეობით ახდენს. საკრედიტო ფასიანი ქაღალდები (CLN), სხვაგვარად მათ საკრედიტო ნოტებსაც უწოდებენ, წარმოადგენენ მცურავი საპროცენტო განაკვეთის ობლიგაციებისა და დეფოლტური სვოპების კომბინაციას. ყიდვისათვის საჭირო სახსრებს სპეციალური დანიშნულების კომპანია (SPV) მოიძიებს (შოულობს) სპეციალურად ამ მიზნებისათვის გამოშვებული ობლიგაციებიდან, მაღალი და საშუალო კლასის უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდებით. ამგვარი ფასიანი ქაღალდებით შედგენილი პორტფელი სრულადაა ხედჯირებული (დაზღვეული).

ნაწილობრივ დაფინანსებულ სისნთეტიკურ გარიგებებში სპეციალური დანიშნულების კომპანიას (SPV) მხოლოდ საკრედიტო კალათის (პულს) რისკის ნაწილი გადაეცემა. ამ შემთხვევაში ხშირად გამოიყენება დეფოლტური სვოპებისა და საკრედიტო ფასიანი ქაღალდების, CLN (საკრედიტო ნოტები) კომბინაცია. აქტივების პორტფელი ასეთი გარიგებების მიხედვით ასევე ხედჯირებულია (დაზღვეულია). ამ შეთხვევაში, ორიგინატორს წამყვანი პოზიცია უკავია, რომელიც უტოლდება ამ პარტფელის ვალდებულებების დანაკარგების ღირებულებას.

დაუფინანსებელი სინთეტიკური გარიგების შემთხვევაში სპეციალური დანიშნულების კომპანიას (SPV) საკრედიტო კალათის (პულის) რისკი არ გადაეცემა და იგი პირდაპირ გადადის არა საბირჟო ბაზრის კონტრაგენტებზე. პორტფელი ამ შემთხვევაშიც ხედჯირებულია.

ყველა მოყვანილ სქემაში ორიგინატორი გვევლინება დაცვის (დაზღვევის) მყიდველად, ხოლო სპეციალური დანიშნულების კომპანიას (SPV) ასრულებს გამყიდველის ფუნქციას. **სრულად დაფინანსებულ** მოდელში დაზღვევის გამყიდველის სავალო ვალდებულება მთლიანად სრულდება გარიგების დაწყების

წინ. **არაფონდირებული (დაუფინანსებელი)** სეკურიტიზების შემთხვევაში დაზღვევის გამყიდველის ვალდებულებები წინასწარ არაა დაფარული ან არაა უზრუნველყოფილი. ამ შემთხვევში დაზღვევის მყიდველს ექნება შესაძლებლობა ჩაანაცვლოს სარისკო ტრანში. **ნაწილობრივ ფონდირებულ (დაფინანსებულ)** სტრუქტურაში, საკრედიტო რისკების მხოლოდ ზოგიერთი ტრანში (ოპეერცია) არის სრულად უზრუნველყოფილი.

მოკლედ უნდა აღინიშნოს, რომ სეკურიტიზების გარიგებებში (ოპერაციებში) წამყვანი როლი სპეციალურად ამ მიზნებისთვის შექმნილ კომპანიებს, ეგრეთ წოდებულ SVP (Special Purpose Vehicles) კომპანიებს ენიჭებათ, რომლებიც საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით და მათი შემდგომი რეალიზებით აკუმულირებულ სახსრებს იყენებს თავისი დამფუძნებლის საინვესტიციო პროექტების დასაფინანსებლად.

სეკურიტიზების სქემა ასე შეიძლება გამოიყურებოდეს: ორიგინატორი *(ბანკი ან რომელიმე სხვა ფინანსური ინსტიტუტი),* რომელმაც თავდაპირველი კრედიტები გასცა, ერთ კალათაში (პული) აგროვებს მათ. ამის შემდეგ, ეს კრედიტების კალათა (პული) მიეყიდება ამ მიზნებისთვის სპეციალურად შექმნილ კომპანიას, ეგრეთ წოდებულ SVP კომპანიას, რომელიც თავის მხრივ ფასიანი ქაღალდების ემიტენტის როლში გამოდის და საკრედიტო პორტფელს (პულს) ყიდულობს, თავისი ინვესტორის ფასიანი ქარალდების გაყიდვის ხარჯზე.

ლექცია XI
ვენჩურული კაპიტალის უკუგება: შესაძლებლობები და ვარიანტები

11.1. საჯარო ბაზარი

საინვესტიციო გარიგების მხარეთა ძირითადი ამოცანა - ერთმანეთისგან განცალკევებაა, რომელიც ე.წ. საინვესტიციო პროექტიდან გამოსასვლელი ღონისძიებების ფარგლებში ხორციელდება. ამასთან, მხედველობაშია მისაღები, რომ შემდეგი პარტნიორი, რომელიც ფინანსური ან სტრატეგიული ინვესტორი იქნება, შეიძლება გაცილებით ცუდი აღმოჩნდეს, ვიდრე ვენჩურული ინვესტორი.

არანაკლებ მნიშვნელოვანი ამოცანაა არსებული და ახლად შექმნილი აქტივების (ღირებულების) კაპიტალიზაცია და აქციების ლიკვიდობა, რაც ორივე მხარეს გახდის მდიდარს.

ინვესტიციიდან გასვლის (ინვესტირებული თანხის უკან დაბრუნება) ბევრი ვარიანტია ცნობილი, მაგრამ ძირითადად გამოარჩევენ შემდეგს:

1. საჯარო ბაზარი, ე.წ. „IPO“ ან „PO“;
2. მეწარმის წილის გამოსყიდვა ბიზნესიდან;
3. ბიზნესის მიყიდვა სტრატეგიულ ინვესტორს;
4. კომპანიის წილის მიყიდვა სხვა ინვესტორზე.
5. კომპანიის ლიკვიდაცია.

განვიხილოთ მათი ძირითადი მახასიათებლები.

საინვესტიციო პროექტიდან გასვლა საჯარო ბაზრის (PO) ან აქციების პირველადი საჯარო განთავსების გზით (IPO), - ყველაზე მიმზიდველი და პოპულარული მეთოდია. იგი მისაღებია როგორც ვენჩურული ინვესტორისთვის, ასევე მეწარმისთვის, რადგანაც გულისხმობს ნაღდი ფულის მიღებას და უზრუნველყოფს სააქციო კაპიტალის ლიკვიდურობას. ასევე, აღნიშნული მეთოდი იძლევა შედარებით იაფი დამატებითი კაპიტალის მიღების საშუალებას დაფინანსების ახალი რაუნდისათვის.

საჯარო ბაზარზე გასვლისთვის კომპანია უნდა აკმაყოფილებდეს მთელ რიგ მოთხოვნებს, რომელთა შორის ძირითადია კომპანიის მიერ განხორციელებული ოპერაციების მოცულობის სიდიდე. აღნიშნულის გარეშე, როგორც პრაქტიკა გვიჩვენებს, ვერ განხორციელდება ვერც ინსტიტუციონალური და ინდივიდუალური პორთფელური ინვესტორების ინტერესები და ვერც აქციების ლიკვიდობა. საჯარო ბაზარზე გასვლა კომპანიისაგან მოითხოვს

(გასვლის სხვა ფორმებთან შედარებით) დამატებით ძალისხმევას და გულისხმობს მის სრულ გახსნილობას ბაზრისთვის.

საინვესტიციო ბანკები და საბროკერო კომპანიები (ფინანსური კონსულტანტები)

ხშირად საუბრობენ აქციების პირველადი განთავსებისას კომპანიის მზაობის ან მოუმზადებლობის თაობაზე. მათ მხედველობაში აქვთ ბაზარზე არსებული მდგომარეობა, კომპანიის მოცულობა (მისი გაყიდვები და მოგება), წარმატების ისტორია და ა.შ. განვითარების ადრეულ სტდიაზე მყოფი კომპანიებისთვის მინიმალური მოთხოვნები, როგორც წესი არის 1 მლნ. აშშ დოლარი წმინდა მოგება და ზრდის ტემპების მაჩვენებელი წელიწადში არანაკლებ 30 %. თუ ფინანსური კონსულტანტი ასახელებს ფასების გარკვეულ დიაპაზონს, უმჯობესია ორიენტირი ქვედა მაჩვენებელზე ავიღოთ. კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნა მხოლოდ ერთხელ შეუძლია და ეს დამოკიდებულია აქციონერთა პოზიციაზე - რამდენად ეთანხმებიან ისინი იმ ფასს, რომელსაც ფინანსური კონსულტანტი სთავაზობს მათ.

კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნის პროცესში ჩნდება კითხვა - უნდა გაყიდოს თუ არა

ინვესტორმა, მეწარმემ ან მმართველებმა თავისი აქციების ნაწილი? პასუხი - „დიახ შესაძლებელია" (*ერთიანობაში საუბარი აქციების 2-10 %-ზე უნდა იყოს),* თუ გადაწყვეტილებას ამის თაობაზე მიიღებს კონსულტანტი ან ანდერაიტერი (underwriter), მომავალი ლიკვიდობის და მისი პერსპექტივების ანალიზის გათვალისწინებით.

კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნის მომხრეებსა და მოწინააღმდეგეთა შორის არსებობს მთელი რიგი არგუმენტები, რომელთა ჩამონათვალი საინტერესო სურათს წარმოაჩენს.

კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნის მომხრეთა ძირითადი არგუმენტები

1. როგორც წესი, კომპანიის აქციების პირველადი საჯარო განთავსების დროს (IPO) მისი ფასი, კერძო განთავსებასთან (private placement or trade sale) შედარებით ან სტრატეგიულ ინვესტორზე (strategic sale) მიყიდვის დროს, შეიცავს გარკვეულ ნამატს (პრემიას);
2. შესაძლებელია აქციების ბაზრის ლიკვიდობის მუდმივი უზრუნველყოფა, რომელიც პორტფელური ინვესტორების მიერ არის მხარდაჭერილი;
3. საჯარო კომპანიის სტატუსი გულისხმობს მუდმივმოქმედი დამატებითი ფინანსური წყაროს არსებობას, რომელიც ზომიერი ფასების და აქციონერთა წილების მინიმალური დანაწილების პირობებში ხდება ხელმისაწვდომი;

4. მხოლოდ ლიკვიდურ და მუდმივმოქმედ აქციათა ბაზარზე წვდომა ამლევს

კომპანიას შესამლებლობას - მოიწვიოს (მოიზიდოს) საუკეთესო მენეჯმენტი და ანაზღაურების ფორმით შესთავაზოს მათ ოფციონები (ოფციონების გეგმა);

5. საჯარო კომპანიები დიდი ნდობით სარგებლობენ პარტნიორებს (მომწოდებლები, მყიდველები, ბანკები) შორის.

კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნის მოწინააღდეგეთა ძირითადი არგუმენტები

1. საჯარო კომპანია ვალდებულია გამოაქვეყნოს არსებითი მოცულობის ინფორმაცია თავისი მესაკუთრეების (მფლობელების) და საქმიანობის მაჩვენებლების შესახებ;

2. ყველა მსურველს შეემლება იყიდოს ერთი აქცია მაინც (და ამ შემთხვევაში მას კომპანიის შესახებ გაცილებით მეტი ეცოდინება ვიდრე ადრე);

3. კომპანიას მოუწევს საგრძნობლად გაზარდოს სავალდებულო ანგარიშებისა და

ცნობების ოდენობა, რომელსაც იგი სამთავრობო ორგანოებს წარუდგენს. ყოველივე ეს კი იწვევს დამატებითი ხარჯების გაწევის აუცილებლობას.

4. შესაძლოა გამოჩდნენ ახალი, უფრო მომთხოვნი აქციონერები, ვიდრე ძველები. სავარაუდოდ, მათ მიერ აქციების შესაძლო გაყიდვა გარკვეულ გავლენას იქონიებს მათ ფასზე;

5. თვით კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნის პროცედურა ანუ ამ საქმის ორგანიზება-განხორციელებაზე დახარჯული ფული და დრო, საკმაოდ ძვირადღირებულია. იგი გამოიწვევს კომპანიის მენეჯმენტის მოცდენას ძირითადი სამუშაოს შესრულების დროს;

6. კომპანიის ფასი (ღირებულება) და მისი სიცოცხლისუნარიანობა ძლიერ არის დამოკიდებული ე.წ. ინსაიდურ (დახურულ) ინფორმაციაზე, ხოლო თვით ინსაიდერები (დახურული/კონფიდენციალური ინფორმაციის მატარებლები) შეზღუდულნი იქნებიან, მათ შორის კომპანიის ფულადი სახსრების ხარჯვის ნაწილში.

<u>**კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნის ხარჯები.**</u> ფინანსური კონსულტანტი ითხოვს გაწეული სამუშაოების საფასურს (იგი განსაკუთრებით დიდია თუ კონსულტანტი იმავდროულად ანდერაიტერია), რომელიც კომპანიის აქციების პირველადი საჯარო განთავსების (IPO) საერთო ღირებულების 5-10 %-ს აღწევს. სტანდარტულად შეიძლება

8 %-ი ჩაითვალოს, მაგრამ განვითარებად ბაზრებზე მან შეიძლება 12 %-ზე მეტიც

შეადგინოს. ანდერაიტერის ანაზღაურება შეიძლება შემცირებული იყოს, თუ მას აქციების ყიდვის ოფციონს შეთავაზებენ. მაგალითად, ანაზღაურება შეიძლება დავადგინოთ 5-6 % ნაღდი ფულით, ხოლო დანარჩენი აქციებით იქნას გადახდილი.

გარკვეული ანაზღაურების გადახდა მოუწევს კომპანიას საჯაროდ გარდაქმნის პროცესში მონაწილე სხვა მონაწილეებისათვისაც. კერძოდ.

- გარე და საკუთარი იურისტები;
- გამომცემლობა - სარეკლამო ბუკლეტების მომზადება-გავრცელებისთვ
- სპეციალიზებული კომპანია - გასვლითი ღონისძიებების, მათ შორის პრეზენტაციის ორგანიზებისთვის (road show);
- აუდიტორი, რომელმაც შესაძლოა გაზარდოს თავისი აუდიტორული დასკვნის საფასური, რომელიც მხოლოდ ვიწრო წრისთვის არ იქნება განკუთვნილი;
- ფინანსურ კონსულტანტები, რომლებიც შესაძლოა სარეკლამო ბუკლეტების და ფინანსური ანგარიშების გაცნობა-რეცენზირებას მოახდენენ.

__ფინანსური კონსულტანტის შერჩევა.__ კომპანიის საჯაროდ გარდაქმნის პროცესში აუცილებელია კონტაქტი დავამყაროთ რამოდენიმე ფინანსურ კონსულტანთან, რომლებიც მოცემულ რეგიონში ან დარგში საქმიანობენ. ფინანსური კონსულტანტის შერჩევა ვენჩურული ინვესტორის შერჩევას ჰგავს. მაგრამ ამ შემთხვევაში ძირითადი ფაქტორი საინვესტიციო საზოგადოებაში მისი რეპუტაცია უნდა გახდეს, რომლის დადგენა და შეფასება გაცილებით ადვილია, ვიდრე ვენჩურული ინვესტორის შემთხვევაში. ასევე მნიშვნელოვანია ფინანსური კონსულტანტის ანდერაიტერული შესაძლებლებების გათვალისწინება. აღნიშნული შესაძლებლობები განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია გამოსყიდული აქციების განაწილება-გადანაწილების შემთხვევაში, რადგანაც აქციების მაღალი ლიკვიდურობის უზრუნველსაყოფად საჭიროა ინვესტორთა საკმაოდ ფართო წრე.

11.2. წილის გასხვისება
(გამოსყიდვა, პირდაპირი მიყიდვა, გაყიდვა გარე ინვესტორზე)

I. გამოსყიდვა

მოქმედ ბიზნესში წილის გამოსყიდვა შესაძლებელია:

- თვით მეწარმის მიერ;
- მენეჯერთა ტრასტის მიერ (მენეჯერების გაერთიანება).

როგორც წესი, მეწარმის მიერ ბიზნესის გამოსყიდვა გათვალისწინებულია ოფციონების სისტემის მიერ („ფუთ“ და „კოლ“ ოფციონები) ჯერ კიდევ გარიგების

სტრუქტურირების (პირობების ჩამოყალიბების) და ძირითადი პარამეტრების შეთანხმების დროს. ვენჩურული ინვესტორის უფლების სანაცვლოდ - დათმოს კომპანიაზე კონტროლი სტრატეგიული ინვესტორის სასარგებლოდ *(ეს გამოიხატება „ფუთ“ ოფციონში),* მეწარმე იღებს ამ წილის უპირატესი გამოსყიდვის უფლებას ანუ „კოლ“ ოფციონს.

ვენჩურული ინვესტორის წილის გამოსყიდვისთვის მეწარმეს შეუძლია ისარგებლოს კომპანიის ფულადი ნაკადებით (ნაღდი ფული კომპანიაში), რომელიც შესაძლებელია ჩანაცვლდეს საბანკო კრედიტით ან სხვა სახის სავალო ვალდებულებით. აღნიშნული დავალიანება კი შემდგომში შესაძლებელია რეფინანსირებულ იქნას კომპანიის მიერ ახალი სავალო ვალდებულებების გამოშვებით. ამასთან, ვენჩურულმა ინვესტორმა საფასურის ნაწილი შეიძლება მიიღოს გრძელვადიანი სავალო ვალდებულებების სახით. რაც უფრო დიდი იქნება ეს ნაწილი, მით უკვეთესია კომპანიისთვის და ცუდია ვენჩურული ინვესტორისთვის.

დიდი ალბათობით, მენეჯერთა გაერთიანება (მენეჯერთა ტრასტი) გამოსყიდვისას ვერ შეძლებს გამოიყენოს კომპანიის ფულადი ნაკადები. ამიტომ მათ მოუწევთ ისარგებლონ მოკლევადიანი და არაუზრუნველყოფილი და ალბათ, ამიტომაც, ძვირად ღირებული საბანკო კრედიტით (ე.წ. bridge loan), რომელიც შემდგომში რეფინანსირებული იქნება სავალო ვალდებულებების გამოშვებით (ემისიით).

ამ შემთხვევაში ერთ-ერთი ძირითადი პრობლემა იქნება ბიზნესის შეფასება (ღირებულების დადგენა). ვენჩურული ინვესტორის მიზანი იქნება ღირებულების მაქსიმიზაცია, ხოლო მეწარმისა და მენეჯერების - მისი მინიმიზაცია.

ბიზნესის ღირებულების დასადგენად შესაძლებელია გამოიყენონ სხვადასხვანაირი მიდგომა. ყველაზე მარტივი გახლავთ ისეთი მეთოდები, რომლებიც აგებულია შემდეგ მაჩვენებლებზე:

- ბიზნესის შემოსავლიანობის კოეფიციენტი (price-to-earning, P/E; price-to-sale, P/S; price-to-cashflow multiples);
- საბალანსო ღირებულება (book value);
- შეფასებითი ღირებულება (appraised value);
- ფულადი ნაკადების დისკონტირება (discounted cash flow);
- წინასწარ შეთანხმებული ფასი (prearranged price), რომელიც კომპანიის ფუნქციონირების „ნატურალურ“ და ფინანსურ მაჩვენებლებს შეესაბამება.

II. პირდაპირი მიყიდვა ან ბიზნესის მიყიდვა სტრატეგიულ ინვესტორზე

ამ შემთხვევაში, ჩვენი ამოსავალი ისაა, რომ სტრატეგიული ინვესტორი (სტრატეგიული მყიდველი) აუცილებლად მიისწრაფის კომპანიაზე სრული კონტროლის დამყარებისკენ. წინააღმდეგ შემთხვევაში, იგი ვერ იქნება კონსოლიდირებული (შეტანილი) თავის ფინანსურ ანგარიშებში და შესაბამისი სტრუქტურების მიერ იქნება აღქმული, როგორც ფინანსური ინვესტორი. სტრატეგიულ ინვესტორზე კომპანიის მიყიდვისას გამოიყენება ორი ძირითადი ფორმა:

1. აქციების გაყიდვა (stock),
2. აქტივების გაყიდვა (assets).

თითოეული ამ ფორმის გამოყენების დროს შეიძლება ვისარგებლოთ გადახდის სამი ძირითადი ფორმით (როგორც წესი, ხშირად არის ხოლმე ამ ფორმების შეხამება).

კერძოდ:

- ნაღდი ფულით ანგარიშსწორება (cash);
- ანგარიშსწორება სავალო ვალდებულებების გამოყენებით (notes);
- ანგარიშსწორება აქციების გამოყენებით (stocks).

თანმიმდევრულად განვიხილოთ სტრატეგიულ ინვესტორზე კომპანიის გაყიდვის ორივე ფორმა.

1. აქციების მიყიდვა

1.1.აქციების მიყიდვა ნაღდ ფულზე. ვენჩურული ინვესტორის გადმოსახედიდან ეს მიყიდვის ყველაზე მარტივი და ყველაზე მიმზიდველი ფორმაა.

1.2. აქციების მიყიდვა სავალო ვალდებულებების გამოყენებით.

აღნიშნული ფორმა ნაკლებად მიმზიდველია ვენჩურული ინვესტორისთვის, მაგრამ ზოგჯერ მიმზიდველი (უფრო მისაღები) ხდება მეწარმისათვის, რომელსაც ბიზნესის გაყიდვა სურს. ამ შემთხვევაში მეწარმე მეტ-ნაკლებად წყვეტს აქტივების მართვასთან დაკავშირებული რისკების პრობლემებს სავალო ვალდებულებების დაფარვის მომენტამდე. უფრო სწორი იქნება, რომ მეწარმე პრობლემას კი არ წყვეტს, არამედ ანაცვლებს ერთი სახის რისკს მეორე რისკით (ამ შემთხვევაში სტრატეგიული ინვესტორის რისკით). თუ გავითვალისწონებთ, რომ, ამ შემთხვევაში სტრატეგიულ მყიდველად, როგორც წესი, მსხვილი, რეალურად სტრატეგიული კომპანია გამოდის, მისი კრედიტუნარიანობა არ იწვევს ეჭვებს და ამიტომ, საკრედიტო რისკი მართლა მინიმალური იქნება. პრაქტიკაში არსებობს საკრედიტო რისკის მინიმიზაციის სპეციალური მეთოდი (ილეთი). კერძოდ, მცირე ნაწილის გარდა, ყველა აქცია

მიეყიდება თვით კომპანიას (საკუთარ თავს), ვთქვათ აქციათა 99 % იყიდა თვით კომპანიამ. ამის სანაცვლოდ მისგან ვიღებთ ვალდებულებას (გარანტიას), რომელიც უზრუნველყოფილი იქნება აქტივებით. ამის შემდეგ, კომპანიის დარჩენილი წილი (ნაწილი), ჩვენს შემთხვევაში 1 %, მიეყიდება ნაღდ ფულზე ინვესტორს და იგი, ინვესტორი, ხდება ერთადერთი აქციონერი, ხოლო კომპანიის მიერ გაცემული სავალო ვალდებულება აგრძელებს ფუნქციონირებას (იგი კვლავ ძალაშია). ასევე შესაძლოა, სავალო ვალდებულებების გამოყენება, როგორც გადახდის საშუალება, მომავალში.

1.3. აქციების მიყიდვა აქციებზე. ეს ფორმა შეიძლება მიმზიდველი იყოს, როგორც ვენჩურული ინვესტორისთვის, ასევე მეწარმისთვისაც მაშინ, როცა სტრატეგიული მყიდველის როლში მსხვილი და სოლიდური კომპანია გამოდის, რომელსაც ლიკვიდური აქციები გააჩნია. ანგარიშსწორების ასეთი ფორმა გვაძლევს საშუალებას - გადავადდეს (გადაიდოს) შემოსავლების დაბეგვრა მიღებული აქციების ხელმეორედ გაყიდვის მომენტამდე. ზოგიერთ ქვეყანაში ამგვარი ფორმის გამოყენებისათვის საჭიროა გარკვეული პროცედურების გავლა, მაგალითად, სარეგისტრაციო უფლებების მოპოვება და ა.შ.

2. აქტივების მიყიდვა

2.1.აქტივების მიყიდვა ნაღდ ფულზე. აღნიშნულ ფორმას შეიძლება გააჩნდეს გარკვეული უპირატესობები საგადასახადო პროცედურების გავლის თვალსაზრისით. მაგალითად:

- ნაღდ ფულზე კომპანიის აქტივებისა და ვალდებულებების გაყიდვის შემთხვევაში, მას მხოლოდ ნაღდი ფული რჩება და აუცილებლობის შემთხვევაში მისი ლიკვიდაცია და აქციონერებს შორის დარჩენილი წილების გადანაწილება ადვილად ხდება.
- ამ შემთხვევაში, შესაძლებელია კომპანიის ურთიერთ ფონდში ხელმეორედ რეგისტრაცია (პერერეგისტრაცია). ამ დროს აქციები წილებად გადაიქცევა, ხოლო ნაღდი ფულის ინვესტირება შეიძლება მოხდეს ისეთ აქტივებში, რომლებიც არ ექვემდებარებიან გადასახადებით დაბეგვრას.

გასათვალისწინებელია, რომ ამ პროცედურებს გააჩნიათ გარკვეული ფარული ნაღმები, თუ აქტივების საბალანსო და გაყიდვის ფასი ერთმანეთს არ ემთხვევა. ასევე, შეიძლება წარმოიშვას ორმაგი საგადასახადო დაბეგვრის წნეხის ქვეშ მოხვედრის საშიშროება და ა.შ.

2.2. აქტივების მიყიდვა სავალო ვალდებულებების სანაცვლოდ. არსებობს შემთხვევები, როდესაც სტრატეგიულ ინვესტორს შეიძლება არ ჰქონდეს ნაღდი ფულის ის მოცულობა, რაც საჭიროა საკონტროლო პაკეტის გამოსყიდვისთვის. უზრუნველყოფის საგნად თვით ამ აქტივების გამოყენებაა შესაძლებელი. ამ შემთხვევაში გაცემული ვალდებულებების ვადიანობა არ უნდა იყოს ძალიან დიდი. თვით ვალდებულებების ნომინანტები უნდა იყოს წვრილი და მაშინ მათი განაწილება შესაძლებელია მოხდეს კომპანიის აქციონერთა შორის. ინვესტორის მიერ ვალდებულებების დაფარვის კვალდაკვალ შემოსული სახსრები გადანაწილდება აქციონერთა შორის ლიკვიდაციის გეგმის მიხედვით. თუ გავითვალისწინებთ, რომ სტრატეგიული მყიდველი, როგორც წესი, მსხვილი, რეალურად სტრატეგიული კომპანიაა, მისი კრედიტუნარიანობა არ იწვევს ეჭვს და ამიტომ საკრედიტო რისკი მართლა მინიმალური იქნება.

2.3. აქტივების მიყიდვა აქციების სანაცვლოდ. როგორც აქციების მიყიდვის შემთხვევაში, ეს ფორმაც შეიძლება მიმზიდველი იყოს როგორც ვენჩურული ინვესტორისთვის, ასევე მეწარმისთვისაც, თუ სტრატეგიული მყიდველის როლში მსხვილი და სოლიდური კომპანია გამოდის, რომელსაც ლიკვიდური აქციები გააჩნია. ჩატარებული პროცედურების შედეგად მიღებული აქციები შეიძლება გადანაწილდეს აქციონერთა შორის ლიკვიდაციის გეგმის მიხედვით. ზოგიერთ ქვეყანაში ამგვარი ფორმის გამოყენებისთვის ასევეა საჭირო გარკვეული პროცედურების გავლა, მაგალითად სარეგისტრაციო უფლებების მოპოვება და ა.შ.

III. გაყიდვა გარე ინვესტორზე.

კომპანიაში წილის გასხვისება (გაყიდვა) შეიძლება დაკავშირებული იყოს დაფინანსების ახალი რაუნდის დაწყებასთან ან არ იყოს არაფერთან დაკავშირებული (დამოუკიდებელი და არაფერთან დაკავშირებული მოვლენა). პოტენციურ მყიდველებს შორის შეიძლება იყვნენ:

- ახალი აქციონერები, რომლებიც ინსტიტუციურ (კორპორატიულ) პარტნიორებად შეიძლება მოგვევლინონ;
- კვალიფიციური ინსტიტუციური ინვესტორები;
- ვენჩურული ინვესტორები, რომლებიც ნაკლებად რისკიან ან გარკვეული ტიპის ინვესტიციებზე ახდენენ კონცენტრირებას (სპეციალიზაციას);
- ბანკები, რომლებიც კომპანიას ყიდულობენ მიმდინარე შემოსავლების მიღების მიზნით და ა.შ.

მოკლედ დავახასიათოთ თითოეული მათგანი.

ახალი აქციონერები. განვითარების გარკვეულ ეტაპზე კომპანია მიმზიდველი შეიძლება გახდეს ახალი აქციონერებისათვის, მათ შორის იმ მეწარმეებისთვისაც, ვინც თავის კომპანიაზე კონტროლი მიყიდა სტრატეგიულ ინვესტორს. ახალი პარტნიორი შეიძლება უფრო მიმზიდველი (საჭირო) გახდეს კომპანიისათვის, ვიდრე ვენჩურული ინვესტორი, რადგანაც არ იქნება იმის მოთხოვნები, რომ შეიზღუდოს მოგების გადანაწილება და კომპანიის აუცილებელი რეფინანსირება, მისი ზრდის დასაჩქარებლად. ახალი კორპორატიული პარტნიორი შეიძლება დაინტერესებული იყოს კომპანიის სხვა აქციონერების წილის გამოსყიდვით ოფციონის მოპოვებაზე (ყიდვაზე მიღებაზე და ა.შ.). საფრთხე შეიძლება მდგომარეობდეს იმაში, რომ სხვა აქციონერთა წილის გამოსყიდვის შემდეგ, ახალმა აქციონერმა შეიძლება სხვებისთვის მოულოდნელად მოიპოვოს კონტროლი მთლიან კომპანიაზე და ამით გახდეს არა ფინანსური, არამედ სტრატეგიული ინვესტორი.

კვალიფიციური ინსტიტუციური ინვესტორები (institutional qualified investors). ამ კატეგორიაში იგულისხმება საპენსიო ფონდები და დიდი სადაზღვევო კომპანიები. ისინი შეიძლება დაიტერესებულნი იყვნენ ვენჩურული ინვესტორის წილის, ხოლო ზოგჯერ თვით მეწარმის წილის ნაწილის გამოსყიდვით, სანამ აქციების პირველადი საჯარო განთავსების პროცედურები დაიწყება, თუ მასზე (წილზე) დიდი ფასდაკლება (დისკონტი) იქნება შემოთავაზებული. ამგვარ ინვესტიციას, რომელსაც კვალიფიციური ინვესტორები ახორციელებენ, ხშირად „კერძო განთავსებას“ (PP) უწოდებენ. როგორც წესი კვალიფიციური ინვესტორებს არ აქვთ უფლება კომპანიის 3 %-ზე მეტ აქციაში განახორციელონ ინცესტირება. აქედან გამომდინარე, ვენჩურული ინვესტორის წილის გამოსყიდვისთვის რამოდენიმე ინვესტორია საჭირო. ამიტომ, ინვესტიციიდან გამოსვლის ამ მოდელით სარგებლობა გულისხმობს საინვესტიციო ბანკის ან ბროკერის ჩართულობას. ასევე ამ მოდელის გამოყენებისას საჭირო ხდება საინვესტიციო მემორანდუმის, გასვლითი პრეზენტაციის, აუქციონის და სხვა აუცილებელი ღონისძიებების ჩატარება.

ვენჩურული ინვესტორები. ზოგიერთი ვენჩურული ინვესტორები კონცენტრირებულნი არიან ნაკლებად რისკიან ინვესტიციებზე ან ამჯობინებენ ინვესტიციას განსაკუთრებული ფორმა მისცენ. მაგალითად, ინვესტიციები განახორციელონ უძრავ ქონებაში, ლოჯისტიკურ კომპანიებში, მედია სივრცის კომპანიებში და ა.შ. მათ ასევე შეუძლიათ გამოიყენონ განსხვავებული ინსტრუმენტები. ამ ინსტრუმენტებს შორის შეიძლება გამოვყოთ სესხი, რომელსაც კომპანია იღებს იმისათვის, რომ გამოისყიდოს ვენჩურული

ინვესტორის აქციები და წინა ინვესტორის წილი (ინვესტიცია) ჩაანაცვლოს სააქციო კაპიტალით. ამგვარი სახის ინვესტიცია ხორციელდება ხოლმე, თუმცა არც ისე ხშირად, რადგანაც ვენჩურული ბიზნესის ტრადიციების თანახმად, არაფორმალური აკრძალვა არსებობს სხვა ვენჩურული ინვესტორების წილების გამოსყიდვის თაობაზე. როგორც წესი, ის ვენჩურული ინვესტორები, რომლებიც სავალო დაფინანსებაზე არიან ორიენტირებული, კომპანიის მხოლოდ მცირე წილზე მოითხოვენ ოფციონს. ეს წილი საკმარისი უნდა იყოს იმისათვის, რომ მათ ჰყავდეთ წარმომადგენელი დირექტორთა საბჭოში. ასევე შესაძლებელია დადგინდეს (შემუშავდეს) ოფციონი მთლიანი ვალის ან მისი ნაწილის აქციების კონვერსიაზე (გადაყვანაზე).

ბანკები. ზოგიერთი ბანკი მიმდინარე შემოსავლების მიღების მიზნით შეიძლება დაინტერესებული იყოს კომპანიის წილის ყიდვით ან მასზე კონტროლის მოპოვებით. ამ წილიდან მიღებული შემოსავალი, ცალკეულ მომენტებში, შეიძლება უფრო მაღალი იყოს, ვიდრე საბანკო პროცენტებიდან მიღებული შემოსავლები. ბანკები ხშირად დაინტერესებულნი არიან გამოისყიდონ საცალო ან საქმიანი უძრავი ქონების ობიექტი, რომელსაც მეიჯარეთა საიმედო (კარგი) შემადგენლობა და გრძელვადიანი საიჯარო ხელშეკრულება გააჩნია. ამ შემთხვევაში კომპანია შეიძლება შეფასებული იყოს გამომდინარე იქიდან, რომ იჯარიდან მიღებული შემოსავალის მოცულობა იანგარიშება განხორციელებული ინვესტიციის 10-14 %-ის ფარგლებში. ამ შემთხვევაში ბანკები მოქმედებენ ისეთივე ლოგიკით და თანმიმდევრობით, როგორც ვენჩურული ინვესტორები.

11.3. გასვლის ეფექტიანობის გაუმჯობესება

ინვესტიციიდან გამოსვლის პროცესი წინასწარ გააზრებული და დაგეგმილი უნდა იყოს. იმ ვენჩურულ ინვესტორებსაც კი, რომლებიც გრძელვადიან დაბანდებებს ახორციელებენ, გააზრებული უნდა ჰქონდთ თუ რა მოხდება, როდესაც ბიზნესი არ იქნება მოლოდინების შესაბამისად ეფექტიანი ან თუ მათ (ვენჩურულ ინვესტორებს) არ მოეწონებათ მენეჯერთა საქმიანობა ან თუ მომდევნო (შემდეგი) ფინანსირება არ იქნება საჭირო. ინვესტირების განხორციელებამდე ვენჩურულმა ინვესტორმა ბიზნესის შესწავლის პროცესში უნდა მოიძიოს პასუხები კითხვებზე:

- როგორი იქნება გამოსვლის პროცედურა (გზა)?
- ვინ იყიდის ბიზნეს?
- არსებული ბიზნესის სტრატეგია შესაძლებლობას თუ იძლევა, რომ მივუახლოვდეთ გასვლის სასურველ სცენარს?
- არსებული ბიზნესის სტრუქტურა გამოსადეგია პირდაპირი გასვლისთვის? თუ არა, და უნდა იყოს თუ არა იგი ასახული ბიზნეს გეგმაში?

კომპანიის მენეჯმენტი თანახმაა განახორციელოს გასვლის პროცედურები? თუ არა, მაშინ მენეჯმენტს დამატებითი მოტივაციები უნდა შევთავაზოთ თუ არა? თუ ამის გაკეთება შეუძლებელია, მაშინ, როგორ მოვახერხოთ ვენჩურული ინვესტორების ინტერესების დაცვა?

თუ კომპანიის მმართველს ნებისმიერ შემთხვევაში არ სურს იმოძრაოს ინვესტიციებიდან გასვლის მიმართულებით, მაშინ შესაძლებელია ვენჩურული ინვესტორის ინტერესებშიც არაა ამგვარი გარიგების განხორციელება.

როგორი გეგმებიც არ უნდა იყოს, მაღალტექნოლოგიური და მაღალი ღირებულების ბიზნესის შექმნა ყოველთვის მენეჯერების ინტერესებშია, რადგანაც აძლევს მათ საშუალებას საჭიროების შემთხვევაში მომავალში გაასხვისოს (გაყიდოს) იგი. ამიტომ გასვლის შესაძლებლობების თაობაზე მათ წინასწარ უნდა იფიქრონ. ხშირად ისე ხდება, რომ აღნიშნული საკითხის განხილვა უმჯობესია მოხდეს ფინანსურ ან იურიდიულ კონსულტანტებთან (მრჩევლებთან) ერთად, რათა ვენჩურული ინვესტორის მენეჯმენტზე პირდაპირმა მიმართვებმა არ შექმნას მათზე მცდარი შთაბეჭდილება, როგორც გასვლაზე ორიენტირებულ სტრუქტურაზე. ისე შეიძლება მოხდეს, რომ ამგვარი ქმედებები გამართლებულია მაშინ, როდესაც ვენჩურულმა ინვესტორმა მიიღო გადაწყვეტილება გასცლის ორგანიზების თაობაზე. თუ მენეჯერები თანხმდებიან, რომ მათი საქმიანობის მიზანს ინვესტიციიდან გასვლა წარმოადგენს, მაშინ ამ საქმიანობის სტიმულირება შეიძლება აქციების, აქციებზე ოფციონების ან პრემიების დაწესების მეშვეობით. ყოველივე ეს საჭიროა, რომ მენეჯერების მიზნები თანხვედრაში იყვნენ ინვესტორის მიზნებთან. სტიმულირების მექანიზმები არაფერს არ წარმოადგენენ, თუ მენეჯმენტი საერთო ჯამში არ იქნება თანახმა გასვლაზე.

ბევრი ვენჩურული ინვესტორი არ ეთანხმება მოსაზრებას იმის თაობაზე, რომ ისინი დაკავებულნი არიან საკუთარი ბიზნესით და თავის მთავარ ამოცანად თვლიან მოამზადონ წარმატებული (კარგი) და მომგებიანი გასვლის პროცედურები. მათ ურჩევნიათ მიიღონ სტრატეგიული გადაწყვეტილებები, რომლებიც ბიზნესის განვითარებაზე და არა გასვლაზე იქნება ორიენტირებული. უნდა დავეთანხმოთ მოსაზრებას, რომ საეჭვოა ვინმემ განახორციელოს დიდი მოცულობის ინვესტიცია ბიზნესის განსავითარებლად, თუ უახლოეს მომავალში მოსალოდნელია თავისი მონაწილეობის წილის გასხვისება (გაყიდვა). ამასთან ერთად, არსებობს სტრატეგიული და მიმდინარე მენეჯმენტის მრავალი ასპექტი, რომლის ფარგლებში (თუ გვემახსოვრება გასვლის თობაზე) შესაძლებელია მიღებული იქნას ბიზნესისათვის სასარგებლო გადაწყვეტილებები. მაგალითად, თვით გადაწყვეტილებების მიღების პროცედურები შეიძლება იყოს უფრო

სწრაფი და უფრო მიზანმიმართულნი, თუ მენეჯმენტი მუშაობს გარკვეული კალენდარული გეგმის მიხედვით.

ინვესტიციიდან გამოსვლის პირდაპირი მიყიდვის წესი მეტად პოპულარულია,

მაგრამ მას გარკვეული ნაკლოვანებებიც გააჩნია, რომლებიც შეიძლება ასე ჩამოყალიბდეს:

- საკმარისი (ბევრი) მყიდველების დეფიციტი;

- უფრო დაბალი ფასები, ვიდრე აქციების პირველადი საჯარო განთავსების დროს (IPO);
- გარანტიების მოთხოვნები.

ამასთან ერთად, პირდაპირი მიყიდვა შეიძლება უფრო სწრაფი და მარტივი იყოს, ვიდრე აქციების პირველადი საჯარო განთავსების (IPO) დროს. გასათვალისწინებელია, რომ ამ მეთოდმა შეიძლება პრემია მოგვიტანოს, ხოლო მისი ერთადერთი ალტერნატივა შეიძლება იყოს არც თუ ისეთი სარფიანი (მომგებიანი) წინადადება აქციების უკან გამოსყიდვის შესახებ. კვალიფიციური მყიდველის მოძიებაში დაგვეხმარება საინვესტიციო პროექტიდან გამოსვლის სწორი დაგეგმვა და მომზადება, რომელიც თანხვედრაში უნდა იყოს თანმიმდევრულ მარკეტინგულ სტრატეგიასთან და კარგ პიარ კომპანიასთან *(იგულისხმება ინვესტირების შედეგების გავრცელება, რაც შეიძლება მეტი დაინტერესებული პირისთვის),* რომელიც ინვესტირების განხორციელების პირველივე დღეებში უნდა დაიწყოს.

კარგად ჩატარებული მარკეტინგული კომპანია ხშირად დამატებითი მყიდველების გამოჩენას უწყობს ხელს, რომლებიც არ იყვნენ თავდაპირველ სიაში. ხშირად, შესაბამისი ინფორმაციის გავრცელების და გარანტიების შეთავაზების წყალობით, რომლებიც მყიდველისთვის იმავდროულად ავსებენ „გაურკვევლობის (ბნელ) ზონებს“, შესაძლებელი ხდება ფასის ზრდის მიღწევა. ასევე მნიშვნელოვანია - კარგად ვიმუშაოთ საინფორმაციო მემორანდუმის მომზადებისას, რადგანაც ამ შემთხვევაში იგი იძლევა საშუალებას აღმოვაჩინოთ სუსტი ადგილები ბიზნესში მანამ, სანამ ისინი აღმოჩენილი იქნება დეტალური შესწავლის პროცედურების ჩატარების დროს. ყოველივე ამის საშუალებით თავიდან ავირიდებთ ცუდი გარიგების დადებას.

გარანტიების გაცემის პრაქტიკა ერთ ქვეყნიდან მეორე ქვეყნამდე და ერთი
ვენჩურულ ინვესტორიდან მეორემდე, მნიშვნელოვნად განსხვავდება. ზოგნი ვენჩურულ ინვესტორთაგან მკაცრი პოლიტიკის მომხრეა და უარს ამბობენ გარანტიების გაცემაზე, მაშინ, როცა სხვები უფრო მოქნილ პოლიტიკას ატარებენ. ვინც ამ საკითხში მკაცრი პოლიტიკის მომხრეა, უნდა აღიარონ, რომ ასეთი პოლიტიკის შედეგად ზოგჯერ ისინი ფულის დანაკარგს განიცდიან, რადგანაც საბოლოო ფასი გარკვეულ დისკონტს შეიცავს.

გარანტიების გაცემის ალტერნატივა შეიძლება პრემიის (ჯილდოს) მიღების გადავადება იყოს (deferred consideration), როდესაც გაყიდვის ფასის ნაწილი იქნება გადახდილი მომავალში. მისი სტრუქტურირება იმგვარად შეიძლება, რომ უზრუნველყოფილი იყოს მისი მონაწილეობა მომავალ აქციონერულ კაპიტალში. გადავადებული პრემიის (ჯილდოს) ნაკლი იმაში მდგომარეობს, რომ

გამყიდველს არ შეუძლია აკონტროლოს შედეგები. ასეთ ვითარებაში, თავი უნდა ავარიდოთ შესაძლო დანაკარგებზე გარანტიების გაცემას *(ანუ გამყიდველის თანხმობა მომავალში გარკვეული ზარალის კომპენსაცია მოახდინოს, რომელიც მის ბიზნესთან არის დაკავშირებული),* თუ ასეთი გარანტია არაა დაკავშირებული გამყიდველის მიერ თავის თავზე გარკვეული ვალდებულებების აღებასთან.

არსებობს სხვადასხვა მექანიზმი, რითაც შესაძლებელია საინვესტიციო პროექტიდან გასვლის პროცედურები უფრო ეფექტური და სასარგებლო გავხადოთ. მათ შორის უნდა გამოვყოთ შემდეგი:

- მეტი ყურადღება აქციების საჯარო შეთავაზების ალტერნატივებს;
- გასვლის პოცედურების დაგეგმვა საინვესტიციო პროცესის დაწყებისას;
- შესაბამისი მომზადება პირდაპირი და ფინანსური გაყიდვებისთვის;
- ოფციონების უკან გამოსყიდვის მექანიზმის ეფექტური გამოყენება;
- გასაყიდი ბიზნესის უფრო ფართო მარკეტინგი;
- საჭიროების შემთხვევაში შუამავლების გამოყენება;
- ვენჩურული ინვესტორის გეგმების მხარდაჭერის უზრუნველყოფა კომპანიის მმართველი გუნდის მიერ, რომელიც ინვესტიციიდან გასვლას უკავშირდება.

11.4. ფინანსური კონსულტანტები, აუდიტორები, საინვესტიციო ბანკირები

გარიგების გაფორმებისთვის მმართველ კომპანიას გარკვეული ურთიერთობა აქვს შუამავლებთან. რა თქმა უნდა, ასეთი ურთიერთობები აუცილებელია, მაგრამ ინვესტიციების მმართველი (მენეჯერი) საჭიროა ფრთხილად იყოს და უპირველეს ყოვლისა დაადგინოს - რას მოელის შუამავალი. ყველაზე ხშირად შუამავლებს აინტერესებთ ჰონორარი ან რაიმე სარგებელი. მენეჯერებმა მეტი თავშეკავება უნდა გაამოიჩინონ იმ საჩუქრების მიღებისგან, რომელიც შესაძლოა კორპორაციის ფინანსისტებმა გაუკეთონ. მთავარია გვახსოვდეს, რომ შუამავლების ინტერესები არ ემთხვევა ინვესტორების ინტერესებს. ამიტომ, აქ შესაძლოა ინტერესთა სერიოზული კონფლიქტი წარმოიშვას. აქ საქმე გვაქვს მოკლევადიანი და გრძელვადიანი სარგებლიანობის ბუნებასთან. შუამავალს უბრალოდ ბონუსის (ჯილდოს) მიღება სურს. მას არ აინტერესებს წილი სააქციო კაპიტალში ან თვით კომპანიის ფასის (ღირებულების) ზრდის პერსპექტივები, რომელიც შედარებით გრძელვადიანი პერიოდის შემდეგ შეიძლება გამოიკვეთოს. ვენჩურული ინვესტორი კი შემოსავალს გამოიმუშავებს მხოლოდ კომპანიის სააქციო კაპიტალის ღირებულების ზრდის ხარჯზე და არაა დაინტერესებული ყველა გარიგება ბონუსებით წაახალისოს. მისი, როგორც

ვენჩურული ინვესტორის (კაპიტალისტის) რეპუტაცია ყალიბდება მხოლოდ ინვესტიციებიდან წარმატებით გასვლის ისტორიების შედეგად.

კორპორაციის ფინანსებს ძალიან სუსტი კავშირი აქვს საინვესტიციო პროექტების შერჩევასთან. ამიტომ, თავი უნდა ავარიდოთ ე.წ. ახალ ჰიბრიდულ ან სახეშეცვლილ შუამავლებსაც, რომლებსაც თავისი საშუამავლო საქმიანობის ბონუსებთან ერთად სურთ უფასოდ მიიღონ წილი სააქციო კაპიტალში. ძალიან მარტივი წესი იმაში მდგომარეობს, რომ არავის არ შეუძლია ემსახუროს ორ საქმეს (პატრონს) ერთდროულად. მაგალითად, ერთდროულად იყო გამყიდველის და მყიდველის მხარეზე. ამიტომ, საინვესტიციო საქმიანობის მიმართულების მენეჯერს ყოველწამს უნდა ჰქონდეს პასუხი კითხვაზე: „ვინ ვის უხდის?“

ვენჩურული ინვესტორების უმრავლესობა ფინანსურ შუამავლებს (financial broker) გარკვეული უნდობლობით უყურებენ, რადგანაც ათასობით შუამავალს შორის, რომლებიც ამა თუ იმ ბიზნესთანა არიან დაკავშირებული, მხოლოდ ერთეულები გამოირჩევიან კომპეტენტურობით. ამგვარი „სიის თავში“ დგანან უმსხვილესი ბანკების, საინვესტიციო ბანკებისა და საბროკერო კომპანიების კორპორატიული ფინანსების მმართველები. ამის შემდეგ მოდიან უფრო წვრილი კომპანიების ანალოგიური სტრუქტურული ერთეულები და ა.შ. ასეთი შუამავლების უმრავლესობა, როგორც წესი, დოკუმენტების ჩვეულებრივი ამკინძველები არიან, რომლებიც ეხმარებიან კომპანიებს ინფორმაციისა და დიკუმენტაციის მოწესრიგებაში და ამ პაკეტის ვენჩურული ინვესტორისთვის გადაგზავნაში. მათ მიერ მოწოდებულ ე.წ. „პაკეტს“ მეტად სუსტი კავშირი აქვს რეალურ ბიზნეს-წინადადებასთან და როგორც წესი, წარმოადგენს ამ კომპანიის ხელთ არსებული, შემთხვევით დაჯგუფებული დოკუმენტების ფრაგმენტებს. ასეთი „შუამავალი“, როგორც წესი, თავისი დოკუმენტების პაკეტის ადრესატებს არჩევს ჩვეულებრივი ცნობარებიდან ან თავისი ნაცნობების წრიდან და მას არ შეუძლია უპასუხოს ვენჩურული ინვესტორის კითხვებს. ამიტომ, ასეთი შუამავლების გამოყენება უნდა მოხდეს მხოლოდ კონსულტანტებად.

განვიხილოთ ზიგიერთი შუამავლის ადგილი და როლი ვენჩურული ინვესტირების პროცესში.

ფინანსური კონსულტანტები და აუდიტორები (accountants and auditors) კარგად ერკვევიან ფინანსური ანგარიშების და გეგმების (ბიუჯეტის) ფორმებში. მათ შეუძლიათ შეიმუშაონ კარგი და დაბალანსებული (არაწინააღმდეგობრივი) ბიზნესის ფინანსური მოდელი, მაგრამ როგორ წესი, ისინი სიღრმისეულად არ იცნობენ ან არ ესმით თვით ბიზნესი. უმჯობესია კომპანიამ ისინი გამოიყენოს ბიზნეს-წინადადებების უკვე გამზადებული დოკუმენტების პაკეტების შესამოწმებლად. სავარაუდოდე კომპანიას მოუწევს მათ მიერ დასმულ მრავალ

კითხვაზე პასუხების მომზადება. ნებისმიერ შემთხვევაში ყველა წინადადებები და დაშვებები უნდა გააკეთოს თვით კომპანიამ, ხოლო ფინანსურმა კონსულტანტმა ისინი ერთ მოდელში უნდა გააერთიანოს. ფინანსურ კონსულტანტთაგან ბევრი თავს არიდებს მონაწილეობა მიიღოს პროგნოზების შედგენაში, რადგანაც თვლის, რომ პროექტის წარუმატებლობის შემთხვევაში, ამან მისი რეპუტაციის შელახვა შეიძლება გამოიწვიოს. მიუხედავად ამისა, ისინი მზად არიან ხოლმე, შესაბამისი დასკვნები გააკეთონ შედგენილ დოკუმენტებზე (პროგნოზებზე) .

<u>საინვესტიციო ბანკირები</u> (Investment bankers). მათ შეიძლება სარგებელი მოიტანონ, რადგანაც საქმე უკვე ჰქონდათ ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსების მრავალ შემთხვევასთან. ამის გამო, საინვესტიციო ბანკირებს კარგად ესმით - რა უნდა იყოს დოკუმენტებში, მათ შორის სხვადასხვა სახის პროსპექტებსა და საინფორმაციო ბროშურებში. როგორ წესი, ისინი კარგად ერკვევიან დაფინანსების სხვადასხვა წყაროებში და შეუძლიათ დაეხმარონ კომპანიას ჩამოაყალიბონ (შეადგინონ) დაფინანსების სტრუქტურა და ყოველივე აღწერონ გამართული (სწორი) ტერმინებით. ისინი შეძლებენ დახმარების გაწევას არამარტო კვალიფიცირებული რჩევებით დაფინანსების წყაროს შერჩევის დროს, არამედ უშუალოდ ვენჩურულ ინვესტორთან მოლაპარაკებისას. ბანკირების მონაწილეობა მოლაპარაკებებში არ უნდა გადაიქცეს ორი ბანკის მოლაპარაკებად. ვენჩურული ინვესტორი კითხვას უსვამს მეწარმეს და მას სურს პასუხის მოსმენა მეწარმისგან და არა ბანკირისაგან. ამ პროცესში არ ღირს მცირე საინვესტიციო ბანკების იგნორირება, რომლებმაც უკეთ იციან (იცნობენ) დაფინანსების ადგილობრივ წყაროებს და თავის მომსახურებისთვის ზომიერ (უფრო დაბალ) ანაზღაურებას ითხოვენ. საინვესტიციო ბანკირების მომსახურების საფასური, როგორც წესი, მოსალოდნელზე გაცილებით მეტია ხოლმე.

<u>იურისტები</u> (lawyers). მიუხედავად იმისა, რომ ისინი ფინანსურ სამყაროში კარგად პოზიციონირებენ, როგორც წესი, კარგი ფინანსური შუამავლები არ არიან, თუმცა ხშირად ცდილობენ ეს ფუნქცია შეასრულონ. იურისტებისგან არ ღირს რჩევებისა და რეკომენდაციების მიღება ბიზნეს-წინადადებების მომზადებისას, რადგანაც ამ შემთხვევაში დოკუმენტი გადატვირთული იქნება იურიდიული ტერმინოლოგიით და იგი არ მიიპყრობს ყურადღებას. როგორც უკვე წინა ლექციებში აღვნიშნეთ, ვენჩურულ ინვესტორებს არ უყვართ, როდესაც იურისტები მონაწილეობენ მოლაპარაკებებში. მათი ჩართულობა გამართლებულია მაშინ, როდესაც მიღწეულია მნიშვნელოვანი შეთანხმებები და დადგა დრო მათ მიიღონ იურიდიული ფორმა. ამიტომ იურისტს შეუძლია დაგვეხმაროს, მაგალითად, ბიზნეს-წინადადების დასაგზავნი სიის ფორმირებაში, მაგრამ იგი არ უნდა იღებდეს მონაწილეობას თვით ამ ბიზნეს- წინადადების მომზადებაში.

დამოუკიდებელი ფინანსური შუამავლები (independent financial broker). ამ ცნების ქვეშ მოიაზრება შუამავალი, რომელიც არაა დაკავშირებული ფინანსური კონსულტაციებით დაკავებულ ფირმასთან, საინვესტიციო ბანკთან, საბროკერო კომპანიასთან და ა.შ. კომპანიისთვის კონსულტაციების გაწევის მიზნით დამოუკიდებელი ფინანსური შუამავლის შერჩევის დროს, აუცილებელია სიფრთხილის დაცვა, რადგანაც ზევრი ასეთი შუამავლის რეპუტაცია საეჭვოა და სარგებლის ნაცვლად მათ ზარალის მოტანაც შეუძლიათ.

ვენჩურულ ინვესტორებს არასდროს არ სჯერათ ფინანსური შუამავლებისა და მათ სურთ ურთიერთობა უშუალოდ მეწარმესთან. ვერავინ ვერ წარუდგენს ვენჩურულ ინვესტორს კომპანიას იმაზე უკეთ, ვიდრე მათი დამფუძნებლები, აქციონერები და უმაღლესი მენეჯმენტის წარმომადგენლები. ამიტომაც ვენჩურული ინვესტორი თავის ინვესტიციებს არა მხოლოდ კომპანიის კონკრეტულ პროდუქტში ან მომსახურებში ახორციელებს, არამედ თვით კომპანიის მმართველ გუნდში, რომელსაც შესწევს უნარი - განახორციელოს ბიზნეს-გეგმა.

დამოუკიდებელი ფინანსური შუამავლის შერჩევისას აუცილებელია განვიხილოთ მისი მრავალი ასპექტი. ამ მხრივ შესაძლებელია გამოყენებული იყოს შემდეგი კრიტერიუმები. კერძოდ:

- გამოცდილება;
- პროფესიონალიზმი;
- დიპლომები და რეკომენდაციები;
- მცირე ბიზნესში მუშაობის გამოცდილება;
- სპეციელური ცოდნა და გამოცდილება.

ლექცია XII
სახელმწიფოსა და კერძო სექტორის თანამშრომლობა ვენჩურული ინდუსტრიის ფორმირება-განვითარების საქმეში

12.1 ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირება საქართველოში და უცხო ქვეყნებში

საბაზრო ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირებაში იგულისხმება ეკონომიკური საქმიანობის ისეთი ფორმა, რომლის რეალიზება ხდება ფინანსური, ფულად-საკრედიტო და სხვა ღონისძიებების ერთობლიობის სახით წარმოების, გადანაწილების, გაცვლის და მოხმარების სფეროებში. სახელმწიფო რეგულირების საფუძველში ჩადებულია გარკვეული კონცეფცია. რეალიზაციის ფორმების მიხედვით განასხვავებენ სახელმწიფო რეგულირების ორ საპირისპირო კონცეფციას: მონეტარიზმსა და კეინსიანელობას. ჩვენთვის ორივე მოდელის განხილვაა საინტერესო მთლიანად ფინანსური სისტემის სახელმწიფო რეგულირების თვალსაზრისით.

მონეტარისტული კონცეფცია მიესალმება თავისუფალ არარეგულირებად ბაზარს
შეზღუდული სახელმწიფო ჩარევით ეკონომიკაში და ფულადი მასის ზრდის სტაბილური ტემპებით. **რესტრუქციული** (შემზღუდველი) **მონეტარიზმის პოლიტიკა** ეფუძნება სახელმწიფო დანახარჯების შემცირებას და გადასახადების გაზრდას. ასეთი პოლიტიკის მიზანია - მოსახლეობის მსყიდველობითი უნარის, ბიუჯეტის დეფიციტისა და ინფლაციის დონის შემცირება. ამის შედეგად, ყოველივე იწვევს ეკონომიკური ზრდის შენელებას. მოთხოვნის შემცირება იწვევს წარმოებული პროდუქციის გასაღების სირთულეებს და ზრდის ტემპების შემცირებას. საწარმოების მოთხოვნის შეკავება მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის გატარებით არ ჰქმნის პროდუქციის ნამატი წარმოების პირობებს, რომელსაც შეეძლია ფასების კლების უზრუნველყოფა. მოთხოვნის შეზღუდვის პოლიტიკა საზოგადოებაში ზრდის კონკურენციას, გაკოტრების შესაძლებლობას და სოციალურ დაძაბულობას.

მონეტარიზმის საპირისპიროა ბოლო ათწლეულებში აქტიურად გამოყენებადი
კეინსიანიზმის ფინანსური კონცეფცია. მას საფუძვლად უდევს ეკონომიკაში გატარებული ცვლილებების სახელმწიფო რეგულირებისა და სახელმწიფო მხარდაჭერის იდეა. კეინსიანელობა ეფუძნება ექსპანსიონისტურ ფინანსურ პოლიტიკას, რომელიც მოიცავს სახელმწიფო დანახარჯების გაფართოებას და

გადასახადების შემცირებას, ასევე ექსპანსიონისტურ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკას, რომელიც დაკავშირებულია ბრუნვაში მყოფი ფულადი მასის გაფართოებასთან.

სახელმწიფო დანახარჯების მატება ახდენს წარმოებისა და შესაბამისად ადამიანურ კაპიტალში ინვესტიციებისა და დაბანდებების ზრდას. გარდა ამისა, იზრდება მოსახლეობის მსყიდველობითი უნარი და ჯამური მოთხოვნა საქონელზე, სამუშაო ადგილებსა და მომსახურებაზე. მაღალი მსყიდველობითი უნარი მხოლოდ გარკვეული გარემოებების შესრულების პირობებში ზრდის საწარმოების კონკურენტუნარიანობას და პროდუქციის ხარისხს, ეს ორი პრობლემა კი დღეს ქართული ეკონომიკისთვის ყველაზე აქტუალურია.

ექსპანსიონისტური პოლიტიკა საჭიროებს ფასების მკაცრ კონტროლს, რადგან წარმოების დანახარჯებს გააჩნია ზრდის ტენდენცია. კონტროლი ასევე აუცილებელია ინფლაციის, საპროცენტო განაკვეთების და გადასახადების მატების რისკიდან გამომდინარე.

სახელმწიფო ხარჯების ზრდა შესაძლებელია საბიუჯეტო ასიგნებების გამოყენების ეფექტურობის არსებითი გაუმჯობესების ან საგადასახადო შემოდინებების ხარჯზე. საგადასახადო შემოდინებების მატება ხდება წარმოების გაფართოებისას, წარმოებული პროდუქციის მატების ტემპების ზრდისას. ამ შემთხვევაში არ არის აუცილებელი საგადასახადო განაკვეთების მომატება, რადგან დასაბეგრი ბაზა ავტომატურად ფართოვდება. დანახარჯების ზრდის ტემპი არ უნდა აღემატებოდეს შემოსავლების ზრდის ტემპს, და ამ თანაფარდობას ესაჭიროება სახელმწიფო კონტროლი. ასეთი პოლიტიკის რეალიზაციის მიზნით სახელმწიფოს უნდა გააჩნდეს ცენტრალიზებული საინვესტიციო დაბანდებების (მათ შორის ვენჩურული) გრძელვადიანი პროგრამები.

კეინსიანიზმი, ისევე როგორც მონეტარიზმი, წმინდა სახით საერთაშორისო საფინანსო პრაქტიკაში იშვითად გამოიყენება და იწვევს ბიუჯეტის დეფიციტის და ინფლაციის ზრდის საშიშროებას. ფინანსების სახელმწიფო რეგულირების ფორმის არჩევა განსაკუთრებით რთულია საქართველოს ეკონომიკაში სტრუქტურული ცვლილებების ჩატარებისას. ქართულ კერძო სექტორში საკმარისი დანაზოგების სიმწირე გულისხმობს იმას, რომ შეუძლებელია დაფინანსების სწრაფი გადანაცვლება სახელმწიფო წყაროებიდან საწარმოების საკუთარ სახსრებში. მსოფლიო გამოცდილების ბრმა კოპირებამ საქართველოს ეკონომიკის კონკრეტული თავისებურებების და მდგომარეობის გათვალიწინების გარეშე, ხელი შეუწყო კრიზისული პროცესების გამძაფრებას.

საქართველოს გადასვლა საბაზრო ეკონომიკაზე არ ნიშნავს მთლიანად უარის თქმას საბაზრო პროცესების სახელმწიფო რეგულირებაზე. განვითარებულ

საბაზრო ეკონომიკას უჭირს ნორმალური ფუნქციონირება სახელმწიფო რეგულირების გარეშე, შეუძლებელია საბაზრო მექანიზმის მსხვილი დარღვევების დროული და საწყისი დანახარჯების გარეშე ავტომატურად კომპენსირება საიმედო პროგნოზების და მათზე დაფუძნებული ანტიკრიზისული და სოციალურ-ეკონომიკური პროგრამების გარეშე.

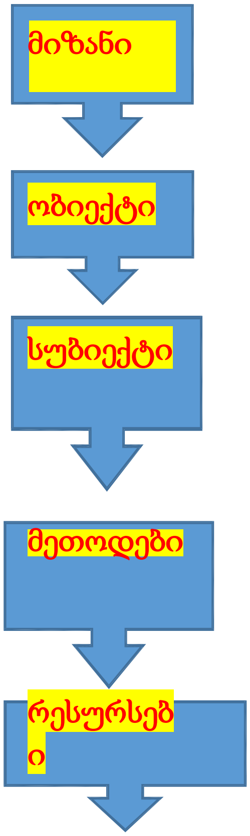
სახელმწიფო პოლიტიკის რეალიზება ვენჩურული დაფინანსების დარგში ხორციელდება სახელმწიფო რეგულირების მეშვეობით. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირება წარმოადგენს ვენჩურულ ბაზარზე სახელწიფოს ზემოქმედების ერთ-ერთ ფორმას, რომელიც მჟღავნდება მისი განხორციელების მასშტაბებითა და მიმართულია ინოვაციური ვენჩურული საწარმოების, ვენჩურული ინვესტორების ფუნქციონირების ეფექტურობის ამაღლებაზე საზოგადოებრივი პრიორიტეტების თვალსაზრისიდან გამომდინარე და ეკონომიკის სუბიექტების უშუალო ინტერესის გათვალისწინებით.

საქართველოს სახელმწიფო პოლიტიკა ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების დარგში უნდა ყალიბდებოდეს და ხორციელდებოდეს ინოვაციური საქმიანობის პრიორიტეტულობის აღიარებიდან გამომდინარე, ქართული პროდუქციის კონკურენტუნარიანობის ამაღლების, მდგრადი ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფის, მოსახლეობის ცხოვრების დონისა და ხარისხის ამაღლების, საქართველო ტექნოლოგიური, ეკონომიკური და ეკოლოგიური უსაფრთხოების უზრუნველყოფის მიზნით.

სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითად ინსტრუმენტებს უნდა წარმოადგენდნენ ეკონომიკური პროგნოზები, გრძელვადიანი გეგმები და მიზნობრივი პროგრამები. შეიძლება გამოყოფილი იყოს ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სახელმწიფო მიზნობრივი პროგრამის შემდეგი ელემენტები (დიაგრამა 12.1.1).

დიაგრამა 12.1.1.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სახელმწიფო სამიზნე პროგრამის ელემენტები



მიზანი – ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარებისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნა და ბაზრის მონაწილეებისთვის ეფექტიანი წესების დადგენა.

ობიექტი – ვენჩურული კაპიტალების ბაზარი *(პირობები, პროცესები, ურთიერთობები, რომლებიც ხდება ვენჩურული ბაზრის ფარგლებში).*

სუბიექტი – სახელმწიფო, რეგიონული და ადგილობრივი სახელისუფლებო ორგანოები.

მეთოდები – პირდაპირი *(სახელმწიფო ვენჩურული ორგანიზაციების სახით)* და არაპირდაპირი *(საგადასახადო შეღავათების, საბიუჯეტო სუბსიდი- რების, ღია ბაზარზე ოპერაციების რეგულირების სახით).*

რესურსები – საკადრო, ფინანსური, ინფორმაციულ, მატერიალური, ადმინისტრა- ციული, საწარმოო, ბუნებრივი

წყარო: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 132]

საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ეფექტური ჩამოყალიბება შესაძლებელია მხოლოდ განვითარებული ფინანსური, ინოვაციური და სპეციალიზებული ვენჩურული ინფრასტრუქტურის არსებობის, ქართული საწარმოების მაღალი ინოვაციური აქტიურობის, ვენჩურულ საქმიანობაში მაღალკვალიფიციური სპეციალისტების, თავისუფალი კაპიტალის საკმარისი მოცულობის არსებობის პირობებში.

აქედან გამომდინარე, აუცილებელი ხდება ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის
სახელმწიფო რეგულირება, მისი განვითარების ხელსაყრელი პირობების შექმნა და ბაზრის მონაწილეებისთვის ეფექტური წესების ჩამოყალიბება.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითად მიზნებად შეიძლება გამოვყოთ:

- ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ინფრასტრუქტურის ფორმირება და განვითარება;
- მეცნიერების, განათლების, წარმოების და საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტების (ბანკები, მიკროაფინანსო ორგანიზაციები და სხვა) თანამშრომლობის გაღრმავება, მათი უზრუნველყოფა ვენჩურული და ინოვაციური საქმიანობის სფეროს განვითარებისათვის საჭირო ცოდნით;
- სახელმწიფო ინოვაციური პოლიტიკის პრიორიტეტების განსაზღვრა და რეალიზაცია;
- ეკონომიკაში პროგრესული სტრუქტურული ცვლილებების შემუშავება- განხორციელება;

ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე სახელმწიფო ზემოქმედების ობიექტებს უნდა წარმოადგენდნენ ისეთი პირობები, პროცესები და ურთიერთობები, რომელთა ფუნქციონირებას საქართველოში მოქმედი საბაზრო მექანიზმი არასაკმარისად ან სრულიად ვერ უზრუნველყოფს.

ხასიათის მიხედვით ვენჩურული პროცესების სახელმწიფო რეგულირება შეიძლება იყოს

- პირდაპირი;
- ადმინისტრაციულ-სამართლებრივი საქმიანობის სახით *(სახელმწიფო ვენჩურული ინვესტიციები,* სახელმწიფო მეწარმეობა მეცნიერების და სამეცნიერო მომსახურების დარგში და ა.შ.);
- ირიბი. მისი რეალიზება ხდება ღირებულებითი ურთიერთობების მექანიზმით ეკონომიკურად მიზანშეწონილი საქმიანობის ფორმირების და წახალისების გზით *(საგადასახადო დათმობები და შეღავათები, საბიუჯეტო სუბსიდირება, ოპერაციების რეგულირება ღია ბაზარზე და ა.შ.)*

წყარო: *[illegible]. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 139]

ვენჩურული საქმიანობის სახელმწიფო მხარდაჭერა შეიძლება ხორციელდებოდეს შემდეგი ფორმებით:

- ინოვაციურ და ვენჩურულ საქმიანობასთან დაკავშირებული სამეცნიერო- კვლევითი და ტექნოლოგიური სამუშაოების დაფინანსება;
- ვენჩურული საქმიანობის, ასევე ვენჩურული საქმიანობის ინფრასტრუქტურისსუბიექტების საქმიანობის უზრუნველმყოფი პროგრამების, პროექტებისა და ღონისძიებების დაფინანსება;
- ვენჩურული საქმიანობის ინფრასტრუქტურის სუბიექტების ჩამოყალიბებისა და განვითარების დაფინანსება;
- ცალკეული პროგრამების და პროექტების რეალიზებაზე სუბსიდიების გაცემა;

ვენჩურული საქმიანობის და ვენჩურული საქმიანობის ინფრასტრუქტურის სუბიექტებისთვის შეღავათების შემუშავება და გაცემა გადასახადებში, საბაჟო ტარიფებში, სახელმწიფო ბიუჯეტში, ქვეყნის სუბიექტების ბიუჯეტებში, რეგიონულ და მუნიციპალურ ბიუჯეტებში, სხვა მოსაკრებლებსა და გადახდებში საქართველოს კანონმდებლობის შესაბამისად;

- ვენჩურული საქმიანობისთვის კადრების მომზადების, გადამზადების და კვალიფიკაციის ამაღლების.

საქართველოს ვენჩურული ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების ფუნქციები უნდა მოიცავდეს:

1) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სფეროში საკანონმდებლო აქტების პროექტების შემუშავებას, მათ შორის ისეთების, რომლებიც აარიდებენ ამ ბაზარს სხვა სახელმწიფო რეგულირების შესაძლო ნეგატიურ ზეგავლენას;

2) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეების ლიცენზირებას, სპეციალისტების ატესტაციას, ვენჩურული ინვესტიციების ბაზარზე კანონმდებლობის დაცვის კონტროლს და დამნაშავეთა მიმართ სანქციების გამოყენებას;

3) ვენჩურული კაპიტალის საქმიანობისთვის სტიმულების შექმნას, სახელმწიფო რესურსების კონცენტრაციასა და გადანაწილებას, ვენჩურული ბაზრის ინფრასტრუქტურის დაჩქარებულ განვითარება;

4) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის საკითხებში მოსახლეობის გათვითცნობიერებას, ამ დარგის სპეციალისტების და მენეჯერების განთლების და კვალიფიკაციის ამაღლების სისტემის შექმნას;

5) ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის მდგომარეობის და მისი მონაწილეების საქმიანობის ძირითადი ფინანსურ-ეკონომიკური მაჩვენებლების შესახებ ინფორმაციის მიწოდების სისტემის ჩამოყალიბებას.

წყარო: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 140]

აღნიშნული ფუნქციების ეფექტური რეალიზაცია მოგვცემს საშუალებას, გავზარდოთ კონკურენცია ბაზარზე, მოვახდინოთ კაპიტალის კონცენტრირება ინოვაციურ მიმართულებებში, გავზარდოთ უცხოელი ინვესტორების ნდობა საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის მიმართ.

დღეს საქართველოს ეკონომიკის მდგომარეობა უფრო სტაბილურია, თუმცა დღემდე რჩება რამდენიმე მძაფრი ეკონომიკური პრობლემა, რაც საჭიროებს სახელმწიფოს საინვესტიციო პოლიტიკის გადაუდებელ გააქტიურებას, პირველ რიგში სამეწარმეო და საინვესტიციო კლიმატის გაუმჯობესებას. საქართველოს წინაშე არსებული მნიშვნელოვანი ეკონომიკური პრობლემები გარკვეულწილადაა დაკავშირებული გამართული ვენჩურული ინფრასტრუქტურის არარსებობასთან და მეწარმეების ჯერ კიდევ დაბალ საინვესტიციო კულტურასთან. ბევრი უცხოელი და ქართველი ექსპერტის აზრით ცივილური ვენჩურული ინდუსტრიის გარეშე რთული იქნება საქართველოში საბაზრო ეკონომიკის სტაბილური განვითარება.

ნათელია, რომ მრეწველობის და მომსახურების სფეროს შემდგომი მდგრადი განვითარება შეუძლებელია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების გარეშე, რომელიც მოიცავს აქტიური ვენჩურული დაფინანსებით დაკავებული ვენჩურული ფონდების, ვენჩურული კაპიტალისტების თანამეგობრობას და მსხვილი კომპანიების განშტოებულ ქსელს.

უნდა ჩაერიოს თუ არა სახელმწიფო აქტიურად ვენჩურული ინვესტირების პროცესებში? პასუხი ამ კითხვაზე კვლავ სადისკუსიოა. უნდა აღინიშნოს, რომ გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შექმნის და განვითარებისათვის პირველ ეტაპზე, შესაძლებლად მიგვაჩნია სახელმწიფოს დახმარების გაწევა. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ სახელმწიფო ვენჩურული ინვესტიციები შეიძლება განკუთვნილი იყოს ეკონომიკის იმ პრიორიტეტული ფუნქციონირებადი ინოვაციური საწარმოებისა და დარგების დაფინანსებისთვის, რომლებიც უზრუნველყოფენ სახელმწიფო უსაფრთხოებას. გარდა ამისა, სახელმწიფო ვენჩურული დაფინანსება გარდამავალი ეკონომიკის პირობებში შეიძლება განკუთვნილი იყოს განვითარების განსაკუთრებით სარისკო სტადიებზე მყოფი საწარმოების დაფინანსებისთვის.

ამასთან ერთად, **ძირითადი ყურადღება,** ჩვენი თვალსაზრისით, **კონცენტრირებული უნდა იყოს** არა შეკითხვაზე - უნდა ეხმარებოდეს თუ არა სახელმწიფო ვენჩურული პროცესს ფულადი სახსრებით, არამედ კითხვაზე - **როგორ განხორციელდეს ეს დახმარება მაქსიმალურად ეფექტურად**.

წყარო: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 141]

საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის განვითარებული ბაზრის შექმნა მოგვცემს

საშუალებას, გავზარდოთ უცხოური ვენჩურული კომპანიების და ფონდების საინვესტიციო აქტიურობა, რომლებიც ჯერ კიდევ ნაკლებად თანამშრომლობენ ქართულ კომპანიებთან და ასევე შევამციროთ საზღვარგარეთ ინტელექტუალური საკუთრების გადინება.

ხაზი უნდა გაესვას იმ გარემოებას, რომ საერთაშორისო პრაქტიკიდან გამომდინარე, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებასა და განვითარებაზე ორიენტირებული **სახელმწიფოს საინვესტიციო პროგრამები იყოფა ორ დიდ ჯგუფად:**

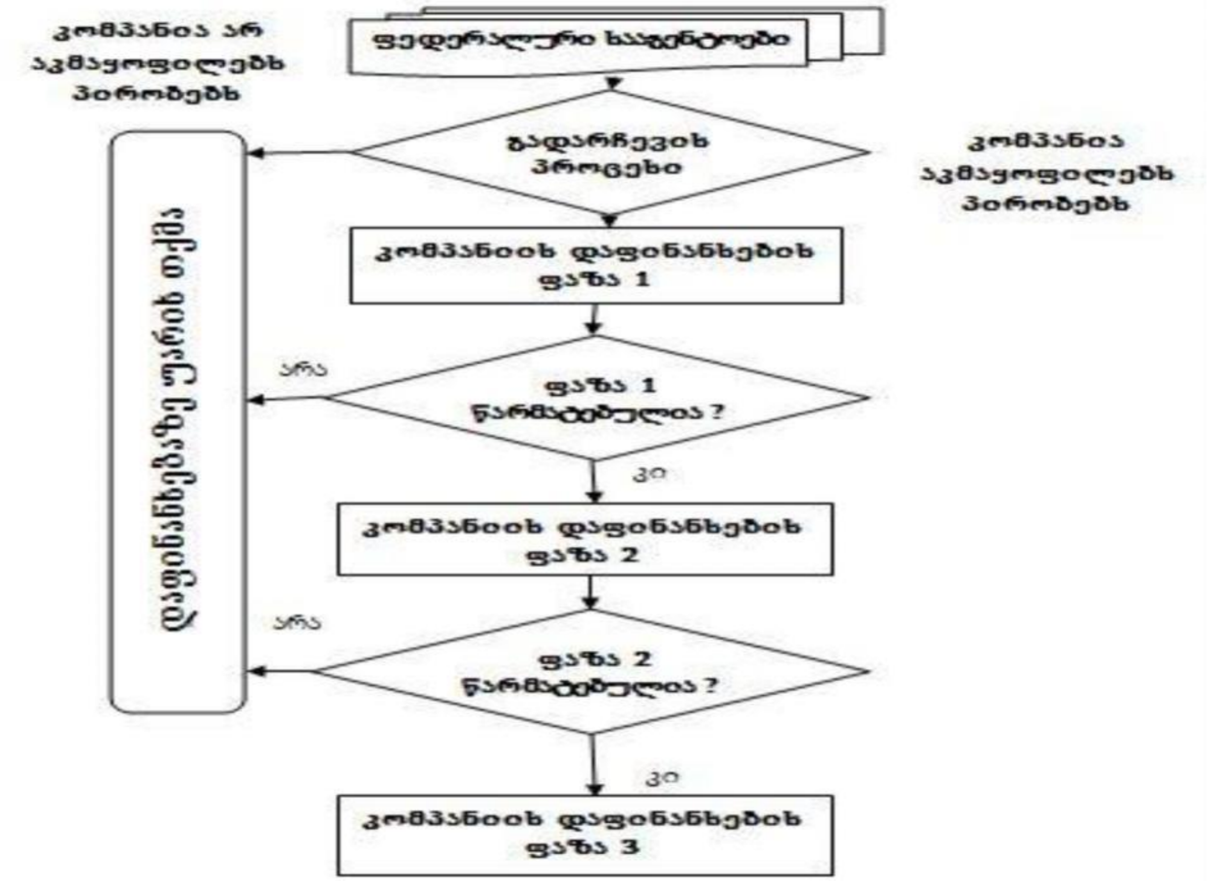
1. <u>პირდაპირი სახელმწიფო ინვესტიციები ინოვაციურ კომპანიებში</u> (მაგალითად, მცირე ტექნოლოგიური ბიზნესის ფინანსური მხარდაჭერის ამერიკის სახელმწიფო პროგრამა - **SBIR** (Small Business Innovation Research));
2. <u>სახელმწიფო ინვესტიციები კერძო ფონდებში.</u> აქ აუცილებლად უნდა გამოვყოთ პროგრამის ორი ქვეტიპი:
   - სახელმწიფო ინვესტიციები კერძო ეროვნულ ფონდებში (მაგალითად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ებრაული პროგრამა - Yozma);
   - სახელმწიფო ინვესტიციები კერძო უცხოურ ფონდებში (მაგალითად, ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სინგაპურის სახელმწიფო პროგრამა - SEDB (Singapore Economic Development Board)).

I. პროგრამების პირველ სახეობას წარმოადგენს ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების **ამერიკული სახელმწიფო პროგრამა SBIR**, რომელიც 1982 წელს ჩამოყალიბდა, რომლის ფუნქციონირების მექანიზმი ნაჩვენებია ნახაზზე 12.1.2.

წყარო: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 142]

ნახაზი 12.1.2.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ამერიკული სახელმწიფო პროგრამის - SBIR-ის ალგორითმი



წყარო: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 143]

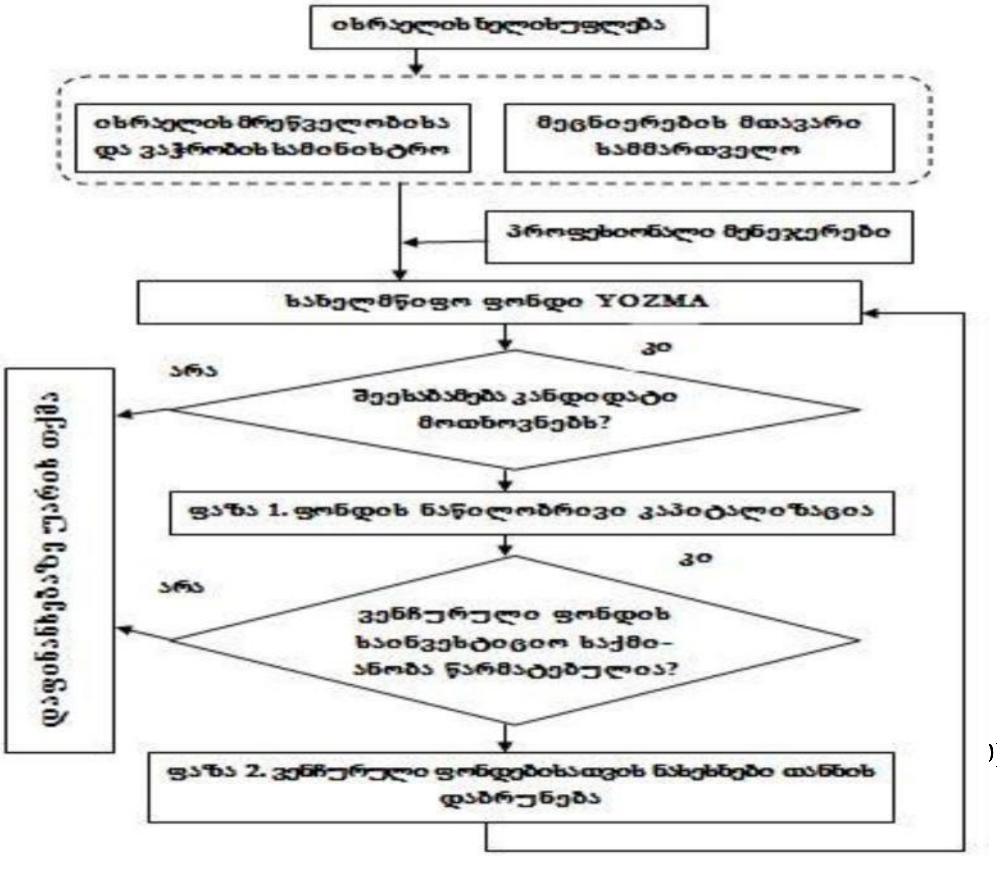
პროგრამის ძირითად მიზნებს შორის დასახელდა: კვლევების და სამეცნიერო სამუშაოების სახელმწიფო საჭიროების დაკმაყოფილება, მოსახლეობის დასაქმების ზრდა, ინოვაციურ საქმიანობაში სოციალურად დაუცველი პირების ჩართვა, ასევე კომერცირებული ინოვაციათა რიცხვის მატება. პრეტენდენტი კომპანიების მიმართ წარდგენილი მოთხოვნების რიცხვიდან შეგვიძლია გამოვყოთ შემდეგი: აქციების 51%-ზე მეტი უნდა ეკუთვნოდეს ამერიკის მოქალაქეს, კომპანიაში თანამშრომელთა რიცხვი არ უნდა აღემატებოდეს 500-ს, კომპანიის ნაწილობრივი თვითდაფინანსების საშუალება.

ამ პროგრამის ფარგლებში შეიქმნა ათი ფედერალური სააგენტო, რომლებიც ვალდებულნი არიან თავისი ბიუჯეტის 2.5% გამოყონ ინოვაციური საწარმოების დაფინანსებაზე, რომლებიც ახორციელებენ თავიანთ კვლევებსა და სამეცნიერო სამუშაოებს სააგენტოსთვის აქტუალური მიმართულებებით. შესაბამისად SBIR-ის ფარგლებში სხვადასხვა უწყებები უანგაროდ აფინანსებენ კომერციული სამეცნიერო სამუშაოების დაწყების სტადიას.

II. პროგრამების მეორე სახეობას წარმოადგენს ებრაული Yozma. Yozma (ებრაულიდან ნიშნავს „ინიციატივას“) ამოქმედდა 1993 წელს.

ნახაზი 12.1.3.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების ებრაული სახელმწიფო პროგრამის - Yozma-ს ალგორითმი



წყარო: *ა. ხვედ* ...)]

აღნიშნული პროგრამის საჭიროება განპირობებული იყო ქვეყანაში დაბალი ვენჩურული აქტიურობით. 1991 წლის ბოლოს ისრაელში ფუნქციონირებდა სულ ორი ვენჩურული ფონდი - Athena Venture Partners და Veritas Venture Partners. ყოველივე კი მიმდინარეობდა იმის ფონზე, რომ ტექნოლოგიური კომპანიების რიცხვი ისრაელში 1985 წლიდან 1992 წლამდე სამჯერ გაიზარდა. Yozma შეიქმნა ისრაელის მრეწველობისა და ვაჭრობის სამინისტროს, სამეცნიერო სამმართველოს ხელმძღვანელობით. Yozma-ს ოპერატიული მართვისთვის დაინიშნენ პროფესიონალი ვენჩურული ფინანსისტები ტექნოლოგიურ მრეწველობაში სამუშაო გამოცდილებით, რომლებიც ექვემდებარებოდნენ სახელმწიფოს წარმომადგენლებისგან შემდგარ დირექტორთა საბჭოს. პროექტის ხელმძღვანელად დაინიშნა იიგალ ერლიხი (Yigal Erlich), რომელიც ამ დანიშვნამდე მთავარი სამეცნიერო სამმართველოს უფროსი და მრეწველობისა და ვაჭრობის სამინისტროს მთავარი მეცნიერ-სპეციალისტი იყო.

Yozma-ს შინაარსი შემდეგში მდგომარეობდა. სახელმწიფო პროგრამის სახსრები

გამოყენებულ იქნა ათი სხვადასხვა ვენჩურული ფონდის კაპიტალიზაციისათვის, რომელთაგან თითოეულის კაპიტალი შეადგენდა 20 მლნ დოლარს. ფონდების მიმართ წაყენებული იყო მოთხოვნა: ერთი ებრაელი და ერთი ამერიკელი ან ევროპელი პარტნიორის ყოფნაზე. უცხოელი პარტნიორები ვალდებულნი იყვნენ, ისრაელელი კოლეგებისთვის ესწავლებინათ ინვესტირების, კომპანიების განვითარების და ფონდის საქმიანობის წარმართვის დინამიკა და პრინციპები. სანაცვლოდ იგი Yozma-გან იღებდა 8 მლნ დოლარს *(დანარჩენი 12 მლნ. პარტნიორებს ერთობლივად უნდა განეკარგათ)* და ფონდის გაკოტრების შემთხვევაში მათ არ ჰქონდათ ამ თანხის დაბრუნების ვალდებულება. წარმატების შემთხევაში პარტნიორებს შეეძლოთ სახელმწიფოს წილის შესყიდვა შეღავათიანი პირობებით, პლუს სიმბოლური საპროცენტო განაკვეთი (ან წილის მოგების 1%). შესაბამისად შემოსავლის 90%-ზე მეტი ხვდებოდა პროგრამის კერძო მონაწილეებს.

სახელმწიფო პროგრამა Yozma წარმატებული იყო. ერთი წლის განმავლობაში მოხდა ათივე ფონდის ფორმირება უცხოელ პარტნიორებთან, წმინდა პირდაპირი ინვესტიციების ჯამმა შეადგინა 256 მლნ დოლარი (რომელთაგან 80 მლნ დაფინანსებული იყო Yozma-ს მიერ). შემდგომში, Yozma-ს შვილობილი ფონდების კაპიტალი გაიზარდა თითქმის 3 მლრდ დოლარამდე ახალი ინვესტორების და პორტფელური კომპანიების წარმატებულად გაყიდვის გზით, ხოლო ათიდან 8 ფონდი გამოისყიდეს კერძო თანადამფუძნებლებმა. ისრაელის სახელმწიფო სახსრების დროებითმა გამოყენებამ გამოიწვია 5 მლრდ დოლარი ინვესტიციის მოზიდვა (ორმოცდაათჯერ მეტი ვიდრე მთავრობის მიერ დროებით გამოყოფილი თანხა), ეს მხოლოდ პირდაპირი ეფექტის სახით;

ირიბად კი - 7 მლრდ დოლარამდე 7 წლის განმავლობაში [33.]. ქვეყანაში ტექნოლოგიური კომპანიების რიცხვმა ოთხი ათასს გადააჭარბა. ისრაელი წარმატებით ჩაერთო მსოფლიოს ტექნოლოგიურ ბიზნესში.

ასევე განვიხილოთ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების **სინგაპურის სახელმწიფო პროგრამის SEDB-ის მაგალითი**. 1980-ანი წლების ნახევრიდან დაწყებული სინგაპური ახორციელებდა ფინანსური სახსრების ინვესტირებას ე.წ. „სილიკონის ველის" ვენჩურულ ფონდებში. უცხოური ინვესტიციების ხარჯზე სინგაპურის მთავრობას გამოუჩნდა მჭიდრო კონტაქტები და 1990 წლების ბოლოს შეძლეს სინგაპურში ვენჩურული ინვესტიციების მოზიდვა. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების იმავე მოდელს იყენებს სამხრეთ კორეა. 1990-ანი წლების ბოლოს სამხრეთ კორეის ტექნოლოგიურმა ბანკმა და სამხრეთ კორეის განვითარების ბანკმა ჩამოაყალიბეს ტექნოლოგიური „ფონდების ფონდი" და მოპიებული სახსრები დააბანდეს ამერიკის ვენჩურულ კაპიტალის ფონდებში.

რამდენიმე ქვეყანა ახდენს ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო მხარდაჭერის ორივე მიდგომის შეხამებას. მსგავსი სინთეზის მკაფიო მაგალითს წარმოადგენს **ფინეთში მოქმედი სახელმწიფო პროგრამა SITRA** *(SITRA - ფინეთის პარლამენტის დაკვირვების ქვეშ არსებული დამოუკიდებელი სახელმწიფო ფონდი).* მის ფარგლებში თანაარსებობს როგორც ახალგაზრდა კომპანიების პირდაპირი დაფინანსება, ისე ტექნოლოგიური საწარმოების მხარდაჭერის რეგიონულ ფონდებში ფულის დაბანდება. SITRA-ს [31.] მიზნად დასახული აქვს ფინეთის ეკონომიკური განვითარების ხელშეწყობა კვლევების, ინოვაციური პროექტების, განათლების პროგრამების ორგანიზების და ვენჩურული კაპიტალის უზრუნველყოფის წახალისების გზით. იგი კომპანიებს აფინანსებს არა საგრანტო პრინციპით, არამედ ჩვეულებრივი ვენჩურული მეთოდით - აქციების წილის 15%-დან 40%-მდე, თანხების 200 ათასიდან 2 მლნ-მდე ევრო. სანაცვლოდ პროგრამის სამიზნე სეგმენტს წარმოადგენს განვითარების საწყის სტადიებზე არსებული ინოვაციური კომპანიები.

გარდა ფინანსური სახსრებისა, პროგრამა ითვალისწინებს კომპანიების მმართველობით მხარდაჭერას დირექტორთა საბჭოში მონაწილეობის მიღების გზით. პროგრამის ფარგლებში განხორციელებული ვენჩურული ინვესტიციების საშუალო ვადა შეადგენს 3-6 წელს. 2013 წლის ბოლოს SITRA-ს პორტფელში იყო დაახლოებით სამოცდაათი კომპანია და მრავალი თანამონაწილეობს ექვს რეგიონულ ფონდში, რომლებიც ძირითადად ემსახურებიან ფინეთის ადგილობრივ უნივერსიტეტებს.

ფინეთის გარდა, <u>ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის განვითარების სახელმწიფო</u>

პროგრამის შერწყმული ვარიანტს **შვედეთიც** იყენებს. ქვეყანაში არსებობს სამი სახელმწიფო ორგანიზაცია, რომელთა მიზანია მცირე ინოვაციური საწარმოს ფინანსური, მმართველობითი, საორგანიზაციო და სხვა მხარდაჭერა. ამ ორგანიზაციებიდან ერთ- ერთს წარმოადგენს Industrifonden - სამრეწველო განვითარების ეროვნული ფონდი, რომელიც მონაწილეობს ახალგაზრდა კომპანიების დაფინანსებაში მათი ნაწილობრივი აქციონირების გზით. ამ მიზნებზე შვედეთის მთავრობის მიერ გამოყოფილი იყო 4 მლნ შვედური კრონი. ფონდს არ აქვს უფლება, ჩაერიოს დაფინანსებული კომპანიის მართვაში. ცენტრის მიზანს წარმოადგენს კომპანიის განვითარების ჩანასახოვანი სტადიის დაფინანსება და ასევე მეცნიერების საგრანტო მხარდაჭერის განხორციელება. გარდა ამისა, შვედეთში ფუნქციონირებს Teknikbrostiftelserna (ტექნოლოგიების მხარდაჭერის და გავრცელების ფონდი), რომელიც ორიენტირებულია შვედური უნივერსიტეტების სტუდენტების და ლექტორების მიერ შექმნილი ორგანიზაციების დაფინანსებასა და ექსპერტულ მხარდაჭერაზე. ფონდს გააჩნია შვიდი ფილიალი, რომლებიც განთავსებულნი არიან ქვეყნის ყველაზე დიდი სამეცნიერო ცენტრების მახლობლად.

ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო
პროგრამების ანალიზმა აჩვენა, რომ „პირდაპირი ინვესტიციების“ პროგრამა ძირითადად დამახასიათებელია განვითარებული ქვეყნებისთვის, მაშინ როდესაც გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნები უფრო „საფონდო მექანიზმისკენ“ იხრება. ამ განსხვავებებს შემდეგი მიზეზები შეიძლება ჰქონდეს:

1) პირველ რიგში, გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებს ესაჭიროებათ ტექნოლოგიური და მმართველობითი გამოცდილება, რომელიც აუცილებელია საკუთარი ვენჩურული ბაზრის შექმნისას; გარდა ამისა, განვითარებად ქვეყნებს ესაჭიროებათ ახალი ტექნოლოგიების შემქმნელთა „კლუბში მიღება“. ასე მაგალითად, სინგაპურის მოდელის უპირატესობას წარმოადგენს სამთავრობო ჩინოვნიკებისთვის ვენჩურულ კომპანიებთან მუშაობის სწავლება, რის ხარჯზეც სინგაპურმა შემდგომში შეძლო ვენჩურული საქმიანობის საკუთარი სისტემის ჩამოყალიბება. Yozma-ც ასევე მიზნად ისახავს გამოცდილების და რეპუტაციის მქონე ვენჩურული კაპიტალისტების დიდი რაოდენობის მოზიდვას და შენარჩუნებას ისრაელში იმისათვის, რომ ადგილობრივმა დამწყებმა ვენჩურულმა კაპიტალისტებმა ისწავლონ საქმის სწორად წარმოება და დაამყარონ კავშირები.

2) მეორე, ვენჩურული ბაზრის სახელმწიფო მხარდაჭერის ამა თუ იმ ვარიანტის არჩევა დამოკიდებულია სახელმწიფო სისტემის საერთო სიმწიფეზე. საფონდო სისტემაში გადაწყვეტილების მიღებას ანდობენ კერძო სექტორს. ასე, კორეაში ჩატარდა ექსპერიმენტი პირდაპირ ტექნოლოგიური ინვესტიციებზე,

რომლებიც, ბოლოს და ბოლოს გადანაწილდა პოლიტიკური, და არა ტექნოლოგიური კრიტერიუმებით. ფინეთში კი - პირიქით, არ დგას სახელმწიფოს მმართველ ორგანოებში კორუფციის პრობლემა, ქვეყანა იკავებს ერთ-ერთ ბოლო ადგილს კორუფციის დონის მიხედვით;

3) მესამე, განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებიც კი, პირველ რიგში ხელმძღვანელობენ არა მოგების მიღებით, არამედ „საზოგადოებრივი სიკეთით“.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, საქართველოში ვენჩურულ ინდუსტრიასთან მონათესავე საბაზრო სტრუქტურების განვითარების თავისებურებების გათვალისწინებით, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ჩვენს ქვეყანაში მიზანშეწონილია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო პროგრამების შერწყმული ვარიანტის გამოყენება ანუ პირველ სტადიაზე ბანკების არსებული დაფინანსების, ხოლო შემდგომზე კი - რომელიმე არჩეული და ჩვენთვის ხელმისაწვდომი მოდელის მიხედვით დაფინანსებაზე გადასვლა.

ჩვენი ქვეყნისთვის ალბათ უმჯობესია კომპანიის განვითარების ჩანასახოვანი და

საწყისი სტადიის დაფინანსების ამერიკული ვარიანტის გამოყენება, სადაც გათვალისწინებულია ინოვაციური კომპანიების პირდაპირი დაფინანსება, ხოლო კომპანიის განვითარების უფრო გვიან სტადიებზე - ებრაული „საფონდო მექანიზმის“ გამოყენება, რომელიც ითვალისწინებს კერძო ვენჩურული ფონდების შექმნაში სახელმწიფოს მონაწილეობას.

გამოვყოფთ ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების **შერეული სახელმწიფო პროგრამის შემდეგ უპირატესობებს:**

ინოვაციური კომპანიების სახელმწიფოს მიერ პირდაპირი დაფინანსების ნაწილში. ახალგაზრდა ინოვაციური კომპანიების სამიზნე სახელმწიფო დაფინასების არსებობა საშუალებას მისცემს ქართველ მეცნიერებსა და გამომგონებლებს, ჩამოაყალიბონ საკუთარი ბიზნესი, სახელმწიფოს ფინანსური სახსრების გამოყენებით, სამეცნიერო- ტექნიკურ სფეროში სახელმწიფოს დაკვეთების შესრულებით. გარდა ამისა, განვითარების ადრეულ სტადიებზე მყოფი ინოვაციური კომპანიების დაფინანსების დარგში სახელმწიფოს წარმომადგენლობის აუცილებლობა აიხსნება მასში კერძო ინვესტორების სიმწირით მაღალი საინვესტიციო რისკის გამო. აქედან გამომდინარე, ასევე აუცილებელია გავითვალისწინოთ, რომ საქართველო მიზნად ისახავს ინოვაციურ ეკონომიკაზე გადასვლას. ამიტომ, ვენჩურული კაპიტალის ბაზარზე

სახელმწიფოს მმართველობითი ორგანოების წარმომადგენლობა სტრატეგიულად მნიშვნელოვანია.

სახელმწიფო მონაწილეობს „საფონდო მექანიზმზე“ დაფუძნებული პროგრამის ნაწილში. ვენჩურული „ფონდების“ ჩამოყალიბებასა და კერძო ვენჩურული ფონდების შექმნაში სახელმწიფოს მონაწილეობა იძლევა მათი რიცხვის მნიშვნელოვნად გაზრდის საშუალებას. გარდა ამისა, გაზრდის უცხოელი ინვესტორების ნდობას ქართული ეკონომიკისადმი და კერძოდ ვენჩურული ინვესტიციების ბაზრისადმი. დაფინანსების ებრაული გამოცდილების გამოყენება ქართველ ინვესტორებს იმის საშუალებას მისცემს, რომ აითვისონ ვენჩურული ინვესტირების, კომპანიის განვითრების, ფონდის საქმეების წარმართვის მეთოდიკა და პრინციპები. სახელმწიფო ვენჩურული პროგრამის მთავარ მიზნად უნდა იქცეს არა მოგების მიღება, არამედ ვენჩურული ბაზრის განვითარება, მასთან ფინანსური რისკის გაყოფა, ვენჩურული კაპიტალისტებისათვის ფინანსური ბერკეტის შეთავაზება ვენჩურული კაპიტალის საერთაშორისო ბაზარზე მოხვედრის შესაძლებლობის სანაცვლოდ.

საქართველოში ვენჩურული ბაზრის სერიოზულ პრობლემას წარმოადგენს
ნორმატიულ - სამართლებრივი ბაზის სისუსტე, რომელიც მოახდენდა ვენჩურული

კაპიტალის სპეციფიური საქმიანობის რეგლამენტირებას და გაითვალისწინებდა მისი სახელმწიფო მხარდაჭერის ზომებს. დღეს ვენჩურული ფონდების და კომპანიების საქმიანობის რეგლამენტირების უზრუნველმყოფელი ნორმატიული აქტების შემუშავება იმყოფება საწყის სტადიაზე.

საქართველოში ვენჩურულ ინდუსტრიასთან მონათესავე საბაზრო
სტრუქტურების, მაგალითად ბანკების განვითარების თავისებურებების გათვალისწინებით, აუცილებელია ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო პროგრამების შერწყმული ვარიანტის გამოყენება, ისტორიული გამოცდილებისა და საქართველოს ეკონომიკური ურთიერთობების ობიექტურად დამკვიდრებული სტრუქტურის გათვალისწინებით. სახელმწიფო ვენჩურული პროგრამის ფარგლებში, გარდა ფინანსური მხარდაჭერისა, გათვალისწინებული უნდა იყოს საგადასახადო შეღავათები, სამომხმარებლო დოტაციები და ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირების სხვა ზომები.

12.2. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირებისა და შემდგომი განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებები

საქართველოს განვითარების ინოვაციურ გზაზე გადასვლა შეიძლება განხორციელდეს მხოლოდ ინოვაციური და ვენჩურული საქმიანობის აქტივიზაციის პირობებში. ამისათვის საჭიროა ვენჩურული კაპიტალის ფორმირების მექანიზმების არსებობა. თავის მხრივ, ეს მითხოვს ისეთი კაპიტალის არსებობას, რომლის ინვესტირება ინოვაციებში მოხდება მოკლე და გრძელვადიანი პერსპექტივით. დღეს საქართველოში შექმნილია პირობები მხოლოდ მოკლევადიანი კაპიტალის, ანუ „მოკლე ფულის" მოზიდვისთვის. მის „დასაგრძელებლად" საჭიროა სახელმწიფოს ძალისხმევა, რადგან საშუალო და, განსაკუთრებით, გრძელვადიანი კაპიტალის მოზიდვისთვის საჭირო პირობები „უხილავი ხელით" არ შეიქმნება, რაც არ უნდა დახვეწილი იყოს ბაზარი. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ქვეყანა საჭიროებს გააზრებულ, მეცნიერულად დასაბუთებულ ვენჩურულ პოლიტიკას. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და განვითარების სახელმწიფო პოლიტიკის ძირითად ელემენტებად საქართველოში უნდა იქცეს:

- ვენჩურული ინვესტირების შიდა წყაროების მობილიზების და აკუმულაციის ფორმებისა და მეთოდების შემუშავება;
- უცხოური ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვის ფორმებისა და მეთოდების შემუშავება;
- მოზიდული ვენჩურული კაპიტალის განაწილების პრინციპებისა და მეთოდების შემუშავება;
- ვენჩურული პოლიტიკის კავშირი სტრუქტურულ პოლიტიკასთან;
- ვენჩურული პოლიტიკის კავშირი საინვესტიციო პოლიტიკასთან;
- ვენჩურული პოლიტიკის კავშირი ქვეყანაში საბაზრო ინფრასტრუქტურის განვითარებასთან;
- ვენჩურული ინვესტიციების კავშირი სტრატეგიულ ინვესტიციებთან.

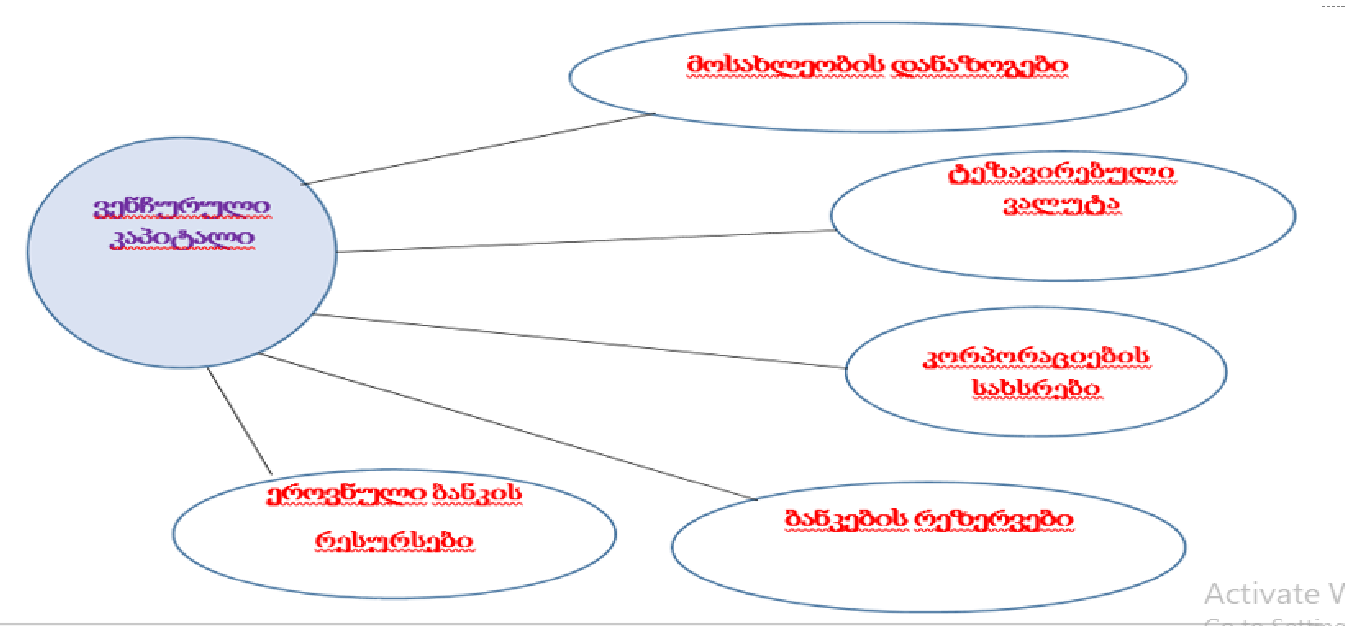
ამასთან, აუცილებელია ვისაუბროთ არა ქვეყანაში კაპიტალის სიმწირეზე, არამედ მის რაციონალურ გამოყენებაზე, ქვეყნიდან გადინებაზე, მოსახლეობის მიერ ვალუტის ტეზავრაციაზე (ვალუტის მარაგების შექმნა, ვალუტის ბრუნვიდან ამოღება). ინვესტიციების მსხვილ პოტენციურ შიდა წყაროებს წარმოადგენს მოსახლეობის დანაზოგები, რომლებიც უკვე რამოდენიმე მილიარდს აღწევენ. ასევე მოსახლეობის მიერ ტეზავრირებული ვალუტა, კორპორაციების საკუთარი სახსრები, ბანკების რეზერვები, ცენტრალური ბანკის რეზერვები (ნახაზი 12.2.1.). თუ გავითვალისწინებთ, რომ ყველა ჩამოთვლილი კომპონენტი ძირითადად

საბანკო კაპიტალის შემადგენელი ნაწილია, შეიძლება საუბარი იმაზე, რომ ვენჩურული კაპიტალის დაფინანსების შიდა წყაროები

საბანკო სახსრებს წარნოადგენენ.

ნახაზი 12.2.1

საფინანსო სისტემით არასაკმარისად მოცული ვენჩურული კაპიტალის შიდა წყაროების შემადგენლობა



წყარო: **წყარო**: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 149]

უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ფართო მოზიდვა შესაძლებელია მხოლოდ ვენჩურული კაპიტალის შიდა წყაროების მობილიზაციის ფონზე და ხელსაყრელი საინვესტიციო გარემოს შექმნის პირობით. განვიხილოთ ვენჩურული კაპიტალის შიდა წყაროების აკუმულაცია და ინვესტირება.

აღნიშნული საქმიანობა ქვეყნაში მეტწილად წარმოადგენს მოქალაქეების ან საწარმოების კერძო ინიციატივას, და გამოწვეულია საკუთარი კონკურენტუნარიანობის ამაღლების აუცილებლობით. სამეცნიერო კვლევების სახელმწიფო დაფინანსება ხუთჯერ შემცირდა ბოლო 10 წლის განმავლობაში. შედეგად სამეცნიერო-ინოვაციურ საქმიანობაზე გაწეული დანახარჯების მიხედვით საქართველო აღმოჩნდა მცირე სამეცნიერო პოტენციალის მქონე ქვეყნების ჯგუფში. ამდენად, დღეს აუცილებელია სპეციალიზებული საინვესტიციო მექანიზმის შექმნა, რომელიც შესაძლებელს გახდის მოკლე და გრძელვადიანი დანაზოგების მობილიზებას და მათ მიმართვას ინოვაციების ინვესტირებაზე. საქართველოში მოქმედებს რამდენიმე ორგანიზაცია, რომელიც იწყებს საქმიანობას ამ სპეცალიზებულ სფეროში. მაგრამ, მიუხედავად იმისა, რომ

სახელმწიფო მხარდაჭერა მძლავრი ინსტრუმენტია წარმატების მისაღწევად, ვენჩურული ინვესტირებისთვის საბანკო სახსრების მობილიზება უმთავრეს წყაროდ შეიძლება იქცეს. მათი ფორმირება შესაძლებელია შემდეგი ინსტრუმენტების გამოყენებით:

- მოკლე და გრძელვადიანი რესურსების მობილიზების სპეციფიური ინსტრუმენტები;
- მოსახლეობის და საწარმოების ინოვაციურ საქმიანობაში მოკლე და გრძელვადიანი ინვესტირების სპეციფიური და დინამიურად განვითარებადი მექანიზმების (დაბანდებები სააქციო კაპიტალში, საფონდო ოპერაციებში, ქონების ლიზინგში) ჩართულობა;
- მოკლე და გრძელვადიანი ინვესტირების სპეციფიური და დინამიური ინსტრუმენტების სახსრების გამოყენებაზე ფინანსური აუდიტის სპეციფიური მექანიზმი;
- ინოვაციური საქმიანობის განვითარებისთვის „ადამიანური კაპიტალის" ინვესტირების სპეციფიური მექანიზმი;
- ინსტიტუციური პრივილეგიების სისტემა, რომელიც უზრუნველყოფს მომავალი რეგიონული ვენჩურული ფონდების ზემოაღნიშნული ამოცანების განხორციელებას.

რეგიონულ და მუნიციპალურ ვენჩურულ ფონდებს შეუძლიათ მოკლე და გრძელვადიანი კაპიტალის მობილიზება შემდეგი გზებით:

1. ინოვაციების ვენჩურული დაფინანსებისთვის საბიუჯეტო და საბანკო სახსრების ერთობლივი მიზნობრივი გამოყენება;
2. რეგიონული ვენჩურული ფონდის აქტივებში კომერციული ბანკების საქველმოქმედო რეზერვების მობილიზება, რისთვისაც საჭიროა:
   - აღნიშნული განთავსების სახელწმიფო გარანტიები და
   - განთავსებულ შემოსავლებზე საგადასახდო შეღავათები;
3. მოსახლეობის დანაზოგების მობილიზება რეგიონული ვენჩურული ფონდის ობლიგაციების განთავსების გზით;
4. საქართველოს ეროვნული ბანკის სავალუტო რეზერვების ნაწილის განთავსების შესაძლებლობის განხილვა ვენჩურული ფონდის ობლიგაციებში;
5. კორპორატიული ტიპის მსხვილი სტრუქტურების (კორპორაციების) საკუთარი დაზოგილი სახსრების მობილიზაცია უფრო დაბალი საგადასახადო განაკვეთების გამოყენების, დამატებითი საგადასახადო შეღავათების შემოღების, კორპორატიული ინოვაციური საქმიანობის სამეცნიერო მხარდაჭერის უზრუნველყოფის გზით.

რეგიონული ვენჩურული ფონდის ფინანსური აუდიტის უზრუნველყოფა აუცილებელია იმისათვის, რომ საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა სწორად

აისახებოდეს ბუღალტრულ აღრიცხვაში და საწარმომ შეძლოს პროდუქციის თვითღირებულებაში სამეცნიერო-კვლევით და ტექნოლოგიურ სამუშაოებზე, შიდა ინვესტიციებზე და სხვ. გაწეული დანახარჯების შეყვანა, რაც გაზრდის ინვესტორების ნდობას იმ კომპანიების მიმართ, რომლებითაც ისინი დაინეტერესებულნი არიან.

რეგიონული ვენჩურული ფონდების საქმიანობა უნდა ვითარდებოდეს განსაზღვრული სქემის თანახმად, ინოვაციურ-საინვესტიციო საქმიანობის ხელსაყრელი პირობების განვითარების და სტაბილიზაციის ზომებიდან გამომდინარე. გარდა ამისა, აუცილებელად მიგვაჩნია დიფერენცირებული მიდგომა ინოვაციური კომპანიების დაფინანსებისადმი. დიფერენციაციის კრიტერიუმებად კი, უნდა იქცეს: საწარმოს ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმა, მისი განვითარების ეტაპი, საქმიანობის სფერო და ა.შ.

დაფინანსების პრიორიტეტულ მიმართულებებად უნდა იქცნენ კერძო საკუთრების ფორმის საწარმოები, რომლებიც იმყოფებიან განვითარების ადრეულ სტადიაზე და ფუნქციონირებენ სახელმწიფოსთვის პრიორიტეტულ ეკონომიკის სფეროებში. გამომდინარე იქიდან, რომ რეგიონული ვენჩურული ფონდი ძირითად მიზნად უნდა ისახავდეს ქვეყანაში ინოვაციური საქმიანობის აქტივიზება, კომპანიის განვითარების უფრო გვიან სტადიებზე (დაწყებული გაფართოების სტადიიდან) მიზანშეწონილი იქნებოდა კომპანიის დაფინანსების ინიციატივის კერძო ინვესტორებისთვის გადაცემის განხორციელება. ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის რეგულირების ორგანიზების მექანიზმი საქართველოში შემოთავაზებულია ნახაზზე 12.2.2. , სადაც:

1. გადაწყვეტილების მიღება რეგიონული ვენჩურული ფონდის ჩამოყალიბების შესახებ;

2 საქართველოს ეროვნული ბანკის სავალუტო რეზერვების ნაწილის განთავსება ვენჩურული ფონდის ობლიგაციებში;

3 დასაფინანსებელი საწარმოების (ფონდების) ინტერესების წარდგენა სახელწმიფოს ორგანოებში, მასობრივი ინფორმაციის საშუალებებში, ფინანსურ და სამრეწველო წრეებში;

4 საქართველოს ვენჩურული ფონდის საქმიანობის ინფორმაციული უზრუნველყოფა;

5 კორპორატიული ტიპის მსხვილი სტრუქტურების (კორპორაციების) საკუთარი დაზოგილი სახსრების, საწარმოების, ორგანიზაციების, კომერციული ბანკების ნებაყოფლობითი რეზერვების, ასევე მოსახლეობის დანაზოგების მობილიზაცია რეგიონული ვენჩურული ფონდის აქტივებში;

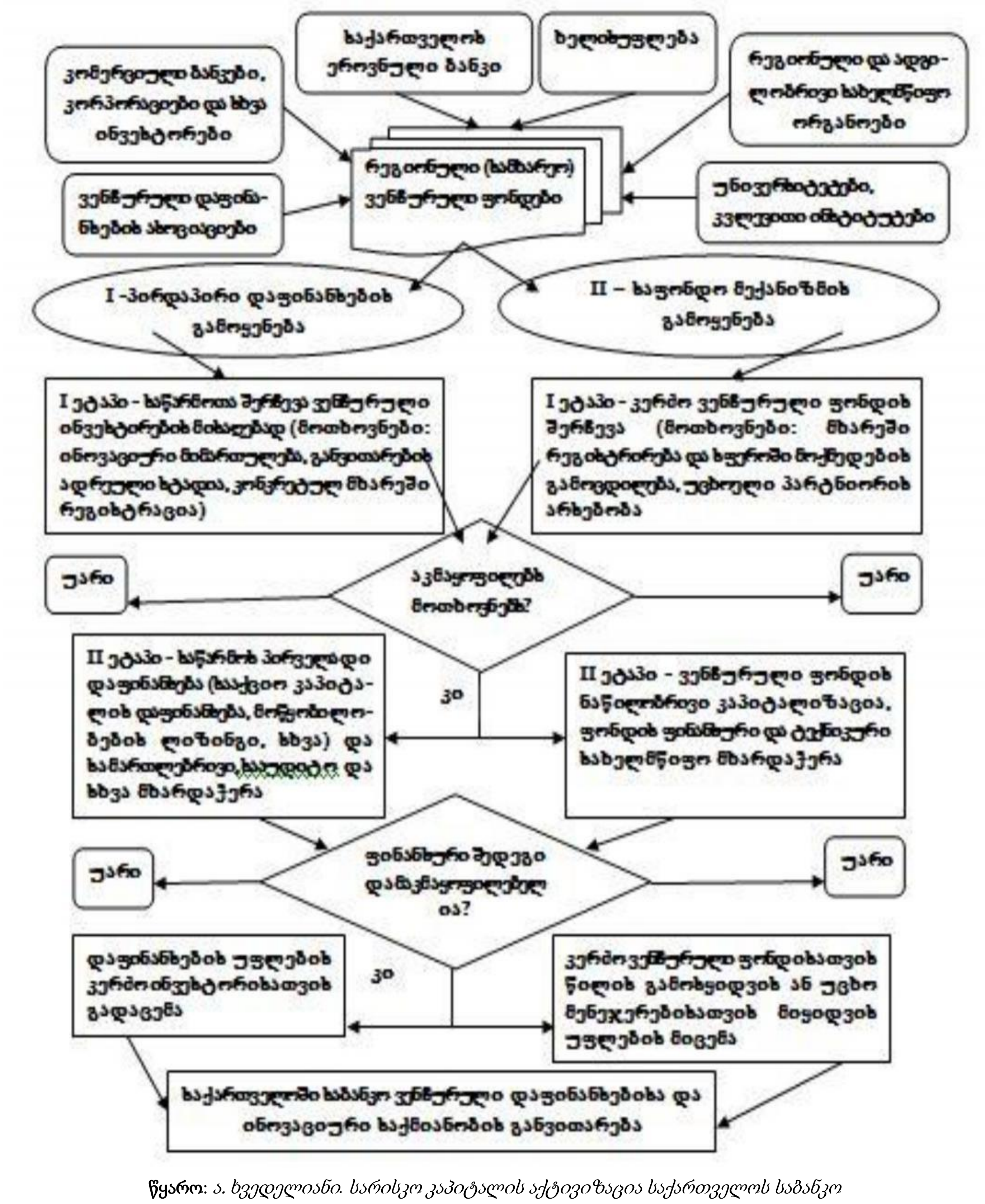
6 ვენჩურული დაფინანსების ობიექტებისათვის ადამიანური კაპიტალის, ანუ სპეციალისტების, კონსულტანტების და მეცნიერების მიწოდება, კვლევების ჩატარება, პროდუქტის დახვეწაში მონაწილეობა და სხვა;

7 დასაფინანსებელი საწარმოების რეგიონული და მუნიციპალური დახმარება და მხარდაჭერა: ფართის გაქირავება შეღავათიან ტარიფებში, ინფორმაციული მხარდაჭერა, კომპანიის, ინოვაციური პროდუქტის რეპუტაციის და იმიჯის ამაღლების ხელშეწყობა და ა.შ.

გარდა ინოვაციური კომპანიის პირდაპირი ვენჩურული დაფინანსებისა, ვენჩურულ ფონდებს შეუძლიათ თავისი აქტივების ნაწილის დაბანდება საქართველოს ტერიტორიაზე საქმიანობის განმახორციელებელ კერძო ვენჩურულ ფონდებში მათი ნაწილობრივი კაპიტალიზაციის მიზნით. მოთხოვნები კაპიტალიზაციაზე პრეტენზიის მქონე კერძო ვენჩურული ფონდების მიმართ, შეიძლება იყოს შემდეგი:

- ვენჩურული ფონდის რეგისტრაცია და მისი საქმიანობის განხორციელება საქართველოში,
- ერთი ქართველი პარტნიორის არსებობა,
- ვენჩურული ფონდის უნარი, დამოუკიდებლად მოიძიოს საჭირო კაპიტალის 70%,
- წამყვანი მმართველი პერსონალის დადებითი „საკრედიტო ისტორია“ და სხვა.

ნახაზი 12.2.2. საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის სახელმწიფო რეგულირების ორგანიზების ალგორითმი



წყარო: *ა. ხვედელიანი. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში.* [11. 149]

ვენჩურულ ფონდებში (როგორც რეგიონული ისე კერძო) მოქალაქეების და იურიდიული პირების დანაზოგების ინვესტირების მიმზიდველობისთვის ნაწილობრივ შევამციროთ მოქალაქეებისთვის საშემოსავლო გადასახადი, რომლებმაც დააბანდეს სახსრები ვენჩურულ ფონდებში. აქედან გამომდინარე, ვენჩურული ფონდი ჩაატარებს შერეულ ვენჩურულ პოლიტიკას, არა მხოლოდ ინოვაციური საწარმოების პირდაპირი ვენჩურული დაფინანსების გამოყენებით, არამედ ინვესტირების „საფონდო მექანიზმის" მეშვეობითაც.

მოკლედ შევეხოთ უცხოური ვენჩურული კაპიტალის მოზიდვის პრობლემასაც.

საქართველოში არსებობს რეალური შესაძლებლობები უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ფართო მოზიდვისთვის. ეს შესაძლებლობები განპირობებულია შემდეგი გარემოებებით:

- ჯერ კიდევ მნიშვნელოვანი ფუნდამენტური მეცნიერებისა და ტექნოლოგიური პოტენციალი, უნიკალური სამეცნიერო-საწარმოო ბაზა და მაღალკვალიფიციური კადრები;
- მცირე საწარმოების მნიშვნელოვანი რიცხვი, რომლებიც წარმოადგენენ ვენჩურული დაფინანსების სამიზნე სეგმენტს (2016 წლის 1 ოქტომბრისათვის მცირე საწარმოების რიცხვმა საქართველოში 418 823 შეადგინა, რაც საქართველოში რეგისტრირებული საწარმოების სრული რიცხვის 67%-ს შეადგენს;
- საქართველოს გააჩნია შედარებით იაფი ნედლეული და სწორი საექსპორტო- საიმპორტო პოლიტიკის შემთხვევაში, იგი შეიძლება კიდევ უფრო გაიაფდეს მსოფლიო ბაზარზე არსებულ ფასებთან შედარებით;
- შრომის ანაზღაურება საქართველოში ბევრად დაბალია, ვიდრე განვითარებულ კაპიტალისტურ ქვეყნებში (დასაქმებულთა კვალიფიკაციისა და განათლების მაღალი დონის შემთხვევაშიც).

ამასთან, არსებობს მიზეზები, რომლებიც აფერხებს უცხოური ვენჩურული კაპიტალის ნაკადს, რაც დაკავშირებულია ინფრასტრუქტურის სისუსტესთან, შიდა ბაზრის გამოფიტვასთან, შიდა ეკონომიკური კავშირების გაურკვევლობასა და დარღვეულობასთან და ა.შ. ამიტომ დღეს საქართველოში გამოიყენება უცხოური ვენჩურული ინვესტიციების საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების გზით მოძიების მექანიზმი.

გარდა ამისა, უცხოური ვენჩურული კაპიტალის მოდინებას საქართველოში აფერხებენ ისეთი ფაქტორები, როგორიცაა:

- ქართველი მეწარმეების დაბალი საინვესტიციო კულტურა;

- სასაქონლო ბაზრის მნიშვნელოვანი ტევადობის, მეწარმეების დიდი გადახდისუნარიანობისა და ვენჩურულ პროექტების განმახორციელებელი კომპანიების მცირე რაოდენობა;
- ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზრის არარსებობა, რომელიც ინვესტიციების ლიკვიდურობის პირობების შექმნით უზრუნველყოფდა პროექტიდან შესაძლებელ შემოსავალს ვენჩურული ინვესტორისათვის,;
- უცხოელი ინვესტორების კონკრეტულ ვენჩურულ ინვესტიციებსა და შესაბამის გარანტიებში დარწმუნებულობის არარსებობა.

უცხოელი ინვესტორებისთვის დიდ მნიშვნელობა აქვს გამჭირვალობას შემოსავლებისა და კაპიტალის ზრდის დაბეგვრის თვალსაზრისით, რომლის არსებობის შემთხვევაში ისინი დაზღვეულნი არიან ორმაგი დაბეგვრისაგან. უცხოური კაპიტალის მოზიდვა უნდა ხდებოდეს მასიურ ვენჩურულ ინვესტიციებთან ერთად შიდა წყაროების ხარჯზეც და, შესაბამისად, ამ წყაროების მობილიზაციასთან ერთად ინოვაციური საქმიანობის დასაფინანსებლად.

ვენჩურული ბიზნესის მხარდაჭერის სახელმწიფო პოლიტიკის უმთავრეს ელემენტად უნდა იქცეს ვენჩურული საქმიანობის დარგში განათლების ამაღლება შესაბამის ბიზნეს სკოლებში და უნივერსიტეტებში სპეციალისტების სწავლების, გადამზადებისა და კვალიფიკაციის ამაღლების გზით. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ დღეს ქვეყანაში შეიმჩნევა ეკონომიკური ურთიერთობების აღნიშნულ სფეროში პროფესიონალების ნაკლებობა და მსგავსი მიდგომით შესაძლებელი გახდებოდა დაფინანსებისთვის განკუთვნილი ინოვაციური პროექტების სწორად შერჩევის ალბათობის გაზრდა. აღსანიშნავია, რომ ამ მიზნის მისაღწევად მიზანშეწონილად მიგვაჩნია ეკონომიკის, ფინანსებისა და ბიზნესის სპეციალობის სტუდენტების სწავლებისთვის განკუთვნილ საგანმანათლებლო პროგრამებში სპეციალური კურსის „ვენჩურული ბიზნესის საფუძვლები“ შეყვანა.

ვენჩურულ კაპიტალზე მოთხოვნის შესაქმნელად აუცილებელია მეწარმეების მიერ ვენჩურული კულტურის ათვისება მცირე და საშუალო ბიზნესში, რათა შეეძლოთ პერსპექტიული პროექტებისთვის სარისკო კაპიტალის მოზიდვა შიდა დაფინანსებაზე ან კრედიტების მიღებაზე იმედების დამყარების ნაცვლად. საქართველოში მეწარმეების ინფორმირებულობის დონე ვენჩურული კაპიტალის შესახებ საკმაოდ დაბალია. მოთხოვნის შესაქმნელად საჭიროა „წინ წაწევის“ პროგრამების ჩატარება, რომლებიც მიმართულნი იქნებიან ვენჩურული კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის გავრცელებაზე მცირე და საშუალო ბიზნესმენთა რიგებში. საამისოდ გამოიყენება სხვადასხვა მეთოდები, მაგალითად: საფოსტო გზავნილები, სარეკლამო განცხადებები, საგზაო საინფორმაციო ბანერები,

ბროშურები და საინფორმაციო ბიულეტენები, საზოგადოებრივი გამოსვლები (რადიო და ტელეგამოსვლების ჩათვლით), ვენჩურული ინვესტირებისადმი მიძღვნილი სემინარებისა და გამოფენების ჩატარება და სხვა.

შეგვიძლია წინასწარი ვივარაუდოთ, რომ საქართველოში ვენჩურული კაპიტალის ბაზრის შედარებითი უმოქმედობა დაკავშირებულია არა შიდა წყაროების არარსებობასთან, არა უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის შეუძლებლობასთან, არამედ ვენჩურულ კაპიტალზე არარსებულ შიდა მოთხოვნასთან. თავის მხრივ, ეს წარმოადგენს განუვითარებელი საბაზრო ინფრასტრუქტურის, ინფორმაციის არარსებობისა და საწარმოებს, სახელმწიფო დაწესებულებებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებს შორის ეკონომიკური კავშირებისა და საინფორმაციო კომუნიკაციის სისუსტის შედეგს.

ვენჩურული კაპიტალი წარმოადგენს ინოვაციური საქმიანობის დაფინანსების ერთ-ერთ ეფექტურ წყაროს და ამიტომ ვენჩურული ქსელების შექმნა მცირე და საშუალო საწარმოების, საფინანსო-საკრედიტო ინსტიტუტებისა და სახელმწიფოს ეფექტური პარტნიორობის საფუძველზე ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების მნიშვნელოვანი ამოცანაა.

გამოყენებული ლიტერატურის სია

1. საქართველოს კანონი „საინვესტიციო ფონდების შესახებ“, 16.08.2013;
2. საქართველოს მთავრობის 2016 წლის 11 მაისის №206 დადგენილება „დამწყები საწარმოების (სტარტაპების) ხელშეწყობის პროგრამის დამტკიცების შესახებ“;
3. საქართველოს მთავრობის 2017 წლის 28 დეკემბერის №582 „დადგენილება 2016-2020 წლების საქართველოს მცირე და საშუალო მეწარმეობის განვითარების სტრატეგიის 2018-2020 წლების სამოქმედო გეგმის დამტკიცების შესახებ“;
4. საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2014 წლის 14 თებერვალის №22/04 ბრძანება „საინვესტიციო ფონდების საქართველოს ეროვნულ ბანკში რეგისტრაციის წესისა და პირობების“ დამტკიცების შესახებ;
5. საქართველოს ვენჩურული კაპიტალის ასოციაცია (GVCA) - http://gvca.ge;
6. საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური. http://www.geostat.ge;
7. საპარტნიორო ფონდი - www.fund.ge;
8. აშშ-ს ვენჩურული კაპიტალის ეროვნული ასოციაცია - www.nvca.org;
9. პირდაპირი ინვესტირების და ვენჩურული კაპიტალის ევროპული ასოციაცია - www.evca.com;
10. მრავალდონიანი საინოვაციო პოლიტიკა და ევროინტეგრაცია: გზამკვლევი/ ავტორები: ნანა ასლამაზაშვილი, ინეზა გაგნიძე, იოსებ გოგოძე, თამაზ ვაშაკიძე, თამაზ მარსაგიშვილი, გივი ქოჩორაძე, ოლეგ შატბერაშვილი, ფიქრია წოწკოლაური; რედაქტორები: ოლეგ შატბერაშვილი, იოსებ გოგოძე. თბილისი. 2010;
11. ხვედელიანი ალექსანდრე. სარისკო კაპიტალის აქტივიზაცია საქართველოს საბანკო სისტემაში. თბილისი. 2017;
12. ყორღანაშვილი ლარისა. ვენჩურული ბიზნესი, როგორც ინოვაციების დაფინანსების საშუალება. ჟურნალი „ბიზნესი და კანონმდებლობა“. 2008. № 18;
13. Andrew Metrick, Ayako Yasuda. Venture capital and the finance of innovation. 2nd edition. USA. 2011;
14. A Beginner's Dictionary of Venture Capital. https://mattermark.com/venture-capital-dictionary;
15. Baygan G. Venture capital policy review: United Kingdom. www.oecd.org/sti/working- papers;
16. Chinese Venture Capital Yearbook. 2016;
17. Ernst&Young Turning the corner. Global Venture Capital Insights and Trends 2015. http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-Turning_the_corner/$FILE/EY...;

18. www.ebrd.com/where-we-are/georgia/overview.html;

19. Faber M. The Gloom Boom & Doom Report. www.gloomboomdoom.com

20. Financial Sense Online. Transcription of Interview Mark Faber.2015. www.financialsense.com;

21. Global Private Equity Report, GPER ანგარიში;

22. National Science Board | Science & Engineering Indicators 2016. www.nsf.gov/nsb/publications/2016/nsb20161.pdf;

23. History of SBIR Programm www.sbir.dsu.edu;

24. Nuechterlein J. Intemational venture capital: The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe and Asia. USA. 2000;

25. Kovzanadze I. Global Economy: Post-Crisis to Sustainable Development. iUniverse Inc. New York. Bloomington. 2018;

26. „KPMG"-ის ანგარიში "Venture Pulse, Q4 2018. Global analysis of venture funding";

27. Leslie A. Jeng, Philippe C. Wells. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. Harvard University.1998;

28. Private Equity Trend Report 2018 The Coming of Age. https://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/private-equity-trend-report-2018.pdf;

29. Report on the National Science Foundation's Merit Review Process Fiscal Year 2017. https://www.nsf.gov/nsb/publications/2018/nsb201915.pdf;

30. Seeking differentiation at a time of change. PricewaterhouseCoopers Global Private Equity Report 2008. https://pwc.blogs.com/files/pwc-global-private-equity-report---final.pdf;

31. Sitra (2001b). www.sitra.fi;

32. Venture capital policy review: United States, Giinseli Baygan. December 2003. www.oecd.org/sti

33. The Yozma Group - managing venture capital funds since 1993. www.yozma.com;

34. Венчурный бизнес. Статьи. – http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?razdel=40&action=article.

35. Дворжак И. Кочишова Я., Прохазка П. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы. Проблемы теории и практики управления. www.innovbusiness.ru/content/doc-393.html;

36. Дэвидсон Э., Сандерс Э., Вольф Л-Л., Чинг А. Секьюритизация ипотеки. Мировой опыт, структурирование и анализ. Пер. с англ. М-С-Пб.: Вершина, 2007;

37. Инновации на финансовых рынках. Под ред. Н.И. Берзона и Т.В. Тепловой. Москва. 2013;

38. Коптев В., Солодов В., Левин А. Инновация и венчурный капитал – взаимодействие изобретателя и инвестора. – http://innovbusiness.ru/content/doc-105.html;

39. Пинюгин К.О. Венчурный капитал в Европе. www.rvca.ru;

40. Ресурс по структурированному финансированию и секьюритизации. www.securitisation.net;

41. Родионов И.И. Венчурный Капитал в Инновационной Экономике. Москва. 2010;

42. Фабоцци Ф. Дж. Рынок облигаций: анализ и стратегии. Москва 2005;

43. Форум американской секьюритизации: обзор рынка секьюритизации в США. www.americansecuritization.com;

44. Форум Европейской секьюритизации: обзор рынка европейской секьюритизации. www.europeansecuritization.com;

45. Чутлашвили А. Г. Монетизация Экономики как Фактор Монетарной Политики. Scientific and Practical Conference – Social and Economic Aspects of Education in Modern Society. Warsaw. Poland. 2019. ISBN 978-83-952507-7-4.

46. Швейцарская ассоциация структурированных финансовых продуктов. www.scoach.ch;

47. Яндиев М.И. Аналитический обзор: “Венчурный капитал в России”. http://www.humanities.edu.ru/db/msg/33589.