

УДК 658.14

Н.В. Андреюк, к.е.н., доцент

## ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ ЯК ФАКТОР ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

*Розглянуто сутність і перспективи розвитку венчурних фондів в Україні, обґрунтована необхідність та окреслені можливі шляхи підвищення їх інноваційної активності.*

**Ключові слова:** венчурний фонд, інновації, венчурне інвестування

*The considered essence and prospects of development of venture funds in Ukraine, grounded necessity and the possible ways of increasing of their innovative activity.*

**Key words:** venture fund, innovations, venture investing

**Вступ.** В умовах поширення світової кризи, яка не оминула й економіку України, особливо актуальним стає питання ефективності інноваційної політики. Вона має бути одним із пріоритетних напрямів економічної стратегії країни в сучасних умовах. Саме вдала стратегія, в основі якої лежить інновація, дозволяє державам у короткий термін здійснювати економічні прориви. Більше того, новітні технології визначають довгострокові перспективи економічного зростання й поліпшення якості життя населення.

Досягнення конкурентних переваг та покращення фінансової ситуації держави неможливе без інноваційної активності, ув'язаної з цілями національної економіки, орієнтацією на довготривалі платоспроможний попит та забезпечення виробництва конкурентоспроможної продукції. Однак в економіці України продовжують діяти чинники, що стримують отримання стійких конкурентних переваг, серед яких визначальним є недостатнє фінансування інноваційної складової у підприємницькій діяльності. Впровадження інноваційної моделі розвитку на основі власного наукового потенціалу — єдиний шлях до не лише виведення економіки України з кризи, а й піднесення її на світовий рівень конкурентоспроможності. Функції підтримки розвитку новаторських технологічних компаній можуть виконувати інститути венчурного інвестування, зокрема венчурні фонди. Вони мають стати ключовим стратегічним фактором розвитку інноваційної економіки України.

Однак досягнення істотних результатів від інноваційної активності широкого кола венчурних фондів найближчим часом залишається проблематичним. З огляду на це перед економічною наукою стоїть надзвичайно важливе завдання — розробити механізм ефективної реалізації інноваційного потенціалу венчурних фондів, який би координував різно-

манітні специфічні функції, спрямовані на досягнення поставлених державою інноваційних цілей.

**Постановка завдання.** Усвідомлення того, що в сучасних умовах венчурне фінансування є однією з важливих складових інноваційного розвитку економіки, зумовило сплеск публікацій за цією тематикою як з боку вчених-теоретиків, так і практиків фондового ринку. Дослідженню проблем становлення, розвитку, специфіки венчурних фондів, систематизації світового досвіду й загального аналізу стану венчурного капіталу в Україні присвячені праці таких вітчизняних та закордонних вчених, як Л. Антонюк, Б. Байєрс, В. Вітлінський, П. Гулькін, О. Зінченко, Ю. Клейнер, І. Кузнецова, Т. Перкінсон, А. Поручник, Л. Радзієвська, А. Устенко, О. Ястремський та ін. Однак, роботи, в яких би питання діяльності венчурних фондів розглядалися комплексно в поєднанні з їх роллю в національних та глобальних інноваційних процесах, зустрічаються досить рідко. Тому метою даної статті буде обґрунтування необхідності підвищення інноваційної активності венчурних фондів як фактору зростання конкурентоспроможності національної економіки.

**Результати.** Світовий досвід розвитку інноваційної економіки свідчить, що головною проблемою реалізації інновацій є розрив між двома важливішими стадіями інноваційного процесу — науковими дослідженнями й масовим виробництвом продукції з використанням їх результатів. Посередником, який може істотно скоротити час на пошук і виділення коштів інвестором для розвитку інноваційних компаній, може бути венчурний капітал у формі венчурних фондів.

Ринкова ніша для венчурних фондів існує внаслідок наявної структури ринків капіталу. З одного боку, приватні підприємці просто не мають вільного доступу до джерел фінансування акціонерного капіта-

ду. А з іншого — комерційні банки зазвичай істотно обмежені у можливостях фінансування нового бізнесу внаслідок того, що вони не можуть збільшувати свої відсоткові ставки до рівня, який би компенсував ризики молодих компаній. Крім того, вони можуть надавати кредити лише в тому обсязі, в якому підприємство може забезпечити займ заставою. Тому саме венчурний капітал як альтернативне джерело фінансування приватного бізнесу став дієвим інструментом для запуску нових проектів, важливою передумовою появи крупних міжнародних та українських інституційних інвесторів.

Діяльність венчурних фондів, що здатні прийняти на себе ризики ранніх стадій розвитку інноваційного бізнесу, розпочалася у 50-х роках минулого сторіччя у США за активної державної підтримки. У Європі піонером венчурної індустрії наприкінці 70-х років стала Великобританія — старий і потужний світовий фінансовий центр. Перші венчурні фонди не справили помітного впливу на розвиток національних економік. Вони були нечисленні, не мали великих досягнень, оскільки кількість нових інноваційних компаній, які потребували б фінансової допомоги й управлінських консультацій, була незначна. Проте, за останні 30 років завдяки діяльності венчурних фондів створено мільйони нових робочих місць і отримано мільярди доларів додаткових доходів.

В Україні венчурні фонди почали створюватись у 1992 році з притоком іноземних венчурних інвестицій. Після прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [1] у 2001 році почали розвиватися вітчизняні венчурні фонди, які базуються на вітчизняному капіталі і керуються вітчизняними компаніями з управління активами. Про динаміку відкриття венчурних фондів та їх питому вагу в інститутах спільного інвестування (ICI) свідчать дані наступної таблиці.

Як видно з наведених у таблиці даних, кількість венчурних фондів за останні 6 років зростає більш, ніж у 160 разів. Прискорене зростання кількості венчурних фондів порівняно з іншими ICI, особливо у 2003 та 2005 роках, не призвело до різкої зміни їх питомої ваги в загальній кількості ICI, яка на початок 2008 складала 73% проти 79% у 2006 році. Більше того, така позитивна динаміка створення венчурних фондів ще не є ознакою зростання їх ролі в посиленні інноваційної складової української економіки.

Українське законодавство визначає венчурний фонд як інвестиційний фонд закритого типу (пайовий або корпоративний), на структуру активів якого не накладаються суттєві обмеження, але вкладниками якого можуть бути головним чином юридичні особи. Участь фізичних осіб із певними обмеженнями дозволена змінами до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні

фонди)», які набрали чинності лише з 13 лютого 2009 року [2]. Венчурний фонд залучає інвесторів шляхом розміщення своїх цінних паперів (акцій або інвестиційних сертифікатів). Він може здійснювати інвестування шляхом купівлі облігацій, векселів та акцій інших компаній, купівлі часток товариств з обмеженою відповідальністю, надання позики.

Особливостями венчурних фондів є: довгостроковість та ризикованість; надання коштів під перспективну ідею без гарантованого забезпечення майном, заощадженнями чи іншими активами; терміновість інвестицій 3—7 років; ухвалення рішення про венчурне фінансування на основі великої роботи з вивчення ризиків та можливостей їх зменшення; надання переваги реінвестуванню; отримання прибутку за 5—7 років після продажу пакету акцій за ціною, що в декілька разів перевищує первинне вкладення. Крім того, враховуючи потенційну можливість здійснення через венчурний фонд інвестицій з високим ступенем ризику, законодавство звільнило венчурні інвестиційні фонди від більшості нормативних заборон, які існують для інвестиційної діяльності інших типів фондів, та надало значні податкові пільги, як то: пільгова податкова ставка 15% на дивіденди, нараховані на користь інвесторів-нерезидентів; звільнення від ПДВ операцій з цінними паперами, які є активами венчурного фонду; невключення у склад валового доходу грошових коштів, одержаних від інвесторів фонду, доходів від облігацій, які є активами фонду, емісійного доходу; звільнення від оподаткування дивідендів, нарахованих на користь фонду.

Типовою стратегією венчурного фонду, яка дає можливість отримувати значні доходи за прийнятних ризиків, є інвестування в компанії галузей, які мають перспективи ринкового розвитку, і вихід із інвестицій до того, як потенціал зростання цього ринку буде вичерпаний, залучивши кошти інвесторів і спрямувавши їх у високодохідний бізнес шляхом, наприклад, придбання цінних паперів, венчурний фонд після визначеного терміну продає акції, які значно зросли за ціною, стратегічному інвестору і розподіляє отриманий дохід від їхньої реалізації серед учасників фонду.

Звичайно, формування та розвиток інститутів венчурного інвестування для підтримки інноваційної сфери на початкових етапах є складним процесом, який залежить від багатьох сприятливих умов та потребує ефективного розподілу та рециркуляції капіталу. Це і наявність науково-освітньої бази та потужного дослідницького сектора, потужних наукових шкіл; і розвиненість фінансових інститутів і ринків страхового та пенсійного секторів; і наявність фондового ринку; і політична і макроекономічна стабільність, стале економічне зростання; і стабільний попит з боку держави та приватного сектору на наукові

Динаміка розвитку венчурних фондів у 2002—2007 роках

	2002	2003	У % до попереднього року	2004	У % до попереднього року	2005	У % до попереднього року	2006	У % до попереднього року	2007	У % до попереднього року
Всього ICI, од	6	29	383	105	262	284	170	519	83	834	61
Венчурні фонди, од	4	22	450	74	236	218	195	410	88	650	59
Питома вага венчурних фондів в ICI, %	67	76	—	70	—	77	—	79	—	73	—

Джерело: розраховано за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу [4].

дослідження й розробки; і наявність вільного капіталу тощо. Всі ці чинники тією чи іншою мірою присутні в українській економіці, що й спричинило швидке збільшення кількості венчурних фондів в Україні.

Кількісна перевага венчурних фондів проявляється також у динаміці вартості чистих активів, яка в останні чотири роки невинно зростає (див. рис.1), причому майже вдвічі кожного року (2005 р. — на 222, 2006 р. — на 184 %, 2007 р. — на 193 %). Питома вага венчурних фондів у вартості чистих активів ІСІ складає близько 90 %.

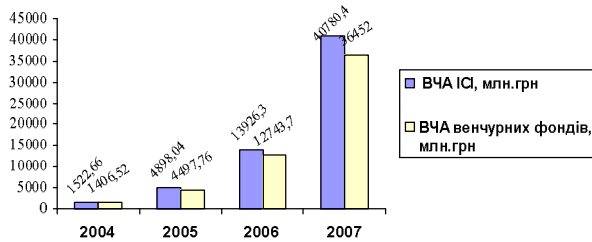


Рис. 1. Динаміка вартості чистих активів ІСІ та венчурних фондів (складено за даними УАІБ [4])

За таких надвисоких показників зростання вартості чистих активів венчурних фондів виникає питання щодо джерел їхніх доходів. Венчурні фонди залишаються найбільш непрозорими гравцями ІСІ. Аналізуючи структуру їхніх активів, слід зазначити, що розміщення більше 38% вкладень венчурних фондів невідоме, а більше 56% розміщено в цінних паперах, в яких найбільшу частку — майже 64% — складають невизначені цінні папери [4].

Завдяки тому, що венчурний фонд дозволяє володіти активом, не афішуючи його, а також легкості продажу і купівлі його активів, особливостям оподаткування і регулювання, збільшення капіталізації венчурних фондів на сьогодні не призводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки: спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях в новостворені інноваційні компанії для України є винятковою.

Хоча однією з переваг венчурних фондів є те, що вкладаючи відносно невеликі кошти для освоєння нових проектів малих інноваційних фірм, крупні компанії дістають доступ до нової технології і одночасно можуть дозволити собі відкласти до певного часу організацію дорогостоячих власних аналогічних досліджень і розробок, українські венчурні фонди надають перевагу низько- та середньоризикованим короткотривалим операціям із фінансовими активами та нерухомістю. Це пояснюється, зокрема, тим, що за умов розбалансованості інституційної системи інвестиції в окремі галузі традиційної економіки мають надвисокий рівень доходності за відносно короткий термін інвестування при достатньо низькому рівні ризику. Тобто, метою створення українських венчурних фондів є, перш за все, не фінансування інноваційних проектів, а реалізація тих чи інших схем управління власністю і використання податкових пільг, які має фонд, шляхом спрямування коштів в уже існуючі компанії. Український венчурний бізнес є таким лише формально, а насправді відсутні його важливіші характеристики — інноваційна компонента, ризикованість та класична орієнтація на інноваційні проекти, співпраця з технопарками, бізнес-інкубаторами та вищими навчальними закладами.

З метою забезпечення виконання венчурними фондами свого прямого призначення — фінансування впровадження інновацій та інноваційного виробництва, слід, на нашу думку: удосконалити національне законодавство з венчурного фінансування, передбачивши можливість залучення коштів пенсійних фондів; переглянути податкове стимулювання венчурних фондів з метою надання пільг в оподаткуванні лише тим, які здійснюють фінансування проектів, що відповідають пріоритетним напрямам та стратегії інноваційного розвитку держави; запровадити фінансові стимули для інвестування до венчурних фондів.

Зростання потоку венчурних інвестицій в інноваційній сфері економіки пов'язано з вирішенням проблем інституційного характеру, як то: розвиток інститутів, які мали б впорядкувати наявні інвестиційні й інформаційні потоки, а також відокремити прошарок венчурних фондів, що є виключно інструментом тіньових схем. За мету державної політики доцільно прийняти становлення такого інституційного середовища, яке було б спроможне забезпечити перетік ресурсів венчурних фондів до інноваційної економіки: сприяти розвитку пропозицій інноваційних проектів, готових для прийняття венчурних інвестицій; розвивати інфраструктуру інноваційної діяльності, що є інструментом скорочення сукупних витрат індивідуальних учасників венчурних інвестицій; надати можливість одержання венчурними інвестиційними компаніями інноваційного розвитку державної підтримки у визначених формах; ввести державну реєстрацію та державний контроль венчурних інвестиційних компаній інноваційного розвитку.

**Висновки.** В національній інноваційній системі України масив вітчизняних венчурних фондів, за деякими винятками, не виконує належної йому функції щодо підтримки новаторських проектів, які несуть в собі потенціал оновлення технологічної структури економіки. Одним із дієвих заходів щодо виправлення такого стану могло би стати прийняття закону про венчурні фонди, який би створив умови для виникнення в Україні інститутів венчурного інвестування, які б забезпечили реалізацію державної політики стимулювання інвестиційної діяльності та інноваційного розвитку шляхом залучення та ефективного використання коштів венчурних інвесторів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» N 2299-III від 15 березня 2001 року // <http://www.rada.gov.ua>.
2. Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» N 639—VI від 18 грудня 2008 року // <http://www.rada.gov.ua>.
3. Кузнецова І.С. Інститут венчурних інвестицій: стан та перспективи розвитку в Україні // Наука та інновації. — 2008. — Т. 4. — № 1. — С. 87 — 95.
4. Річна аналітика УАІБ // <http://www.uaib.com.ua>.

Надійшла до редколегії 20.02.2009 р.