

## Генезис інноваційної діяльності на основі венчурного інвестування: міжнародний досвід

У статті розглянута роль венчурного капіталу у підвищенні рівня інноваційного розвитку економіки. Розглядається ринок венчурного інвестування, який тісно пов'язаний з інноваційними процесами.

**Ключові слова:** венчурне інвестування, прямі інвестиції, венчурний ринок, венчурний капітал, інновації, інноваційна діяльність.

## Генезис инновационной деятельности на основе венчурного инвестирования: международный опыт

В статье рассмотрена роль венчурного капитала в повышении уровня инновационного развития экономики. Рассматривается рынок венчурного инвестирования, тесно связанный с инновационными процессами.

**Ключевые слова:** венчурное инвестирование, прямые инвестиции, венчурный рынок, венчурный капитал, инновации, инновационная деятельность.

This article deals with the role of venture capital in increasing of innovative economic development level. We consider the market for venture capital investment, which is closely linked to innovation processes.

**Key words:** venture capital investments, direct investments, venture capital markets, venture capital, innovation, innovation activity.

**Постановка проблеми.** В сучасних умовах спрямування фінансових потоків у русло забезпечення стійкого економічного зростання є одним з найважливіших завдань економічної політики держав. При цьому першочерговим є не просто збільшення інвестиційних потоків у національній економіці, а й активізація інноваційної діяльності. Здійснення інноваційного розвитку у країні залежить від багатьох факторів. Проте центральним елементом механізму перерозподілу фінансових ресурсів у сферу розвитку інновацій є венчурний капітал. Роль венчурного капіталу та його інституційних проявів у формуванні інноваційного шляху розвитку економіки, а також оптимальні форми та умови функціонування венчурного капіталу досліджують багато вітчизняних та зарубіжних вчених. Проблемними залишаються питання посилення інноваційної функції венчурного капіталу, а також джерел його формування. Суть проблеми в тому, що часто венчурне фінансування сприймається як фінансування інноваційних проектів, а збільшення венчурного капіталу сприймається як еквівалент інноваційної активності в економіці. Від розуміння та реалізації економічними суб'єктами венчурного капіталу як категорії інноваційного розвитку чи виключно ризикової категорії залежить його вплив на розвиток інноваційних процесів у країні.

**Аналіз досліджень та публікацій з проблеми.** Найбільш авторитетними вченими у питаннях функціонування венчурного капіталу є професори Гарвардського університету Джош Лернер та Пол Гомперс, а також професор Чикагського університету Самуель Кортум. У своїх працях вони приділяють увагу історії становлення та природі венчурного капіталу, детермінантам його накопичення, ролі держави у функціонуванні венчурного капіталу та безпосередньо впливу венчурного капіталу на інновації.

Практика венчурного фінансування нараховує багато інституційних форм, через які фінансові потоки можуть спрямовуватися у сферу інноваційної діяльності. Проте їх можна розділити на ті, що ініціюються завдяки державним програ-

мам, і ті, які існують унаслідок функціонування та розвитку фінансових ринків. Науковий інтерес представляє вплив різних форм венчурного капіталу, державної та приватної, на інноваційну активність.

**Мета статті.** Виявити зв'язок між рівнем розвитку національного фінансового ринку, доступністю венчурного фінансування та рівнем інноваційного розвитку. А також визначити джерела венчурного капіталу, які найбільш сприяють інноваційному розвитку.

**Виклад основного матеріалу.** Національна економіка будь-якої країни має в тому чи іншому ступені розвинутий інвестиційний потенціал, про що свідчать світовий досвід чи сукупність фінансових ресурсів, які потенційно можуть трансформуватися в інвестиції. Реальний перехід до економічного зростання може забезпечити його ринкова міць та ефективність, яка кількість ринків потрапляє у сферу інтересів капіталу, наскільки продуманими виявляться стратегічні рішення, що приймаються, буде залежати швидкість та довго тривалість цього етапу, що наочно показує практика економічної діяльності розвинутих країн. Це об'єктивно передбачає мобілізацію всіх наявних фінансових ресурсів країни (внутрішніх та зовнішніх) та спрямування їх на вирішення поточних та стратегічних завдань розвитку економіки. Отже, інвестиції зумовлюють зростання економіки та збільшення реального капіталу суспільства, збільшують виробничий потенціал країни, проте для реалізації такої політики необхідні фінансові ресурси, які спрямовуються у реальний сектор економіки.

Природа венчурного капіталу як особливого різновиду фінансового ресурсу зумовлена сучасним етапом науково-технічного прогресу. Венчурний капітал найбільш пристосований для інвестиційного забезпечення виробництва інновацій, пов'язаних із великою кількістю ризиків. Ризикове (венчурне) інвестування здійснюється у малі та середні приватні або приватизовані підприємства, чії акції не знаходяться у вільному продажі на фондовому ринку без надання ними якої-небудь

## ІННОВАЦІЙНО-ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА

застави чи зобов'язань. Інвестиції або спрямовуються в акціонерний капітал в обмін на частку чи пакет акцій, або надаються у формі інвестиційного кредиту, як правило, середньострокового, тобто на строк від 3 до 7 років.

У світовій практиці існує три підходи до співставлення понять венчурного та прямого інвестування [1]:

1. Венчурний капітал та прямі інвестиції є синонімами.

2. Прямі інвестиції є більш ширшим поняттям, а венчурні інвестиції – його складова, оскільки в основному мова йде про фінансування компаній на ранніх стадіях розвитку.

3. Венчурні та прямі інвестиції є непорівнянними поняттями, оскільки мають на увазі фінансування на різних стадіях розвитку компанії–реципієнта.

У контексті даної роботи венчурні інвестиції будемо вважати частиною прямих, які відрізняються тільки стадією здійснення інвестицій.

У західній практиці виділяють такі стадії розвитку компанії, на яких здійснюються венчурні інвестиції [2]:

1. *Посівна стадія (Seed)*. Це тільки проект чи бізнес-ідея, яку необхідно профінансувати для проведення додаткових дослідних робіт та розвитку бізнес-концепції компанії.

2. *Стартап (Start up)*. Нещодавно створена компанія, яка не має довготривалої ринкової історії. Фінансування для таких компаній необхідне для проведення науково-дослідних робіт та початку продажів.

3. *Початкова стадія (Early stage)*. Компанії, які мають готову продукцію та знаходяться на самій початковій стадії її комерційної реалізації. Такі компанії можуть не мати прибутку та, крім того, можуть потребувати додаткового фінансування для завершення науково-дослідних робіт.

4. *Розширення (Expansion)*. Компанії, які потребують додаткових інвестицій для фінансування своєї діяльності. Інвестиції можуть бути використані ними для збільшення обсягів виробництва та збуту, проведення додаткових маркетингових досліджень, збільшення основних фондів та робочого капіталу.

Перераховані стадії носять умовний характер, оскільки, по-перше, віднесення компанії до тієї чи іншої стадії носить суб'єктивно оцінний характер, по-друге, у деяких джерелах зустрічається більш глибокий поділ.

Крім перерахованих вище стадій венчурний капітал може бути використаний для [2]:

1. *Bridge financing (наведення мосту)*. Цей вид фінансування передбачений для компаній, які перетворені з приватних у відкриті акціонерні товариства та ті, що готуються провести IPO. Таке фінансування ще називають Mezzanine Financing.

2. *Management Buy-Out (випук керуючим)*. Інвестиції, які надаються управляючим та інвесторам існуючої компанії для придбання ними діючих виробництв чи бізнесу в цілому.

3. *Management Buy-In (випук керуючим зі сторони)*. Фінансові ресурси, які надаються венчурним інвестором керуючому чи групі керуючих зі сторони для придбання ними компанії.

4. *Turnaround (переворот)*. Фінансування компаній, які мають ті чи інші проблеми у своїй торговельній діяльності з метою набуття стабільності та міцнішого фінансового положення.

5. *Replacement Capital (замінюючий капітал) або Secondary Purchase* (вторинна покупка). Придбання акцій діючої ком-

панії іншим венчурним інститутом чи іншим акціонером/акціонерами.

Основна мета здійснення венчурних інвестицій – підвищити вартість компанії та вийти з бізнесу. При цьому прибуток складається з різниці між первісною вартістю компанії та вартістю реалізації. Зазвичай венчурні інвестиції носять фінансовий характер та полягають у здійсненні часткового фінансування, що пояснюється необхідністю встановлення контролю над компанією реципієнтом. Проте іноді мова може йти також про боргове фінансування через облигації чи векселі. Лізинг та кредит також можуть розглядатись як інструменти прямого інвестування, проте зазвичай тільки разом із пайовим.

Великі ризики, характерні для венчурних інвестицій, визначають також високий рівень прибутковості. Портфель венчурного фонду може складатися з багатьох проектів, на практиці в один проект інвестується не більше 10% обсягу фонду. З десяти проектів тільки один–два є успішними, прибутковість яких може перевищувати сотні і навіть десятки сотень процентів. Інші проекти не приносять суттєвого прибутку або ліквідуються. Проте успішні інвестиції дозволяють фондам досягати прибутковості у 30–50% річних (залежно від стадії).

Фонди створюються під конкретні проекти, на певний строк, при цьому після закінчення завчасно встановленого строку фонд повертає кошти своїм інвесторам. Тому при проведенні оцінки компанії на початковому етапі розглядаються та оцінюються всі шляхи виходу з інвестицій, основними з яких є:

– IPO – один із переважних виходів з інвестицій, який передбачає ринкову оцінку компанії;

– продаж компанії стратегічному інвесторові;

– MBO (Management Buy-Out) – викуп компаній менеджерами, за якого менеджмент компанії стає її власником, залучаючи для цього позикові кошти;

– ліквідація компанії.

Венчурні інвестиції, які здійснюються на ранніх стадіях розвитку компанії, в деяких випадках є практично єдиним джерелом фінансування. Особливо це стосується компаній з інноваційною спрямованістю, для яких характерні великі інвестиційні ризики. Ступінь розвиненості венчурного інвестування визначає розвиток інноваційного підприємництва, а отже характеризує темпи зростання та конкурентоспроможність усієї економіки, а також можливості для стійкого розвитку підприємницьких структур.

На макrorівні важливість венчурного інвестування визначається, крім всього іншого, впливом на розвиток фондового ринку. Якщо розглядати IPO як найбільш ефективний спосіб виходу з інвестицій, то венчурні інвестори є поставальниками компаній для фондового ринку. Іншими словами, венчурні інвестори «створюють» інвестиційні об'єкти для портфельних інвесторів. Проведення IPO розширює спектр інвестиційних інструментів, активізує розвиток ринку акцій другого та третього ешелонів, а також спеціальних біржових секторів інноваційних та швидкозростаючих компаній. У підсумку вже портфельні інвестори отримують нові об'єкти інвестування, що надає компаніям нові можливості для залучення інвестицій. У США в середньому близько 30% компаній, які вперше випускають акції для вільного обігу на біржу, спочатку були «вирощені» саме за рахунок коштів та зусиль венчурних інвесторів [3].

Розуміння макроекономічної важливості венчурних інвестицій має велике значення. За деякими оцінками, саме венчурні інвестиції зробили найбільший внесок у швидкому становленні світового економічного лідерства США, що вкладається в загальну концепцію лідерства на основі інновацій. Венчурне інвестування зародилося після Другої світової війни і здебільшого було спрямовано на комерціалізацію технологій, розроблених у військових цілях. Широке розповсюдження цей термін отримав у 50-ті роки у США у Силіконовій долині. Таким чином на сьогодні історія венчурного інвестування нараховує більше 50 років [4].

Через недостатню розвиненість інвестиційних механізмів та фінансових інститутів, у тому числі «молодості» фондового ринку, як однієї з основних майданчиків виходу венчурних інвесторів галузь венчурних інвестицій розвинута слабо.

На ринку прямих та венчурних інвестицій у всьому світі пріоритетними є інституційні інвестори. В США близько 40% венчурних фондів сформовано на кошти пенсійних та страхових компаній, яким дозволено вкладати до 10% своїх активів у венчурні фонди.

### Висновки

Аналізуючи вищесказане, можна стверджувати, що: висока ступінь доступності венчурного капіталу характерна для країн із розвинутим фінансовим сектором; розвиток фінансових інститутів та доступ до венчурного фінансування сприяє значному розповсюдженню інновацій в національній економіці. Не менш важливим питанням є не тільки розвиток венчурних фондів, а й забезпечення їх адекватності функціям, що на них покладені. Для посилення впливу венчурного фінансування на інноваційну діяльність необхідно робити акцент на приватних джерелах фінансування, фінансові ресурси мають перерозподілятися через фінансові ринки. Для цього державі, крім вжиття заходів із покращення підприємницького середовища, необхідно вести політику з розвитку інфраструктури національного фінансового ринку, підвищення його капіталізації, забезпечення транспарентності та інтеграції у глобальний фінансовий простір.

Виходячи з досвіду розвитку венчурної індустрії на заході вже сьогодні можна казати про те, які умови мають бути виконані, щоб венчурні фонди відігравали дійсно важливу роль у фінансуванні галузей української економіки, які зростають.

Перша умова для розвитку венчурних фондів – доступ до джерел фінансування інвестицій. На сьогодні відповідно до діючого закону ані фізичні, ані інституційні інвестори (інвестиційні та пенсійні фонди) не можуть інвестувати у венчурні фонди. Це суттєво скорочує потенційну інвестиційну базу для венчурних інвестицій. Бурхливий розвиток венчурних фондів у США почалося саме після того, як пенсійним фондам було дозволено інвестувати до 10% своїх активів у венчурні проекти. По суті, джерелами фінансування венчурних фондів в Україні на сьогодні можуть стати або вільні кошти український фінансово-промислових груп, або кошти зарубіжних

інвесторів (приватні чи інституційні). Про масштабну присутність останніх говорити рано, оскільки ні репутація української венчурної індустрії, ні українське бізнес-середовище в цілому недостатньо привабливі для них.

Друга дуже важлива умова – створення можливостей структурування угоди, які б обмежували ризики фонду. Мова йде про інструменти власності з властивостями опціону – привілейовані акції та облігації, що конвертуються. Стосовно звичайних привілейованих акцій, які присутні на українському ринку, то, по-перше, вони не дають права на участь в управлінні, по-друге, вони можуть становити лише 10% статутного фонду, що може виявитись недостатнім для венчурного проекту.

Єдиним інструментом, який може використовувати венчурний інвестор в Україні, залишаються звичайні акції, і це характерно для діяльності фондів приватного капіталу на більшості ринків, що розвиваються. Недоліком тут є відсутність страховки для інвестора на випадок несприятливого сценарію реалізації проектів. Крім того, в умовах недостатньо високих стандартів корпоративного управління венчурному інвесторові для гарантії своїх прав власності необхідно мати значний або навіть контрольний пакет акцій.

Третя умова – розвиток ринку акцій і створення умов для IPO. Це, своєю чергою, потребує розвитку інвестиційної бази – передовсім зростання активів пенсійних та інвестиційних фондів. За умови відсутності фінансового ринку та можливості IPO єдиною можливістю виходу з інвестицій для фонду залишається продаж пакету стратегічному інвесторові, але це заздалегідь означає суттєво меншу конкуренцію серед покупців, недооціненість за умови продажу, а отже віддача від венчурного проекту може виявитись недостатньою для забезпечення зацікавленості всіх сторін угоди.

Незважаючи на те що виконання перерахованих умов потребує часу та зусиль як з боку законодавців та уряду, так і інвестиційної галузі, в Україні є також підстави для обережного оптимізму. Перш за все це наявність галузей, які володіють далеко не вичерпним потенціалом зростання, а отже проектів, які потребують фінансування та потенційно вигідних для венчурного інвестора.

### Список використаних джерел

1. Поручник А.М., Антонюк Л.Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: Монографія. – К.: КНЕУ, 2000. – 172 с.
2. Andrew Metrick Venture capital and the finance of innovation / Andrew Metrick, Ayako Yasuda. – 2nd ed., 2011.
3. Гальперин С.Б., Дороднева М.В., Мишин Ю.В., Пухов Е.В. Механізм аналізу і прогнозу діяльності корпоративних структур / Под ред. С.Б. Гальперина. – М.: Новый век, 2008. – 58 с.
4. Lerner J. Boulevard of Broken Dreams^ Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to Do About It (The Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship) / Lerner J/ – Princeton University Press. 2009/ – 248 p.