

УДК 631.164.23:330.341.1

Лаврук В.В.

ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТУВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

У статті досліджено створення і розвиток механізму венчурного інвестування інноваційних проектів. Виявлено, що венчурне фінансування залишається одним із найважливіших джерел капіталу для підприємств, швидке зростання та розвиток яких постійно потребує додаткових зовнішніх інвестицій.

Ключові слова: *венчурний капітал, венчурні інвестиції, венчурні фонди, інновації, інноваційна діяльність, інвестування.*

Постановка проблеми. Венчурний бізнес є порівняно новим терміном для української економічної практики, хоча проблема розвитку механізмів венчурного інвестування розглядалася українськими вченими ще у середині 1980-х років. В умовах сьогодення в країні важливим завданням є пошук нетрадиційних шляхів інвестування нових розробок. Одним із можливих напрямів вирішення цієї проблеми може бути розвиток венчурної індустрії. Світовий досвід свідчить, що країни, які послідовно забезпечують безперервний та якісний трансферт наукових знань у нові технології та виробу, отримують значні переваги в забезпеченні стійких темпів економічного розвитку. У свою чергу інноваційний розвиток передбачає залучення венчурного капіталу як необхідного атрибуту. Венчурний капітал за певних умов може стати ефективним джерелом фінансового забезпечення наукових розробок та перетворення їх на конкурентоспроможний продукт, що обумовлює актуальність теми статті.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У ринковій економіці фінансування будь-якої господарської діяльності містить елемент ризику. В цей же час венчурний капітал співвідноситься лише з певними джерелами і об'єктами вкладень. У вітчизняній і зарубіжній літературі дається немало визначень венчурного капіталу проаналізувавши які можна виділити основні риси цієї економічної категорії: ризиковий та пов'язаний з інноваціями.

Теоретичні і практичні аспекти інвестиційної складової інноваційного розвитку розглядаються в наукових розробках українських вчених: В. Васенко, О. Гальчинського, О. Гудзинського, І. Бланка, С. Володіна, О. Дація, М. Дем'яненка, О. Крисального, М. Кропивки, П. Макаренка, М. Маліка, О. Прокопенко, П. Саблука, О. Савченка, В. Трегобчука, О. Тивончука, О. Ульяновченка, Л. Федулової, С. Хамініч, О. Школьного, В. Яценка.

Проблемам та особливостям інвестиційного забезпечення присвячено праці провідних учених, зокрема таких як В. Борисова, А. Гайдуцький, О. Гудзь, С. Кравченко, Г. Лайко, Г. Мостовий, М. Кісіль, О. Олійник, Б. Пасхавер, В. Юрчишин та ін. В цей же час питання венчурного інвестування інноваційного розвитку господарюючих суб'єктів досліджено недостатньо.

Мета статті. Метою дослідження є обґрунтування науково-методологічних засад використання венчурного інвестування для забезпечення ефективного інноваційного розвитку підприємств.

Виклад основного матеріалу. Розвиток венчурного бізнесу в Україні розпочався після створення Фонду «Україна» (1992 р.). На сьогодні цей Фонд здійснив інвестиції на загальну суму понад 10 млн. дол. США. У 1994р. на українському ринку з'явився Western NIS Enterprise Fund з початковим капіталом у сумі 150 млн. доларів, який надав уряд США, а у 1998 р. приступив до роботи Blak Sea Fond [2, с. 47].

У цьому ж самому році була створена компанія Euroventures Ukraine із загальною капіталізацією 30 млн. дол. США. Значна частина фінансування через ці фонди здійснюється за рахунок коштів Європейського банку реконструкції та розвитку (за виключенням Western NIS Enterprise Fond). Протягом цього часу українських венчурних фондів, створених за українськими законами, поки що не було зареєстровано.

Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [7], який був прийнятий 15 березня 2001 року, започаткував утворення абсолютно нових для перехідної економіки України інститутів фінансового ринку, але після першого читання не передбачав венчурних фондів. Ідея поєднати можливість управління класичними взаємними (в Україні – корпоративними) фондами та юніт-трастами (у нас – пайовими фондами) з управлінням венчурними фондами пропонувалася під час підготовки закону до другого читання і виявилася доцільною, оскільки відповідала специфічній задачі оптимізації фінансових потоків, легалізації та ефективному використанню вивезених за кордон коштів за рахунок створення відповідного податкового середовища. Поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого. У нас це специфічний інститут спільного інвестування, де процеси формування, існування та закриття інтегровані в загальні правила діяльності інститутів спільного інвестування та компаній з управління активами.

Всі діючі на території України зарубіжні фонди умовно можна розділити на дві групи: активно діючі фонди; фонди, що заявили про свою зацікавленість в присутності на українському ринку, але ще не проявили ділової активності («пасивні» фонди). Розподіл фондів на «активні» і «пасивні» ґрунтується на відомостях про обсяги здійснених в Україні інвестицій. Найбільшою активністю в нашій країні характеризуються фонди щойно сформовані і діючі за участю міжнародних фінансових організацій і держав-донорів. Майже всі українські венчурні фонди працюють із зарубіжними капіталами, а очолюють їх іноземні менеджери [2, с. 48].

Криза 2008 р. достатньо сильно вплинула на вітчизняний венчурний бізнес. В результаті різко знизилася прибутковість окремих проектів, а існування багатьох з них було поставлене під загрозу. А тому значна частина інвесторів до весни 2009 р. продали свої проекти або активно вели пошук можливості виходу з них. Свою діяльність в Україні продовжили 50–60% інвестиційних фондів. На даний час криза довіри подолана, спостерігається

зростання інтересу іноземних інвесторів до нашої країни. Так, декілька великих фінансових структур оголосили про свої наміри створити нові венчурні фонди.

Найбільшими компаніями є Western NIS Enterprise Fund, Euroventures Ukrainian Fund, Інвестиційна компанія «Інеко» і ін. Розглянемо характеристики провідних суб'єктів венчурного інвестування в Україні (табл. 1).

Таблиця 1

Характеристика провідних суб'єктів венчурного інвестування в АПК України

<i>Назва фонду/компанії</i>	<i>Рік відкриття в Україні</i>	<i>Розмір інвестиційного капіталу, походження капіталу</i>	<i>Основні напрями інвестування в галузі АПК</i>	<i>Проекти, в стадії реалізації</i>
Western NIS Enterprise Fund (Фонд підтримки підприємств в західних Нових незалежних д-ах)	1995	150 млн. дол. США, засоби надані урядом США	Харчова промисловість, сільське господарство	Морозиво «Троянда», соняшникова олія «Сонола», концерн «АВК»
Euroventures Ukrainian Fund	1998	26 млн. євро, засоби надані ЄБРР, Голландським банком розвитку, приватний іноземний к-л	Харчова промисловість	Мережа магазинів «Фуршет», виробництво квасу «Ярило», IDS (мінеральна вода «Миргородська»), Русановський м'ясокомбінат
Інвестиційна компанія «Інеко»	1994	Національний капітал	Пивоварна промисловість	ПАТ «Ніжинське пиво»

Джерело: [3].

Дійсно, не дивлячись на те, що в країні широко пропагується модель відособлених венчурних утворень, в даний час все більше фондів створюється у формі кептивних і напівкептивних. Кептивним вважається залежний або напівзалежний інвестиційний фонд, який інвестує виключно на користь своєї материнської компанії. До характерних особливостей такого фонду відноситься можливість інвестувати капітал тільки вищестоящої організації (оскільки у нього немає інвесторів), а також відсутність кінцевого терміну існування. Як правило, такі фонди є довгодіючими, оскільки у них відсутні обмеження за обсягом капіталу, що знаходиться в управлінні (материнська компанія може не тільки вносити додатковий капітал, але й вилучати його на свій розсуд). Напівкептивні фонди поєднують інвестиції материнської компанії і сторонніх інвесторів. Вони не є повністю незалежними, але на відміну від кептивних фондів можуть бути закритими, оскільки число інвесторів в них є фіксованим. Основною метою утворення кептивних і напівкептивних фондів є пошук, селекція і фінансування інноваційних проектів, які знаходяться в зоні інтересів основного бізнесу корпорацій.

Зазначимо, що межі між чисто венчурними і прямими інвестиціями досить умовні, оскільки умовно саме розділення періоду розвитку компаній на стадії. У даному дослідженні під венчурним капіталом ми розуміємо той капітал, що інвестується в інноваційні проекти, які знаходяться на початкових стадіях розвитку. Під прямими інвестиціями вважаються грошові вкладення в середні і великі проекти з метою підвищення їх ефективності і подальшого зростання.

Венчурний капітал не просто тісно пов'язаний з інноваціями. Він є критичним чинником в інноваційному процесі. Технологічні революції, що призвели до трансформації цілих галузей економіки, очолювалися фірмами з підтримкою венчурним капіталом. Так, наприклад, були профінансовані венчурним капіталом фірми, що йшли попереду кожного нового покоління комп'ютерних технологій (персональні комп'ютери, програмне забезпечення і ін.) [6, с. 15–17].

Ринок венчурного капіталу прийнято ділити на формальний (інституційний) і неформальний сектори. Інституційний сектор представлений в основному фондами венчурного капіталу, а неформальний – індивідуальними інвесторами. Суб'єктами ринку венчурного капіталу є:

- 1) інвестори венчурного капіталу – юридичні і фізичні особи, що надають фінансові кошти для ризикових вкладень в компанії;
- 2) компанії венчурного капіталу – ті, що управляють засобами, одержаними від інвесторів і розміщують їх в різні інноваційні проекти;
- 3) реципієнти ризикового капіталу – компанії, які фінансуються венчурним капіталом.

Венчурні підприємці виступають в ролі посередників між інвесторами і реципієнтами ризикового капіталу. Неодмінною умовою вкладень є наявність інноваційної ідеї і ефективного менеджменту. Діяльність венчурного підприємця відбувається по замкнутій схемі: збір засобів інвесторів – пошук відповідних компаній і інвестиції в них – формування доданої вартості в компанії – вихід з компанії і повернення грошей інвесторам.

Інституційними інвесторами ризикового капіталу, як правило, виступають пенсійні фонди, страхові компанії, великі банки і фінансові інститути, корпорації і державні структури. Організаційні структури венчурного капіталу досить різноманітні: публічні фонди венчурного капіталу, венчурні фонди компаній, фонди ризикового капіталу фінансових інститутів, інвестиційні компанії малого підприємництва, державні венчурні фонди.

Неформальний ринок венчурного капіталу представлений, як наголошувалося вище, індивідуальними інвесторами, які вкладають свої фінансові ресурси в розвиток нових і малих підприємств, акції яких не котируються на біржі [1, с. 27]. Їх прийнято називати «бізнес-ангелами». Венчурний капітал, що надається бізнес-ангелами, іноді називають «терплячим капіталом», оскільки інвестори, як правило, не вимагають виплати відсотків або дивідендів протягом всього інвестиційного періоду. Формальний і неформальний ринки венчурного капіталу взаємопов'язані і доповнюють один одного. Тому у разі успішного розвитку кожне підприємство, що фінансується

«бізнес-ангелом», має достатньо високі шанси одержати більш значні інвестиції в інституційних фондах ризикового капіталу. Досить цікавою є структура ринку ризикового капіталу (рис. 1).

На відміну від банківського кредитування ризикове інвестування в основному здійснюється в розвиток малих і середніх підприємств без надання ними застави. Венчурні компанії вкладають капітал у ті підприємства, акції яких повністю розподілені між акціонерами. Інвестиції спрямовуються в акціонерний капітал в обмін на частку чи пакет акцій або ж надаються у формі інвестиційного кредиту, як правило, на термін від 3 до 7 років. Процентна ставка за такими кредитами може не встановлюватися або ж становить на 2–4 % більше лондонської міжбанківської ставки пропозиції LIBOR.

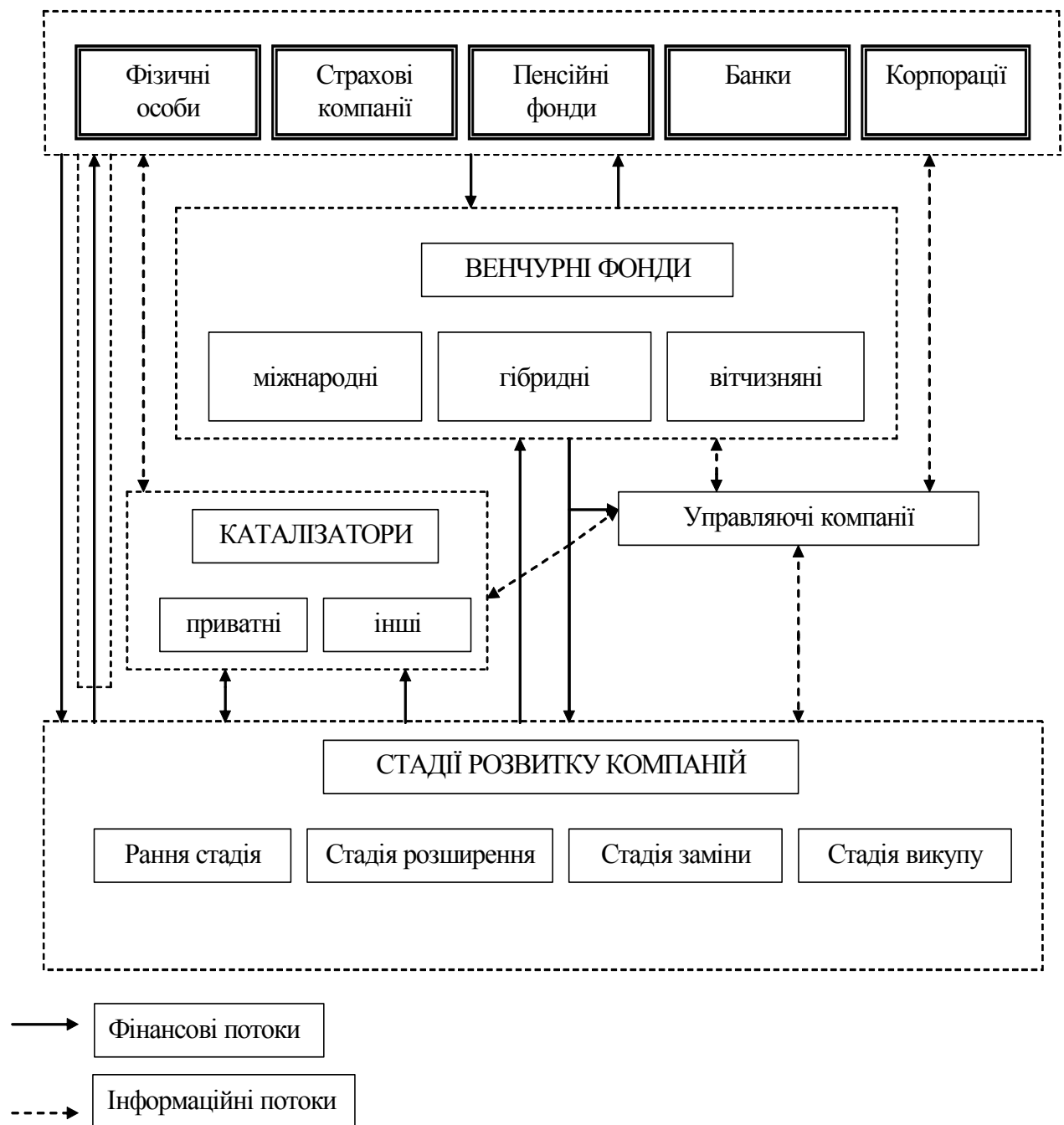


Рис. 1. Структура ринку венчурного капіталу

Джерело: [3].

Найбільш поширеною є комбінована форма венчурного інвестування, при якій одна частина засобів вноситься в акціонерний капітал, інша – надається у формі інвестиційного кредиту. Реалізація венчурних інвестицій здійснюється за двома напрямками інвестиційних ситуацій: інвестиції в нові компанії, які швидко розвиваються, а це в основному технологічно орієнтовані компанії; фінансування реструктурування компанії через викуп власним або стороннім менеджментом.

Принциповою відмінністю венчурного від стратегічного інвестора є те, що венчурний інвестор не прагне придбати контрольний пакет акцій компанії (принаймні, на етапі первинного інвестування). Купуючи пакет акцій або їх частку, значно меншу, ніж контрольний пакет, інвестор розраховує, що менеджер компанії використовуватиме його гроші для забезпечення її зростання і розвитку бізнесу. У ризиковому бізнесі прийнята наступна класифікація компаній, що претендують на отримання інвестицій залежно від стадії розвитку, на якій вони знаходяться: ранні стадії – «проект, бізнес-ідея» (seed), «створена компанія» (start up), «початкова стадія» (early-stage); фінансування розвитку – «розширення» (expansion).

За результатами досліджень дві з десяти венчурних програми зазнають невдачі, шість мають прибутковість не більше середньої ринкової і лише дві виявляються успішними і забезпечують надвисокий прибуток. Цей феномен відомий як «правило 2:6:2». Ризикове фінансування за своєю природою відноситься до довгострокового інвестування, яке в середньому передбачає отримання прибутку через три-п'ять років, а в окремих випадках через шість-десять. Інвестиційний період залежить від циклічності діяльності підприємства, яке здійснює венчурний проект. Дослідженнями виявлено наступну закономірність: чим більшого успіху досягло підприємство в своєму розвитку, тим нижчий рівень прибутковості, на яку ризикові інвестори претендуватимуть на початку фінансування. Крім цього, як свідчить практика, успішним підприємствам потрібно значно більше часу, щоб довести свою життєздатність. Слід зазначити, що «погані» інвестиції звичайно виявляються протягом першого року, тоді як «хороші» можуть давати віддачу через п'ять років. Ринкова вартість може зменшитися в перші роки діяльності на 20–25 % [8, с. 52].

Процес формування венчурного фонду носить назву «збір засобів», після завершення якого починається робота по пошуку, знаходженню, вибору, оцінці і входженню в компанію, що інвестується. Названий процес складається з наступних етапів: deal-flow (відбір компаній) і due diligence (ретельне спостереження). Фонди ризикового інвестування, як правило, тільки управляють венчурним капіталом, не володіючи ним. Вони одержують винагороду від власників капіталу відповідно до умов договору між фондом ризикового інвестування і його засновниками. Фонди мають вбудований механізм диверсифікації ризику. Він полягає у тому, що тут об'єднується багато фінансових джерел і ризик розподіляється через підтримку венчурних проектів, які відносяться до різноманітних сфер використання і знаходяться на різних стадіях реалізації, регіонах і галузях.

Механізм ризикового інвестування, що ілюструє системно-цілісний характер даного процесу, зображено на рисунку 2.

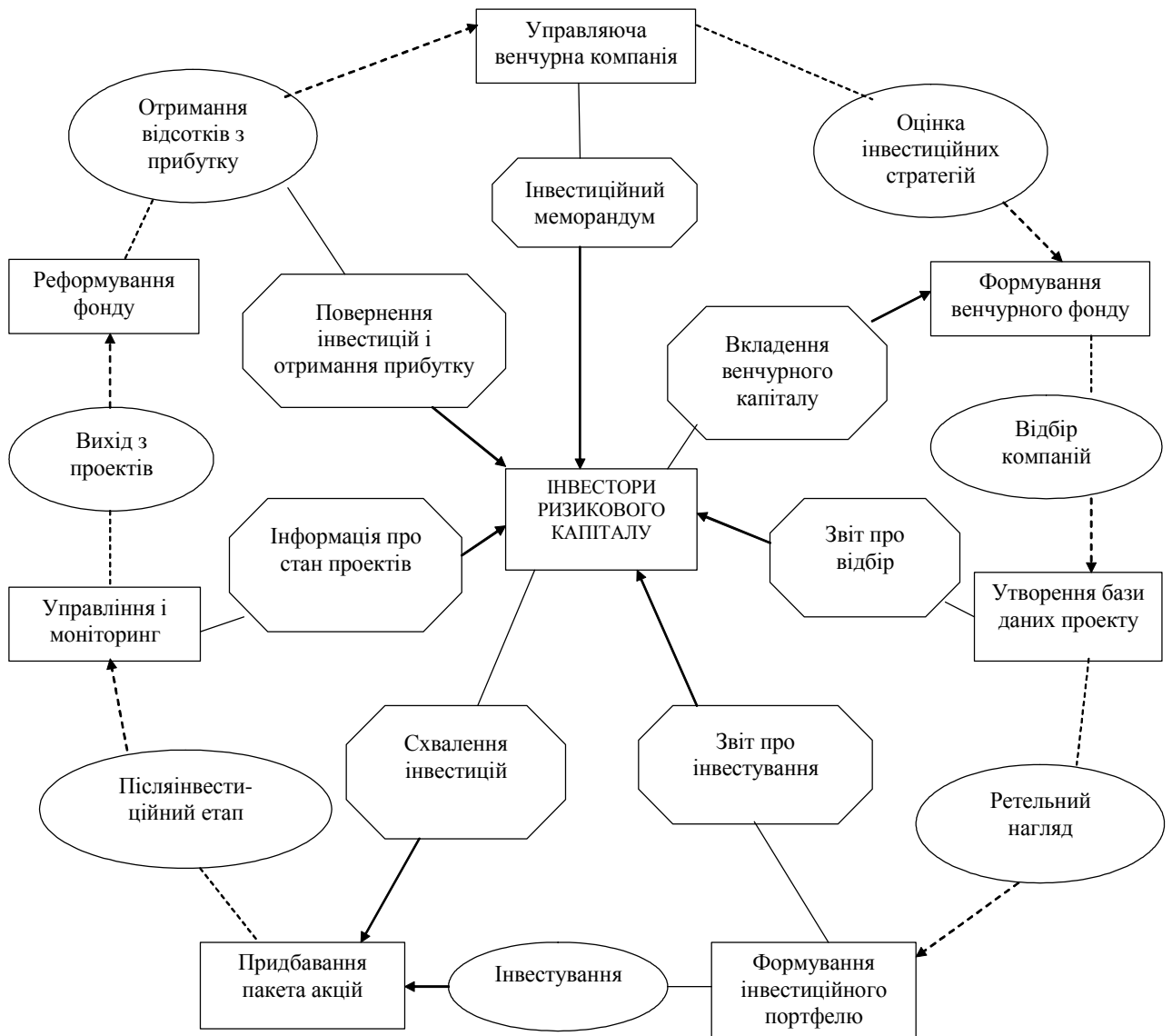


Рис. 2. Механізм венчурного інвестування

Джерело: [3].

Для того, щоб знизити ризик і підвищити ефективність інновацій, необхідне формування економічного механізму інтеграції науки в структуру агровиробництва. Для вибору найбільш ефективних форм і методів інноваційної активності в агропродовольчому комплексі необхідний, перш за все, науково обґрунтований менеджмент, який забезпечує формулювання мети і вибір стратегії, підготовку інноваційних проектів, управління проектами, ризиками, персоналом, створенням, освоєнням і якістю нової техніки, оцінкою ефективності інновацій.

Важливе місце за цих умов належить вибору мети та інноваційної стратегії. Саме від цього залежить визначення найбільш доцільних напрямків економічної і науково-технічної політики, заснованої на довгостроковому

прогнозуванні розвитку аграрної сфери в ринковому середовищі, врахуванні сукупності зовнішніх і внутрішніх факторів, ресурсних обмежень на макро-, мезо- і мікрорівнях.

Інноваційна стратегія, що сприяє інноваційній активності, може бути: наступальною – метою є лідируюча позиція на ринку; оборонною, коли доцільніше триматися слідом за «лідером» для запозичення його нововведення з внесенням деяких змін; імітаційною, якщо знаходячись за обома групами, використовувати їх досягнення та уникати помилок; залежною – метою є самозбереження і виконання субконтрактних робіт для підприємств-новаторів. Дані види інноваційної стратегії можуть застосовуватися як окремо, так і в комбінованому вигляді на різних рівнях розвитку аграрної сфери.

Отже, до основних принципів венчурного фінансування слід віднести: диверсифікацію ризику між партнерами на основі широкого залучення зовнішніх інвесторів, поетапність фінансування, опосередковану участь в капіталі стартових компаній, надання консалтингових послуг. Враховуючи існуючий ризик необхідно усвідомлювати, що раціонально використовувати венчурне фінансування можна лише у тому випадку, коли очікувана прибутковість даного бізнесу достатньо висока (більше 30%). Звичайно, встановлюють наступні середні значення очікуваної прибутковості залежно від напрямку інвестування: венчурні програми – 30%, нова продукція – 30%, розширення функціонуючого бізнесу – 15%, традиційна технологія – 10% [4, с. 71].

За результатами проведених досліджень очікувані значення прибутковості розподіляться таким чином: венчурні програми – 25%, нова продукція – 20%, розширення функціонуючого бізнесу – 23%, традиційна технологія – 12%, прогресивні індустріальні технології – 20%.

Процес інвестування ризикового капіталу, залучаючи приватний капітал до управління виробничими формуваннями, дозволяє досягти високих темпів їх розвитку і отримати значну додану вартість в реалізованому ними продукті. За результатами опитування представників компаній з венчурним капіталом інвестори привносять в них щось більше, ніж просто фінанси. Це і корпоративна стратегія, обмін ідеями і маркетингова інформація.

Разом з тим, венчурне інвестування має переваги і багато недоліків, які найкраще проявляються при порівнянні з іншими формами інвестування інноваційних проектів на виробництві (табл. 2) [1; 3; 6; 9].

Таблиця 2

Переваги і недоліки різних форм інвестування інноваційних проектів

Джерела фінансування	Обмеження	Переваги	Недоліки
Венчурний капітал	Компанія повинна показувати потенційне зростання, унікальність ідеї, високу кваліфікацію менеджменту	Використання досвіду венчурного капіталу в області менеджменту і фінансів, «міцність» власного капіталу, засоби не витрачаються на оплату боргу, відсутність забезпечення	Значні труднощі отримання, великі витрати часу, «розбавлення» акцій, здійснення повного контролю за діяльністю
Кредити	Заставне забезпечення, якісна кредитна історія компанії, вимоги до прогнозованого плану розвитку проекту	Гнучкість в запозиченні і обслуговуванні боргу, відсутність оперативного контролю над використанням засобів, відсутність «розбавлення» акцій	Вимоги до ліквідної застави і до додаткового забезпечення, високі процентні ставки, недовгі терміни кредитних ліній
Державне фінансування	Соціальна значущість, необхідність відповідності компанії певним стандартам, цільове надання засобів	Відсутність «розбавлення» акцій, надається навіть у випадках, коли неможливо одержати фінансування з комерційних джерел; для виплати необхідний менший обсяг засобів, надається на триваліший термін	Обмеження на використання, контроль над використанням, труднощі в отриманні, як правило, невеликі обсяги
Лізинг	Необхідне додаткове забезпечення, обов'язковість мати передбачений грошовий потік	Відсутність «розбавлення» акцій, невеликий розмір платежів при тривалій оренді	Необхідне додаткове забезпечення, в кінці терміну оренди потрібні додаткові платежі
Прямі інвестиції	Стійка позиція на ринку, кваліфікований менеджмент	Використання інвестором досвіду по даному напрямку діяльності	Здійснення повного контролю процесу ухвалення рішень, втрата контролю над компанією

Джерело: [5].

Становлення венчурного капіталу співпало за часом з бурхливим розвитком комп'ютерних технологій і зростанням добробуту середнього класу населення. Сучасні гіганти комп'ютерного бізнесу: Dec, Apple Computers, Compaq, Sun Microsystems, Microsoft, Lotus, Intel зуміли забезпечити досягнення значних рубежів завдяки венчурному капіталу. Більше того, активне зростання позицій таких нових галузей, як персональні комп'ютери і біотехнологія, виявилось можливим в основному за участю венчурних інвестицій [5].

Висновки. Отже, венчурний капітал виступає одним з найважливіших джерел фінансування інноваційної діяльності. Він є високоризиковим пайовим (акціонерним) капіталом, що інвестується в компанії з перспективами великого зростання, які пов'язані з нововведеннями і управляються спеціалізованими фірмами. Потреба венчурного капіталу в основному викликана кризою нововведень в результаті зростання великих агрокорпорацій, активним розвитком мікроелектроніки і малого підприємництва. А тому задача венчурного бізнесу полягає в забезпеченні стійкої комунікації між замовниками інновацій і їх виконавцями.

Список використаних джерел

1. Андрощук Г.А. Фінансування інновацій і роль венчурного капіталу: бізнес-ангели / Г.А. Андрощук // Інтелектуальна власність. – 2003. – № 9. – С. 25–29.
2. Баранецький І.О. Особливості та перспективи розвитку венчурного підприємництва в Україні / І.О. Баранецький // Формування ринкових відносин в Україні. – 2004. – № 4. – С. 46–52.
3. Васенко В.К. Агропарки як важливий інструмент активізації інноваційної діяльності в аграрному секторі економіки України // Економіка АПК. – 2004. – № 9 (119). – С. 84–88.
4. Гайдуцький А.П. Економічні механізми забезпечення інвестиційної конкурентоспроможності аграрного сектора економіки / А.П. Гайдуцький // Економіка України. – 2003. – № 2. – С. 69–73.
5. Галиця І.О. Активізація діяльності інноваторів в сучасних умовах економічного розвитку / І. Галиця // Проблеми науки. – 2006. – № 11. – С. 2–6.
6. Денисюк В.А. Венчурний капітал як джерело фінансування в інноваційному процесі / В.А. Денисюк // Проблеми науки. – 2001. – № 8. – С. 12–23.
7. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001 р. – № 21. – Ст. 103.
8. Тарадайко Д.О. Сутність і особливості формування ринку венчурного капіталу в умовах інноваційного розвитку / Д.О. Тарадайко // Вісник Донецького університету економіки і права. – Донецьк: ДонУЕП. – 2005. – № 2. – С. 49–58.
9. Тарадайко Д.О. Удосконалення організації системи венчурного фінансування на рівні регіонів країни / Д.О. Тарадайко // Вісник ДонДУЕТ. – Донецьк: ДонДУЕТ. – 2006. – № 3 (31). – С. 205–212.

Подано до редакції 05 березня 2012 року

Лаврук В.В.

Венчурное инвестирование инновационной деятельности

В статье исследовано создание и развитие механизма венчурного инвестирования инновационных проектов. Выявлено, что венчурное финансирование остается одним из важнейших источников капитала для предприятий, быстрый рост и развитие которых постоянно нуждается в дополнительных внешних инвестициях.

Ключевые слова: *венчурный капитал, венчурные инвестиции, венчурные фонды, инновации, инновационная деятельность, инвестирование.*

Lavruk V.V.

Venture investing of innovative activity

Creation and development of mechanism of the venture investing of innovative projects are investigational in the article. It is educed, that the venture financing remains one of major sousces of capitals for enterprices hasty growth and development of that constantly need additional external investments.

Keywords: *venture capital, venture investments, venture funds, innovations, innovative activity, investments.*

Лаврук Віталій Валерійович – доктор економічних наук, в.о. професора, завідувач кафедри фінансів і кредиту Подільського державного аграрно-технічного університету.