

УДК 336:338.26:339

О. В. Щипанова

*Дніпропетровський національний університет імені Олеся Гончара*  
**ПРОГРАМНИЙ ПІДХІД ЯК ОСНОВА ДЕРЖАВНОЇ ПОЛІТИКИ  
З РОЗВИТКУ ІНДУСТРІЇ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ:  
СВІТОВИЙ ДОСВІД**

Досліджено актуальні державні програми розвитку індустрії венчурного фінансування в країнах, які так само як і Україна, докладають зусиль до розбудови інноваційної економіки (РФ, Бразилія, Чилі). Виявлено основні фактори, що зумовлюють успіх реалізації державних програм розвитку індустрії венчурного фінансування.

*Ключові слова:* індустрія венчурного фінансування, державна цільова програма, російська програма «Старт», бразильська програма «INOVAR», чилійська програма «Start-Up Чилі».

Исследованы актуальные государственные программы развития индустрии венчурного финансирования в странах, которые, так же как и Украина, стремятся к развитию инновационной экономики (РФ, Бразилия, Чили). Выявлены основные факторы, обуславливающие успех реализации государственных программ развития индустрии венчурного финансирования.

*Ключевые слова:* индустрия венчурного финансирования, государственная целевая программа, российская программа «Старт», бразильская программа «INOVAR», чилийская программа «Start-Up Чили».

The importance of innovation as a factor of economic growth has gained recognition after the ground-breaking studies of M. Abramowitz and R. Solow. Recognition the importance of innovation as a driver of economic growth has prompted many governments to focus on creation of “innovation economy”. Further investigations revealed a pivotal role of small businesses (mainly financed by venture capital) to provide innovative reforms, stressed added urgency to governmental efforts to create a venture capital industry. The most important source of funds for innovative firms is venture capital; the tools that the venture firms use provide a special set of incentives, which makes it a powerful promoter of innovation.

All government programs to support innovation face two main problems: first, lack of expertise and experience (it is extremely difficult to choose the right companies and technologies); and second, regulatory capture (when policymaking is influenced by beneficiaries of the policies). But nevertheless, the program approach has proved itself as a successful tool. While the government support of innovation has a long history in the US and in Europe, in the recent decade virtually all governments in emerging markets have started to support innovation as well. Our study takes into account the experience of these efforts in Russian Federation, Brazil and Chile.

So the current state of the venture capital industry development program in the countries as well as Ukraine, are making efforts to build up an innovative economy was investigated. The basic factors that determine the success of state programs of venture financing industry were defined.

*Key words:* venture capital industry, the state target program, the Russian program “Start”, the Brazilian program «INOVAR», Chilean program «Start-Up Chile.”

**Постановка проблеми.** Значимість інновацій як фактора економічного

зростання набула визнання ще з моменту публікацій у 50-х рр. XX ст. революційних досліджень М. Абрамовіца та Р. Солоу [1; 2]. Усвідомлення важливості інновацій як рушія економічного зростання спонукала уряди багатьох країн зосередитися на шляхах активізації інноваційних перетворень і створенні «інноваційних економік». Подальші дослідження виявили провідну роль малих підприємств (які переважно фінансуються венчурним капіталом) у забезпеченні інноваційних перетворень, підкреслили актуальність зусиль урядів щодо створення індустрії венчурного капіталу. Для держави має сенс активно сприяти розвитку венчурного бізнесу, оскільки вигоди, які отримує суспільство не обмежуються прибутками венчурних інвесторів. Венчурні інвестиції: 1) сприяють ефективній та порівняно швидкій комерціалізації науково-технічних розробок; 2) створюють нові робочі місця; 3) сприяють зростанню ВВП.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Програмний підхід зарекомендував себе як вдалий інструмент реалізації державної політики. В літературі, присвяченій питанням державної підтримки розвитку венчурної індустрії, докладно проаналізовано суть, інструменти, наслідки та ефективність упровадження таких програм, як «SBIC» (США), «Yozma» (Ізраїль), «Sitra» (Фінляндія). [3,4,5]. Було зазначено що ці програми стали каталізаторами розвитку індустрії венчурного фінансування в зазначених країнах і посприяли перетворенню їх економік на інноваційні. Поряд із тим, більшість із них була реалізована ще в минулому сторіччі на базі розвинутих країн із значним інноваційним потенціалом, сприятливим підприємницьким середовищем, високою підприємницькою культурою і значним обсягом власних інвестицій.

Актуальним є дослідження досвіду країн із менш сприятливими стартовими умовами, що докладають зусилля для розбудови венчурної індустрії в сучасних умовах. Дослідження російських та українських учених і практиків – М. Бунчука, П. Гулькіна, А. Дагаєва, Л. Антонюк, А. Поручника, П. Ковалішина, О. Лапко та ін. сконцентровані на загальних питаннях теорії та практики венчурного інвестування.

**Визначення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Водночас, необхідно зазначити, що напрацьовані доробки не вирішують усіх аспектів проблеми формування індустрії венчурного капіталу в країнах що розвиваються. За умови значної уваги до проблеми становлення національної індустрії венчурного капіталу роль держави в його активізації, визначальні фактори успіху сучасних урядових програм вимагають подальшого дослідження та доопрацювання.

**Формулювання мети.** Метою даної статті є дослідження актуальних державних програм розвитку індустрії венчурного фінансування та визначення основних факторів, що зумовлюють успішність зазначених програм.

**Виклад основного матеріалу.** Одним з основних інструментів державної політики є розробка та реалізація державних програм. Державна програма – це законодавчо закріплений план дій органів державної влади, який передбачає здійснення управлінської діяльності, спрямованої на досягнення поставлених цілей державної політики в певній сфері суспільного життя [6]. Створення державних програм дає змогу визначити довгострокові цілі й розробити стратегію вирішення певної проблеми, сконцентрувати ресурси, об'єднати зусилля всіх зацікавлених сторін.

*Російські програми «Старт» та «Розумник».* Останнім часом чимало наукових і прикладних зусиль було витрачено для перетворення російської економіки на інноваційну і важливе місце в усіх програмах і розробках з цього напрямку посідає розвиток венчурного фінансування.

Починаючи з 2007 р., у РФ активно почали працювати великі державні

інститути з підтримки малих промислових компаній і їх інноваційної діяльності. Наразі державна діяльність із підтримки інноваційних проектів «посівної стадії» в РФ здійснюється за допомогою Фонду сприяння розвитку малих форм підприємств у науково-технічній сфері (т.зв. фонд Бортніка). Створений за зразком американського SBIR, фонд акумулює 1,5 % від усіх витрат федерального бюджету на науку (в 2012 р. – 140 млн дол.) [7]. Особливістю фонду є те, що його кошти інвестують не тільки в інноваційні проекти, а й у створення нових і розвиток існуючих високотехнологічних компаній, створення нових робочих місць. Реалізуючи ці завдання, Фонд щорічно надає фінансову підтримку понад 1 500 малим інноваційним підприємствам із понад 150 міст РФ. Участь малих інноваційних підприємств у програмах Фонду дозволяє довести розробку від ідеї до створення перспективного бізнесу, привабливого для російських і зарубіжних інвесторів. Інноваційні проекти підприємств проходять незалежну експертизу на науково-технічну новизну, фінансово-економічну обґрунтованість, перспективу ринкової реалізації продукції.

Дві основні програми фонду – «Розумник», у рамках якої проводяться конкурси для молодих інноваторів (від 18 до 28 років), і «Старт», у рамках якої надаються гранти для компаній на «посівній стадії». Зазвичай фірми, які беруть участь у програмі «Розумник», перебувають на стадії, що передує «посівній», і заохочуються за новизну, «технічну значимість» і можливість комерціалізації ідеї. Проекти повинні належати до сфер, визначених програмою. Переможці конкурсів отримують дворічний пільговий період, протягом якого можуть формувати свою команду і займатися дослідженнями за проектом, після чого вони мають право подати заявку на фінансування за програмою «Старт». За 2006 – 2012 рр. у рамках програми «Розумник» проведено 870 конкурсів та присуджено 6 688 нагород. Річний бюджет програми «Розумник» становить 500 млн руб. (15 млн дол.).

Програма «Старт» націлена на малі підприємства зі стажем роботи менше двох років і доходом не більше 300 тис. руб. (9 тис. дол.). Галузі, цікаві з точки зору програми, визначаються її організаторами. Переможці отримують підтримку протягом трьох років. Починаючи з другого року, обов'язковою умовою фінансування є наявність приватного інвестора, який інвестує таку ж суму, як і фонд. Максимальний обсяг фінансування складає 11 млн руб. на паритетній основі, а сума інвестицій Фонду в перший рік складає 1 млн руб. Фінансування, отримане за програмою «Старт», дозволяє налагодити випуск продукції. Надалі у компанії є можливість отримати кошти від приватних венчурних фондів та інвесторів. Ризики вже не такі великі, як на початку, а контракт із Фондом – це гарантія для інвесторів, що бізнес пройшов експертизу і не є збитковим. На цьому етапі вступає в дію «інноваційний ліфт». Отже, основною метою існування Фонду є генерація достатньої кількості проектів для подальшого їх фінансування іншими інститутами розвитку.

У 2011 р. Фондом була проведена робота з моніторингу результатів програми «Старт» в цілому для підприємств, створених протягом 2004 – 2009 рр. Було виявлено, що з 2 388 підприємств близько 400 (16,75 %) припинили свою діяльність, 1 988 (83,25 %) – продовжують працювати, з них 564 (28,4 %) – знайшли інвесторів, 1 424 (71,6 %) – через різні причини не брали участі в наступних етапах програми, але продовжують функціонувати (деякі доволі успішно). В результаті реалізації програми було створено 447 нових робочих місць. Продуктивність праці зросла в 2010 р. порівняно з 2004 р. у 6,5 раза. В період дії контрактів отримано 177 захищених прав на результати інноваційної діяльності. З моменту створення в 2004 р. програма «Старт» отримала 15 000 заявок і видала 4 000 грантів компаніям на перший рік, 600 грантів – на другий рік і 170 грантів – на третій рік (6 млн руб., або 180 тис. дол.).

До кінця третього року компанія зобов'язана мати дохід не менший, ніж уся сума інвестицій; не менше 50 % її працівників повинні бути зайняті в секторі НДДКР.

Загалом можна зробити висновок, що, незважаючи на досягнуті позитивні результати, їх навряд чи можна назвати приголомшливими, зважаючи на масштаби російської економіки. До того ж, надмірне зростання бюджетного фінансування не зумовлює зростання ініціативи з боку приватних інвесторів, а підмінює і витісняє їх із ринку. За оцінками експертів [8], сукупний обсяг коштів, акумульованих цими програмами і фондами, складає приблизно 100 млрд руб., є занадто великим для існуючої кількості й якості проектів, що пропонуються на ринку (для порівняння – обсяг коштів, акумульованих приватними венчурними фондами РФ, – 5 млрд руб). Ця ситуація потенційно може викликати переоцінку інноваційних компаній, прийняття керуючими фондів неефективних інвестиційних рішень.

*Бразильська програма «INOVAR».* Бразилія – це країна з найбільшим ринком прямих інвестицій у Латинській Америці. Однак у той час як індустрія прямих інвестицій країни стрімко розвивалася, бразильський венчурний сектор не демонстрував великих успіхів. У 1999 р. Бразильським інноваційним агентством (FINEP) було виявлено низку істотних проблем індустрії венчурного фінансування [9]:

а) недостатня кількість вітчизняних керуючих венчурними фондами з досвідом роботи в цій сфері;

б) пенсійні фонди країни майже не вкладали кошти у венчурний капітал;

в) компанії венчурного і прямого інвестування не були об'єднані в загальнонаціональну асоціацію, яка дозволила б їм ділитися своїм досвідом та ініціювати необхідні зміни в законодавстві;

г) неефективна взаємодія між інвесторами та малими і середніми підприємствами (МСП);

д) вихід із підприємств-об'єктів венчурного інвестування майже завжди здійснювався за допомогою стратегічного або галузевого продажу, оскільки для IPO ринок був край обмежений. За період 1995 – 1999 рр. головною фондовою біржею країни, BOVESPA, було проведено всього чотири первинні розміщення акцій [10];

е) лише деякі компанії, незалежно від їх розмірів, були знайомі з такими інструментами фінансування як венчурні або прямі приватні інвестиції.

Для вирішення зазначених проблем FINEP об'єднала зусилля з Багатостороннім інвестиційним фондом (MIF) Міжамериканського банку розвитку. MIF активно працював у бразильському секторі венчурного капіталу з 1994 р. і розумів усі проблеми та особливості бразильської індустрії венчурного капіталу «зсередини». Розробка програми тривала майже два роки, протягом яких вівся діалог із суб'єктами ринку. Робота зосередилася не лише на інноваціях, а й на питаннях прибутковості: досвід MIF свідчив, що функціонування венчурних фондів спрямоване, в першу чергу, на отримання прибутку. До проекту приєдналися ще два партнери: «SEBRAE», компанія за участю державного і приватного капіталу, що займається підтримкою МСП, і «Петрос», пенсійний фонд бразильської державної нафтової компанії «Petrobras», найбільшої корпорації країни.

Спочатку (до того як почалися реалізація і повномасштабне фінансування програми) агентство FINEP зосередилося на низьковитратних проектах, таких як формування Бразильської асоціації венчурного капіталу (ABVCAP). На додаток до цього агентством було проведено перший Форум із проблем венчурних інвестицій, на якому підприємцям і венчурним інвесторам була надана можливість детально ознайомитися з питаннями, пов'язаними з даним класом активів. Із початком

фінансування програми консорціум організував роботу веб-сайту, на якому були представлені довідкові матеріали з венчурного капіталу та програми «INOVAR», а також інформація про можливості участі в різних проектах.

Серед інших складників Програми «INOVAR» слід зазначити такі:

1. Центр із питань інвестицій у нові технології або бізнес-інкубатор «INOVAR»: у рамках Програми були організовані періодичні зустрічі інвесторів (Колегія Фондів INOVAR), на яких ними проводилися аналіз діяльності венчурних фондів і оцінка інвестиційних ризиків. На даних заходах повні партнери вчилися правильно представляти діяльність своїх фондів, а партнери з обмеженою майновою відповідальністю – оцінювати їх. Результати оцінки з відгуками на представлені фондами інвестиційні пропозиції доводилися в письмовому вигляді до відома повних партнерів, що сприяло успішному розвитку всього сектора.

2. Форуми «INOVAR»: освітні форуми, призначені як для підприємців, так і інвесторів (зазвичай – повних партнерів). Перспективним підприємцям була надана можливість дізнатися про особливості процесу залучення коштів та підготовки бізнес-планів, потрібних до подання потенційним інвесторам, які також пройшли навчання в рамках Програми з питань, що належать до даного класу активів. Компаніям, поділеним на групи залежно від етапу розвитку (потреба в «посівному» інвестуванні, венчурному капіталі, готовність до первинного розміщення акцій), надали можливість прямого діалогу з потенційними інвесторами: вони могли подати свої бізнес-плани і в разі позитивного рішення починати обговорення договірних умов.

3. Навчальні програми з питань венчурного капіталу: мета даних заходів полягала в ознайомленні бразильських венчурних компаній та інвестиційних інститутів (в основному – пенсійних фондів) із передовим досвідом у цій галузі й оцінкою інвестиційних ризиків.

У 2007 р. запущена програма «INOVAR II». Основна мета її реалізації: активізація діяльності «посівних» інвесторів і бізнес-янголів. На семінарах, призначених для бізнес-янголів, їм була надана можливість ознайомитися з передовим досвідом і налагодити ділове співробітництво.

Еволюція фондів посівного інвестування є зразковим прикладом коригування програм з урахуванням потреб ринку. Спочатку програмою розвитку фондів посівних інвестицій передбачалося інвестування у фонди, не менше 40 % капіталу яких становили кошти місцевих інвесторів (як правило, різних агентств), а 20 % – кошти приватних інвесторів (в основному – бізнес-янголів). Таким фондам Агентство FINEP пропонувало кошти на суму до 40 % загального капіталу і гарантію повернення коштів приватним інвесторам у разі невдалого їх вкладення у розмірі до 20 % від суми їх інвестицій. Хоча програмі і вдалося залучити низку приватних інвесторів, знайти агентства, здатні внести 40 %, виявилось занадто складним завданням. До того ж інвестування малодосвідченими повними партнерами у створювані підприємства було пов'язане з ризиками, на які інвестори йти не бажали.

Відповідно, до програми було внесено дві зміни. По-перше, скасували вимогу щодо обов'язкової участі з боку одного з місцевих агентств. Гарантія повернення коштів у розмірі 20 % від суми вкладень приватних інвесторів залишилася незмінною, але тепер фонди повинні були забезпечити 30 % за часткою приватних інвесторів у загальному капіталі фонду. INOVAR і FINEP готові були фінансувати до 70 % загального капіталу фондів, але на суму не більше 35 млн бразильських реалів (приблизно 20 млн дол.). Загальний капітал фонду при цьому мав становити не менше 25 млн реалів (приблизно 15 млн дол.). По-друге, FINEP погодилося на скорочення свого прибутку: тепер мова йшла лише про повернення інвестованого



капіталу з мінімальною ставкою прибутковості для коштів, що складають до 50 % від загальної інвестованої в фонд суми, завдяки чому зріс дохід керуючих компаній та інших інвесторів. Із застосуванням даної схеми було утворено три нові фонди, капітал найбільшого з яких склав 80 млн реалів (47 млн дол.), а двох інших – близько 50 млн реалів (30 млн дол.).

За період від початку роботи Програми INOVAR у 2001 р. і її завершенням наприкінці 2011 р. вона досягла значного прогресу у вирішенні проблем, виявлених в інвестиційній екосистемі Бразилії. З початкових чотирьох (одним з яких був пенсійний фонд) кількість партнерів Програми збільшилася в 2012 р. до 17, 11 з яких були пенсійними фондами країни. При цьому партнерами Програми стали всі п'ять найбільших пенсійних фондів Бразилії. За цей час було вивчено 220 пропозицій інвестиційних фондів, за 110 з яких проведено оцінку інвестиційних ризиків. Агентство інвестувало кошти на загальну суму 250 млн дол. у 24 інвестиційні фонди, яким вдалося залучити кошти партнерів з обмеженою майновою відповідальністю на загальну суму в 2 млрд дол.

Участь у форумах допомогла 56 підприємствам заручитися «посівними» інвестиціями і венчурним капіталом на суму 55 млн дол., а 11 – залучити інвестицій пізнього етапу на суму 1,4 млрд дол. Середнє число учасників форумів з питань «посівного» інвестування та семінарів для бізнес-яголів склало близько 90 осіб, приблизно половину від загальної кількості склали приватні інвестори. На сьогодні операційні витрати програми INOVAR становлять 13 млн дол. Програма посприяла залученню коштів до фондів венчурного і прямого інвестування на суму понад 1 млрд дол. Понад 2 млрд дол. інвестовано в приватні підприємства. Ще до завершення Програми деякі з її функцій були передані іншим установам. Так, Асоціація венчурного капіталу (ABVCAP) взяла на себе роботу з управління сайтом із питань венчурних інвестицій та проведення форумів. Із метою створення самостійної індустрії венчурного капіталу INOVAR приділило свою основну увагу підтримці підприємств, що потребують «посівного» капіталу та інвестиції початкового етапу.

*Чилійська програма «Start-Up Chili» [11].* Мета програми «Start-Up Чилі» полягала в стимулюванні пропозиції венчурного капіталу, тобто в забезпеченні наявності відповідних інвестиційних заявок. Свою роботу Програма почала в серпні 2010 р. Контроль за її реалізацією здійснюється чилійським агентством економічного розвитку CORFO. У підготовчий період Агентство упродовж цілого року вивчало ситуацію на ринку Чилі. CORFO виявило наявність у системі венчурного і прямого інвестування країни двох сегментів: підприємства етапу раннього («посівного») інвестування, що відповідають вимогам на отримання грантів з боку CORFO, і добре розвинений сектор прямих інвестицій. А ось інституційної проміжної форми для переходу молодих інноваційних підприємств від грантів CORFO до інвестицій більш пізнього етапу не існувало. Венчурний капітал розглядався як міст між підприємствами та інституційними джерелами фінансування, такими як банки.

Організатори програми звернулися до успішних прикладів схожих програм, реалізованих в інших країнах світу. Вони дійшли висновку, що для залучення венчурних інвесторів індустрії потрібна наявність відповідних підприємств та інвестиційних заявок. Через незначну ємність чилійської економіки підприємствам було треба вийти на міжнародні ринки і привернути увагу зарубіжних венчурних компаній.

У рамках програми кожному підприємцю (як чилійському, так і зарубіжному) були запропоновані «посівний» капітал у розмірі 40 тис. дол. (за умови, що ним буде задіяний свій власний капітал у розмірі не менше 10 % від даної суми), річна віза,

банківський рахунок, куратор і робоче місце, включаючи робочий стіл і бездротовий Інтернет. Підприємцві потрібно було провести в Чилі не менше шести місяців для роботи з підприємством, організованим не більше двох років тому. Крім того, підприємець повинен брати участь у низці презентацій, конференцій або семінарів, що проводяться в коледжах і університетах, щоб ознайомити слухачів із питаннями підприємництва та інновації.

Спочатку пропозиція віддавати гроші іноземцям, які не сплачували податки до бюджету, викликала нерозуміння і супротив. Проте розміри фінансування були досить скромними, тому критика швидко припинилась. Відбір підприємств передали каліфорнійському стартапу «YouNoodle», який створив робочу групу з експертів «Силіконової долини», котрі оцінювали пропозиції на основі таких параметрів: компетентність засновників підприємства, перспективність проекту, можливий позитивний вплив на підприємницьке середовище в Чилі. Останнє слово залишалося за «InnovaChile», підрозділом CORFO, зайнятим проблемами інновації. До розгляду приймали проекти будь-якої спрямованості.

У першому раунді Програми взяли участь 24 підприємці. Протягом реалізації програма була дещо скорегована: процес виділення коштів був зайве складним, а виділені офісні площі виявилися недостатніми. «InnovaChile» і CORFO вдалося спростити процес виділення коштів та підшукати додаткові офісні площі, а сама Програма здобула широку популярність.

Загалом, Програма виявилася досить успішною. Слід відзначити один із її складників – серію «круглих столів», призначених для обміну досвідом між підприємцями. Спочатку кількість учасників даних зустрічей становила близько 20 осіб, але швидко зросла до 60, а сама кількість зустрічей – до трьох на тиждень; при цьому проводилися вони в різних частинах країни. До початку 2012 р. підприємцями «Start-Up Чилі» зачитано понад 300 доповідей. Відбулося понад 100 «круглих столів». Підприємцям програми надали можливість зустрітися з представниками великих чилійських і зарубіжних компаній. «Круглі столи» відвідали понад 2 100 осіб, більшість із яких – чилійці. Учасники Програми виступили в ролі кураторів для понад 50 чилійських підприємців. Учасникам «Start-Up Чилі» вдалося залучити кошти інвесторів із Північної Америки, Аргентини та Мексики на суму близько 8 млн дол.

Програмі «Start-Up Чилі» вдалося врахувати низку рекомендацій передового світового досвіду. Перш ніж розпочати безпосередню реалізацію програми, її організатори ретельно вивчили проблематику, тому мали чітке уявлення про завдання, що стояли перед ними. По-друге, передавши відбір учасників у руки сторонніх експертів, програмі вдалося врахувати потреби ринку. Відкритість конкурсу заявок також сприяла врахуванню потреб ринку: якби жодних заявок не надходило, це стало б чітким сигналом, що потрібно вносити певні зміни. Нарешті, організатори приділили велику увагу деталям, оперативного коригуючи виявлені недоліки під час реалізації програми. Сама Програма певною мірою суперечила здоровому глузду: нею передбачалося віддавати гроші платників податків тим, хто податки не заплатить і, до того ж, буде в країні лише тимчасовим гостем. Однак основне завдання Програми таке: використання зарубіжних підприємців як приклад для чилійців, які зможуть організувати свої власні підприємства і залишаться працювати на батьківщині.

**Висновки і перспективи подальших досліджень.** Програми державного регулювання венчурного фінансування нерозривно пов'язані з національними інноваційними системами і мають регіональні особливості. За реалізації державних програм особливу успішність продемонстрували ті, що враховують особливості

венчурного бізнесу та його глобальність. Програми, що реалізуються окремими країнами, мають низку відмінностей як за сумами наданого урядового фінансування, так і за величиною необхідних приватних коштів.

Приклади даних програм свідчать, що формування індустрії венчурного капіталу – процес тривалий. Він вимагає часу, точного уявлення про потреби та цілі, здатності аналізувати сильні і слабкі сторони країни. За наявності політичної волі ці завдання цілком здійсненні. Хоча перед Україною стоять проблеми, викликані недосконалістю її ринку, неможливістю інвестування коштів пенсійних фондів у венчурний капітал, нерозвиненістю фондового ринку і недостатнім знанням українськими фахівцями особливостей венчурного інвестування. Проблеми ці не складніші тих, із якими довелося зіткнутися Росії, Бразилії або Чилі під час розвитку власних ринків венчурного інвестування.

### Бібліографічні посилання

1. **Abramowitz M.** Resource and Output Trends in the United States since 1870. American Economic Review 46 (1956) / M. Abramowitz / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nber.org/chapters/c5650.pdf>.
2. **Solow R. M.** Technical Change and the Production Technical Change and the Aggregate Production Function. Review of Economics and Statistics 39 (1957) / R. M. Solow / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: **Ошибка! Недопустимый объект гиперссылки.** [faculty/mh5/class/econ489/SolowGrowthAccounting.pdf](http://faculty/mh5/class/econ489/SolowGrowthAccounting.pdf)
3. SBIC Program Overview [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.sba.gov/sites/default/files/SBICProgramOverview\\_June2012\(1\).pdf](http://www.sba.gov/sites/default/files/SBICProgramOverview_June2012(1).pdf).
4. YOZMA Program Overview [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.yozma.com/overview.pdf>.
5. Sitra Program Overview [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.sitra.fi/julkaisut/Toimintakertomus/2011/Sitra\\_Boardreport2011.pdf](http://www.sitra.fi/julkaisut/Toimintakertomus/2011/Sitra_Boardreport2011.pdf).
6. **Петренко І.** Сутність державної політики та державних цільових програм / І. Петренко / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.viche.info/journal/2566/>
7. Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере [Электронный ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fasie.ru/o-fonde>.
8. **Павловский С. В.** Инструменты финансирования и государственной поддержки развития малых промышленных компаний / С. В. Павловский // Корпоративные финансы. – 2011. – № 1(17). – С. 76 – 81.
9. **Lerner J.** Creating a Venture Ecosystem in Brazil: FINEP's INOVAR Project, Harvard Business School White Paper 12-099 (May 2012)/J. Lerner, A. Leamon / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.abvcap.com.br/Download/Artigos/1507.pdf>.
10. **Santana M. H.** Securities Exchanges for SMEs: BOVESPA's Novo Mercado and BOVESPA MAIS (May 15, 2006) / M. H. Santana / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://georgetownsebi.wikispaces.com/file/view/Securities+Exchanges+for+SMEs.pdf>.
11. “Start-Up Chile: April 2012,” Harvard Business School Case № 812-158 (Boston: Harvard Business School Press, 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.abvcap.com.br/Download/Artigos/1807.pdf>.

*Надійшла до редколегії 20.11.2013.*