Н.В. **Андреюк**, канд. екон. наук, доц.

ІНСТИТУТИ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ: СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ

Розглянуто сутність інститутів венчурного інвестування в Україні; стан і перспективи їх розвитку.

The essence of institutes of the venture investing in Ukraine is considered; state and prospects of their development are analyzed.

Ключові слова: інститут венчурного інвестування, венчурний капітал, венчурний фонд, венчурне інвестування.

Keywords: institute of the venture investing, venture capital, venture fund, venture investing.

Реалізація національної стратегії розвитку, спрямованої на формування його інноваційності та забезпечення високих соціальних стандартів життя зумовлює необхідність застосування відповідних форм нагромадження капіталу в інноваційній сфері. А в умовах сучасної кризи питання пошуку джерел фінансування інноваційно активних підприємств є особливо актуальним, тому що керівники більшості підприємств змушені відмовитись від застарілого обладнання, випуску неконкурентоспроможної продукції і перейти на інноваційно-орієнтований шлях розвитку. Головною проблемою при цьому є фінансове забезпечення інноваційних проектів з високим ступенем ризику. Одним із шляхів зниження ризиків інвесторів можна розглядати таку форму організації інвестиційного процесу, як венчурна інвестиційна діяльність, що набула широкого поширення в світі.

В більшості розвинутих країн венчурний капітал посідає одне з провідних місць у фінансуванні інноваційного підприємництва, є тим органічно необхідним елементом сукупного господарського механізму, що дозволяє реалізовувати нововведення на найкритичніших етапах їхнього освоєння і комерціалізації, тобто там, де інші механізми не спрацьовують. У найбільш розвинених країнах венчурні інвестиції вимірюються десятками мільярдів доларів.

Необхідність активного залучення і ефективного використання венчурного капіталу потребує розвитку досліджень його сутності, специфіки форм інвестування в об'єкти інноваційної діяльності, визначення змісту та структури організаційно-економічного механізму використання венчурного капіталу, який забезпечує взаємовигідну взаємодію між інноваційними підприємствами та венчурними інвесторами.

Світова економічна думка вивчає цю проблему за умов розвиненої ринкової економіки, у якій інноваційна сфера відіграє провідну роль у розширеному відтворенні, а венчурний капітал складає помітну частину суспільного капіталу. Однак тематиці використання венчурного капіталу в інноваційній діяльності все ще приділяється недостатня увага. Недавні дослідження зарубіжних авторів, що розкривають роль

венчурного капіталу в стимулюванні інновацій і створенні нових високотехнологічних компаній, викладені в працях З. Кортума, Д. Лернера, Т. Хеллманна, М. Пюрі, М. Аоки, П. Робертсона, Р. Ланглуі та ін.

В Україні проблема залучення венчурних інвестицій з'явилась лише з переходом до ринкової економіки. Серйозно досліджувати це питання українські вчені стали з появою вітчизняних венчурних фондів. Значний внесок у теоретичні й практичні розробки з проблем становлення венчурного інвестування та його форм здійснили такі українські вчені, як О. Батура, Ю. Бажал, Л. Безчасний, М. Білик, М. Білопольський, І. Бланк, І. Бойко, В. Гейць, М. Герасимчук, Б. Губський, П. Гудзь, О. Кардаш, І. Кузнєцова, М. Лепа, В. Оболенський, В. Осецький, Ю. Пахомов, А. Пересада, А.Поручник, Н. Редіна, І. Софіщенко, А. Ткаченко, М. Чумаченко, А. Чухно та інші.

Хоча більшість досліджень спрямовано на виявлення тенденцій розвитку венчурного інвестування, обґрунтування його місця у національній інноваційній системі, оцінку правових аспектів інвестиційного забезпечення інноваційних процесів, певні аспекти цієї наукової проблеми залишаються недостатньо розробленими. Наприклад, недостатньо систематизованими і науково обґрунтованими залишаються організаційні аспекти венчурного інвестування, особливості функціонування венчурних інвестиційних фондів як основного інституту акумуляції венчурних інвестицій, що й зумовило мету дослідження.

Світовий досвід розвитку інноваційної економіки свідчить, що головною проблемою реалізації інновацій є розрив між двома важливими 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, який визначається як капітал для інвестування саме науково-технічних розробок і винаходів. Він інвестується у проекти з високим ступенем ризику в нове підприємство, або в розширення бізнесу вже існуючої компанії в обмін на її акції [1]. Іншими словами, це довгостроковий, ризиковий капітал, який інвестується в акції нових та швидко зростаючих компаній з метою отримання високих прибутків після реєстрації даних компаній на фондовій біржі. Або ж венчурний капітал можна охарактеризувати як фінансовий інструмент, що використовується для введення в дію компанії, її розвитку, реалізації перспективних проектів шляхом надання коштів в обмін на частку в статутному капіталі або певний пакет акцій.

Венчурний капітал бере значну участь у прискоренні трансформування національної економіки до інноваційно-орієнтованого типу, посиленні її конкурентоспроможності, стимулює проведення НДДКР у малому бізнесі, підтримує економічне зростання за рахунок інноваційного росту, сприяє технологічному прориву суспільства. Він припускає ще й обов'язкову участь в управлінні новою інноваційною фірмою, сприяння в організації діяльності, підборі персоналу і інші послуги, які складно оцінити кількісно, тобто є комбінацією фінансового і інтелектуального капіталу [2].

Функціонування венчурного капіталу передбачає наявність джерел його формування (венчурні інвестори), елементів управління капіталом (венчурні капіталісти), форм і способів накопичення (венчурні фонди) та об'єктів інвестування (венчурні підприємства).

Джерелами венчурного капіталу традиційно виступають кошти великих корпорацій і банків, страхових компаній, пенсійних і добродійних фондів, особистих заощаджень. Шляхами надходження венчурного капіталу до підприємців можуть бути прямі капіталовкладення у підприємства окремими інвесторами, спеціальні інвестиційні компанії, а також інколи субсидії від держави. У ряді випадків, насамперед у наукомістких галузях, венчурний капітал є важливою формою акціонерного капіталу.

Одним із найбільш ефективних способів фінансування венчурним капіталом приватних підприємств, які займаються ризиковими науково-дослідницькими та конструкторськими розробками, є венчурне інвестування. Венчурна інвестиційна діяльність істотно відрізняється від традиційної. Специфікою венчурного інвестування є переважна роль венчурного інвестора, що визначає управлінські стратегії, маркетинг, організацію венчурного проекту; поетапне фінансування інноваційних проектів; диверсифікація ресурсів інвесторів; відсутність заставного забезпечення; відсутність гарантій повернення коштів. Єдиною гарантійною заставою служить відповідна частина акцій (менша, ніж контрольний пакет) існуючого або тільки створюваного підприємства, тобто венчурний капітал надається підприємству під перспективну ідею. Крім того, у венчурній діяльності інвестор і об'єкт інвестування виступають не як «кредитор – позичальник», а як одне ціле, як співвласники підприємства, якими керує спільна мета не тільки отримання прибутку, а також розвиток та процвітання, а отже, якнайшвидше зростання ринкової ціни їхнього спільного підприємства. Вони однаковою мірою зацікавлені в досягненні кінцевого результату, критерієм оцінювання якого є нарощування потенціалу підприємства.

Ключову позицію у венчурному інвестуванні відіграє венчурний капіталіст (елемент управління венчурним капіталом). Венчурний капіталіст – це головний менеджер (керівник) венчурного фонду (може виступати і в ролі ініціатора створення венчурного фонду), озброєний величезним багажем знань та досвідом у сфері венчурного інвестування; користується величезним авторитетом у інвесторів; укладає угоди з інвесторами та підприємствами у результаті їх пошуку, відбору та детального вивчення фінансового потенціалу ризикового підприємства. Після здійснення інвестування він бере активну участь в управлінні та контролі проінвестованого підприємства, допомагає підприємству власним досвідом у сфері бухгалтерського обліку, маркетингу та іншими бізнесовими порадами, а також власними зв'язками та знаннями, тому що він є однією з найбільш зацікавлених сторін у розвитку та зростанні ринкової ціни підприємства.

Формою та способом накопичення венчурного капіталу є, як уже зазначалося, венчурний фонд, який визначається як інститут спільного інвестування закритого типу недиверсифікованого виду, який здійснює виключно приватне розміщення цінних

паперів власного випуску; якісний інструмент для інвестиційної діяльності з метою отримання прибутку шляхом реінвестування отриманих коштів.

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, до того ж заборонена участь пенсійних і страхових фондів[3]. Участь фізичних осіб із певними обмеженнями (фізична особа може бути учасником венчурного фонду виключно за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат) дозволена змінами до Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)", які набрали чинності лише з 13 лютого 2009 року [4].

Венчурний фонд не інвестує власний капітал у венчурні підприємства, акції яких він викуповує, він виступає в ролі посередника між інвестором та інвестованим підприємством, тобто основна мета венчурного фонду - це акумулювання капіталу для подальшого інвестування у перспективні та привабливі ризикові інноваційні проекти. 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. Хоча венчурний фонд стає тільки партнером венчурної компанії, але використання його зв'язків, досвіду і репутації може значною мірою сприяти конкурентоспроможності виробника на внутрішньому і зовнішньому ринках.

В основному, венчурні фонди організовуються у формі товариства з обмеженою відповідальністю. Саме така форма вважається найбільш прийнятною для здійснення фінансування венчурним капіталом. Створюються вони переважно на певний період часу (7-10 років). У світовій практиці цей термін вважається достатнім для досягнення інвестованим підприємством відповідного фінансового зростання.

Таким чином, особливостями венчурних фондів є: довгостроковість та ризикованість; надання коштів під перспективну ідею без гарантованого забезпечення майном, заощадженнями чи іншими активами; терміновість інвестицій; 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.

До венчурного фонду висуваються найменші регулятивні вимоги з боку законодавства, що робить його гнучким інструментом для здійснення інвестиційних програм. Однак, поки що вітчизняні венчурні фонди значно відрізняються від венчурних фондів у розвинених країнах. Наприклад, порівнявши законодавство США з українським, можна констатувати, що у нас навіть до диверсифікованих фондів існують простіші вимоги по вкладеннях, ніж у них до венчурного. Там дуже тверді вимоги до прибутковості й до напрямків вкладень коштів фондів, оскільки це вкладення

американських інвесторів. Враховуючи потенційну можливість здійснення через венчурний фонд інвестицій з високим ступенем ризику, українське 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.

Закон «Про інститути спільного інвестування» не обмежує можливість змінювати термін діяльності закритих фондів (скоротити або продовжити його). Закон також не накладає обмежень на можливість для закритих фондів у разі виникнення необхідності проводити нові емісії. Але головне - венчурний інвестиційний фонд, як і будь-який інший інститут спільного інвестування, наділений правом не платити податок з отриманого прибутку до завершення своєї діяльності.

Таким чином, у поєднанні з простотою адміністрування і податковими стимулами, що надаються інститутам спільного інвестування (включаючи венчурні інвестиційні фонди), відсутність вказаних обмежень робить венчурні фонди ефективним інвестиційним інструментом. Цей інструмент може бути корисний як великим вітчизняним фінансово-промисловим групам і міжнародним венчурним фондам, так і невеликим компаніям і навіть окремим спроможним людям, які, володіючи компанією-учасником венчурного фонду, можуть здійснювати через нього як всю свою інвестиційну діяльність, так і реалізовувати окремий проект.

Особливістю українських венчурних фондів є те, що вони формуються переважно фінансово-промисловими групами, концернами і холдингами в межах великих компаній, а не поза ними, як передбачено традиційною моделлю венчурного інвестування. Основне завдання, яке при цьому ставиться, – пошук, відбір і фінансування тих проектів, які знаходяться у сфері основного бізнесу корпоративних структур. Ці структури, у свою чергу, виділяють фінансові ресурси під високо ризикові проекти та формують із свого середовища структуру, яка буде виконувати функції управляючої компанії і відповідати за ефективність венчурних інвестицій. Те, що управляючі компанії у своїй роботі мають можливість спиратися на всю ресурсну базу крупної компанії, значно збільшує конкурентні переваги таких бізнесів та зменшує ризики ринкового банкрутства, адже значну частину бізнес-ризику беруть на себе інвестори. Саме тому великі промислові корпорації мають значну питому вагу в поповненні венчурного капіталу, у формуванні венчурних фондів.

Структура венчурного фонду складається з інвестиційного комітету, до якого входять представники інвесторів, які через венчурні фонди інвестують капітал і приймають остаточне рішення про інвестування ризикових підприємств; управляючої компанії або керівної ради, до якої входять венчурні капіталісти, а також можуть залучатись фахівці - управлінці зі сторони; консультативної ради, до якої входять

експерти в даній галузі, а також спеціалісти з фінансування, які надають консультації та консалтингову допомогу.

Після прийняття Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" у 2001 році, почали розвиватися вітчизняні венчурні фонди, які базуються на вітчизняному капіталі і керуються вітчизняними компаніями з управління активами.

За цей період (2002-2008 роки) кількість венчурних фондів зросла більш, ніж у 160 разів (з 4 до 681 одиниць). Причому, з 2003 до 2007 року їх приріст постійно збільшувався, хоча і спадними темпами (у 2003 р. було додатково створено 18 венчурних фондів, у 2004 р. – 52, у 2005 р. вже 144, у 2006 р. – 192 і в 2007 р. – 240). Таке прискорене зростання кількості венчурних фондів порівняно з іншими інститутами спільного інвестування (ІСІ), не могло не призвести до збільшення їх питомої ваги в загальній кількості ІСІ, яка на кінець 2007 р. складала 73% проти 67% у 2002 році. Основною причиною цього є те, що відповідно до Закону, як зазначалося вище, було введено сприятливий режим функціонування венчурних фондів, зокрема податкові стимули і полегшені процедури адміністрування. Законодавець звільнив ці фонди від безлічі нормативних обмежень, що накладаються на діяльність інвестиційних фондів інших типів. Перш за все, це стосується структури і складу активів таких фондів, як, наприклад, венчурний, котрий може інвестувати всі свої кошти в цінні папери, які не входять у біржові списки, тобто є неліквідними. Він також може придбати векселі або надавати позики компаніям, частиною яких володіє.

Кількісна перевага венчурних фондів проявлялася також у динаміці зміни вартості активів, яка до 2007 року невпинно зростала, причому майже вдвічі кожного року (2005 р. – на 222%, 2006 р. – на 184%, 2007 р. – на 193%).

Однак криза української економіки 2008 року не могла не позначитися на діяльності фондового ринку, зокрема таких його інститутах, як венчурні фонди. Їхня кількість збільшилася за 2008 рік всього на 31 од. проти 240 од. за 2007 рік, а вартість активів – на 61% проти 193% у 2007 р. І все ж такі темпи зростання венчурних фондів та активів були найбільшими серед всіх ІСІ і питома вага вартості активів венчурних фондів у вартості активів ІСІ у 2008 р. навіть дещо збільшилася і склала близько 93% [5].

За таких надвисоких показників зростання вартості активів венчурних фондів виникає питання щодо джерел їхніх доходів. Прозорість та ліквідність портфеля можна оцінити за часткою цінних паперів, галузь яких не визначена. За цим показником венчурні фонди залишаються найбільш непрозорими гравцями ІСІ. Аналізуючи структуру їхніх активів за 2006-2008 р.р., слід зазначити, що специфічний характер діяльності венчурних ІСІ обумовлює непрозорий характер структури їхнього портфеля.

Велика частка інших активів у структурі агрегованого інвестиційного портфеля венчурних фондів (біля 40%) пов’язана із розміщенням активів цих фондів у корпоративні права підприємств, що виражені нецінними паперами, та наявністю дебіторської заборгованості, позик та інших активів. Крім того, до портфеля цінних

паперів венчурних фондів, який складає 54,6% активів, входить 11,8% інших цінних паперів. Тобто, розміщення більше 40% вкладень венчурних фондів невідоме, а біля 55% розміщено в цінних паперах (табл. 1), в яких найбільшу частку – майже 64% – складають невизначені цінні папери (табл. 2)

Таблиця 1. Структура активів венчурних ІСІ у 2006-2008 роках (у %)

Активи	Роки		
	2006	2007	2008
Грошові кошти та банківські депозити	3,75	4,67	2,10
Нерухомість	0,79	0,69	0,60
Інші активи	41,56	38,12	42,80
Другие	53,90	56,53	54,60
Облігації підприємств	21,37	19,89	21,60
Акції	26,02	27,71	21,0
Ощадні сертифікати	0,28	0,28	0,20
Інші	6,23	8,65	11,80
Всього	100,0	100,0	100,0

Джерело: розраховано за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу [5].

Таблиця 2. Структура портфеля цінних паперів венчурних фондів за галузями інвестування у 2007-2008р. р.

Галузь	Роки	
	2007	2008
Сировинні матеріали	4,08%	3,88%
Фінанси	7,83%	4,04%
Комунальні послуги	0,54%	0,92%
Промисловість	6,66%	5,60%
Споживчі товари	7,67%	5,86%
Споживчі послуги	4,70%	3,01%
Нафта та газ	0,03%	0,01%
Медицина	0,30%	0,35%
Змішана	4,60%	5,08%
Телекомунікаційна	0,01%	0,01%
Не визначена	63,58%	71,24%
Всього	100,00%	100,00%

Джерело: розраховано за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу [5].

Якщо у докризовий період у портфелі венчурних ІСІ лідирували цінні папери підприємств, що належать до галузей фінансів та споживчих товарів, то у 2008 році фінансові підприємства втратили свої позиції, а їхнє місце зайняли промислові.

Вищезазначена структура активів та портфеля цінних паперів венчурних фондів обумовлює їхню високу середню доходність, яка залишається найвищою серед ІСІ – 22,98% у 2008 році, хоча значно нижчою, ніж у докризовому 2007 році (100,32%) [5].

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 високодоходний бізнес шляхом, наприклад, придбання цінних паперів, венчурний фонд після визначеного терміну продає акції, які значно зросли в ціні, стратегічному інвестору і розподіляє отриманий доход від їхньої реалізації серед учасників фонду.

Українські венчурні фонди надають перевагу низько- та середньоризикованим короткотривалим операціям із фінансовими активами та нерухомістю, 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 дорогих власних аналогічних досліджень і розробок. 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.

Завдяки тому, що венчурний фонд дозволяє володіти активом, не афішуючи його, а також легкості продажу і купівлі його активів, особливостями 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.

Таким чином, позитивна динаміка створення і діяльності венчурних фондів ще не є ознакою зростання їх ролі в українській економіці, тому що 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. 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.

І все ж, останнім часом в українській економіці намітилися позитивні зрушення у бік фінансування невеликих за обсягом інвестиційних проектів. Причому основними інвесторами в даному випадку є приватні: малі компанії або венчурні капіталісти. Однак діюче законодавчо-інституціональне середовище не стимулює інвесторів такого рівня і є стримувальним чинником динамічного розвитку галузі. [6] Спостерігається тенденція переходу венчурного інвестування з будівельної галузі в промисловість і зв'язок, використання венчурних фондів для корпоративного управління на фоні поширення секюритизації майнових прав.

Надалі інноваційний аспект в діяльності венчурних фондів розвиватиметься зі зростанням капіталізації суб'єктів ринку і розвитком системи охорони прав

інтелектуальної власності, а венчурне інвестування широко переплітатиметься з роботою банків і страхових компаній. Прискоренню цих процесів могло б сприяти створення системи прямої державної інформаційної підтримки інноваційних процесів у країні та нормативно-правової бази для економічних механізмів, які стимулюють розвиток інноваційних підприємств та інноваційної інфраструктури. Доцільним було б також створення Кабінетом Міністрів України Венчурного інноваційного фонду, кошти якого будуть призначені для пайових вкладень у регіональні й галузеві венчурні фонди для інвестування високотехнологічних підприємств.

Таким чином, хоча венчурне підприємництво в Україні перебуває на початковій стадії розвитку, але в той же час воно має перспективу росту, щоб зіграти роль каталізатора подальшого розвитку інноваційного бізнесу. Для цього потрібно активізувати розвиток фондового ринку, оскільки його капіталізація в Україні досить незначна, ухвалити на законодавчому рівні закон про венчурні компанії, а також підвищити кваліфікацію фахівців в інноваційній сфері, які б змогли забезпечити ефективне управління венчурним бізнесом.

Література:

1. Редіна І., Пікуліна Н.Ю. Венчурний капітал в ринковій економіці: Монографія. – Дніпропетровськ: ДДФА, 2005. – 124 с.
2. Кардаш О.М. Генезис, суть та значення венчурного капіталу у системі фінансового забезпечення інноваційної діяльності //Економічний простір: Збірник наукових праць. – Дніпропетровськ: ПДАБА, 2008. – № 19.- С.92-97.
3. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" N 2299-III від 15 березня 2001 року // http://www.rada.gov.ua.
4. 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.
5. Річна аналітика УАІБ // http://www.uaib.com.ua.
6. Кузнєцова І.С. Інститут венчурних інвестицій: стан та перспективи розвитку в Україні // Наука та інновації. – 2008. – Т. 4. – № 1. – С. 87 – 95.