

## ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ: СВІТОВИЙ ДОСВІД І УКРАЇНА

КЛИМЕНКО Вікторія Вікторівна,

кандидат економічних наук, доцент,

Інститут міжнародних відносин Національного авіаційного університету

*У статті розкрито особливості венчурних інвестицій, досліджено джерела їх фінансування. Проаналізовано проблеми і перспективи розвитку венчурного інвестування в Україні.*

**Ключові слова:** венчурні інвестиції, джерела фінансування, венчурне інвестування.

**Постановка проблеми у загальному вигляді і її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями.** Першочерговим завданням для України в умовах нового міжнародного поділу праці є зниження технологічної залежності та вироблення стратегій одержання відсутніх у нас знань, упровадження їх у виробництво, комерційне споживання інноваційних продуктів. Незважаючи на негативні тенденції щодо втрати кваліфікованих кадрів, Україна має достатній науково-технічний потенціал, який спроможний генерувати нові науково-технічні знання, нові процеси, нові продукти.

Світовий досвід переконує, що забезпечення стратегії сталого соціально-економічного розвитку України неможливе без формування ефективної системи взаємодії науки, освіти, виробництва та фінансово-кредитної сфери у розвитку інноваційної діяльності, оптимального поєднання державного регулювання цього процесу з ринковими механізмами, поглиблення міжнародного співробітництва. Економічне піднесення країни пов'язане насамперед з технологічними перевагами, спроможністю створювати і упроваджувати інновації.

**Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми.** Принципи венчурного фінансування були закладені ще на початковому етапі становлення венчурного капіталу засновниками цього бізнесу: Томом Перкінсом, Юджином Клейнером, Франком Кофілдом, Бруком Байерсом та ін. У 50-60-х роках ХХ століття вони розробили нові основоположні концепції організації такого фінансування: створення партнерств у вигляді венчурних фондів; збір грошей у партнерів з обмеженою відповідальністю і встановлення правил захисту їх інтересів; використання статусу генерального партнера.

Проблемам формування і функціонування венчурних інвестицій приділяється певна увага і вітчизняними вченими-економістами. До сучасних робіт, присвячених цій тематиці, можна віднести наукові розробки Л. Антонюк, В. Герасимчука [5], І. Литвина [6], В. Осецького [8], О. Петрука [9], А. Поручника [10] та ін. Проте в економічній літературі не знайшли достатнього висвітлення питання механізму функціонування венчурного капіталу в Україні, що становить потенційні можливості інноваційного розвитку країни.

**Цілі статті.** Метою статті є аналіз світового досвіду у сфері венчурного інвестування і окреслення перспектив його використання в Україні. Реалізація поставленої мети обумовила необхідність вирішення таких **задач**: проаналізувати економічну природу інновацій та визначити специфіку інноваційного розвитку; виявити особливості венчурного капіталу як перспективної форми фінансування інновацій; обґрунтувати можливості формування і розвитку венчурного інвестування в Україні.

**Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів.** До визначення змісту поняття *інновація* в економічній літературі застосовується два підходи: з одного боку, інновація розглядається як результат (творчого процесу), а з іншого, інновація представляється як процес упровадження нововведень [7, 8, 11, 12]. Інновація відображає: стан знання; певне індустріальне та інституційне середовище країни; наявність кваліфікованої робочої сили, здатної описати технологічну проблему і успішно її розв'язати; економічну ментальність, щоб забезпечити вигідність застосування нового; мережу виробників і користувачів, які можуть кумулятивно обмінюватися досвідом, навчатись шляхом дослідження і творення. І чим тісніший зв'язок між центрами інновації, виробництва і використання нових технологій, тим швидше відбувається трансформація суспільств, тим більший позитивний обернений зв'язок між соціальними умовами та загальними умовами для подальших інновацій.

Інноваційний шлях передбачає концентрацію науково-технічного знання, дослідницьких центрів,

інститутів вищої освіти, передових технологічних фірм, кваліфікованої робочої сили, мережі допоміжних постачальників матеріальних благ та послуг, а також підприємницьких мереж венчурного капіталу для фінансування нововведень. Причому це можуть бути як інновації продуктів, які спрямовані насамперед на отримання ринкових переваг, так і інновації процесів, які дозволяють економити витрати праці, підвищувати ефективність виробництва і прибутковість інвестицій.

Сучасна інноваційна парадигма вносить зміни і у процес управління науково-дослідними та проектно-конструкторськими розробками (НДПКР) та технологіями, зокрема:

- інноваційний процес стимулюється і здійснюється у результаті дій не одного або кількох учасників, а усе більшою мірою множини учасників (мережі);
- згідно нової, інтегративної дослідницької моделі, чинниками інновації є не результати науки або попит, взяті окремо, а високий рівень їх взаємодії;
- технологічний розвиток та інноваційний процес повинні бути складовою частиною корпоративної стратегії;
- нові технології підвищують продуктивність інноваційного процесу.

Для підвищення ефективності інноваційного процесу великі підприємства повинні здійснювати планування стратегії у галузі технології та її взаємозв'язку з корпоративною діловою стратегією. Це передбачає відображення у відповідних документах таких елементів:

- прогнозування майбутніх технологій;
- стратегія захисту інтелектуальної власності;
- товарність технології (можливість продажу іншим споживачам);
- структура портфеля технологій;
- внутрішня розробка і зовнішній доступ до технологій;
- оцінка альтернативних і конкуруючих технологій;
- стадії життєвого циклу технологій;
- визначення ключових технічних переваг і компетенція;
- запити зовнішніх і внутрішніх споживачів;
- конкурентна позиція технології;
- формулювання технологічної місії компанії. Тісні зв'язки технологічної та корпоративної стратегії позитивно корелюють з показниками діяльності підприємств: зростанням оборотів, часткою нової продукції, зниженням витрат виробництва тощо.

Динамічність технологічних змін потребує введення таких інструментів моніторингу технологій, як:

- призначення посадових осіб, відповідальних за ключові технології і програми досліджень;
- створення спеціальних груп спостереження;
- участь в технічних професійних товариствах;
- робота з групами споживачів і аналіз інформації, що від них надходить;
- участь у галузевих консорціумах;
- участь в органах стандартизації;
- зв'язки з вищими навчальними закладами та науково-дослідними інститутами;
- участь у державних програмах НДПКР;
- створення зовнішніх консультаційних рад з науки та технологій;
- кооперація з новоствореними високотехнологічними фірмами;
- фонди венчурного капіталу.

Важливими механізмами придбання технологій у дослідницькій сфері є: централізовані корпоративні дослідження; внутрішні НДПКР, здійснювані на рівні відділень; спонсоровані підприємством університетські дослідження; набір студентів. Інноваційний шлях вимагає від вищої школи підготовки кваліфікованих, багатофункціональних і автономних працівників. Оскільки виробництво нових продуктів, удосконалення існуючих і зниження їх собівартості потребують мобілізації постійно зростаючих обсягів інформації і знань, підприємства почали визначати зміст своєї діяльності з точки зору не продукції або виробничих процесів, а однорідних «блоків знань».

Реалізація інновацій здійснюється за допомогою інвестицій. Підприємства можуть використовувати такі способи інвестиційного фінансування інновацій:

- державний бюджет;
- місцеві бюджети;
- позабюджетні фонди: Пенсійний фонд, Фонд соціального страхування, Державний фонд зайнятості тощо;
- державна кредитна система;

- державна страхова система;
- державні запозичення: державні позики, зовнішні запозичення, міжнародні кредити тощо;
- власні інвестиційні ресурси організацій;
- продаж акцій, додаткова емісія акцій;
- кошти інноваційних фондів, технопарків, технополісів;
- інвестиційні ресурси інвестиційних компаній-резидентів, в тому числі пайових інвестиційних фондів;
- інвестиційні ресурси страхових компаній-резидентів;
- інвестиційні ресурси недержавних пенсійних фондів-резидентів;
- банківські і комерційні кредити;
- бюджетні і цільові кредити;
- податковий кредит;
- фінансовий лізинг;
- інвестиційні ресурси іноземних інвесторів, включаючи комерційні банки, Міжнародні фінансові інститути, інституційні інвестори, організації.

Нині одним з перспективних фінансових джерел підтримки інноваційного процесу в Україні виступають венчурні інвестиції, які представляють собою грошові вкладення інвестиційних фондів чи фірм, що спеціалізуються на фінансуванні росту молодих компаній, за винагороду у вигляді доходу на акціонерний капітал. Венчурні інвестиції містять високий ступінь ризику, але одночасно обіцяють гарні перспективи доходу — вищі за середній рівень.

Венчурне фінансування стимулює розвиток науково-технічного прогресу, сприяє прискоренню впровадження новітніх досягнень науки у виробництво. Джерелами такого капіталу є:

- багаті індивідуальні інвестори, філії та дочірні компанії банків та інших корпорацій, які організуються в дрібні інвестиційні компанії;
- групи інвестиційних банків та корпорацій, які створюють пул інвестицій або так звані партнерства по вкладенню капіталу з ризиком; а також окремі великі банки та деякі іноземні інвестори.

Для усіх цих інституціональних та індивідуальних інвесторів вирощування нових компаній (насамперед в галузях високих технологій) — лише один бік їх диверсифікованих операцій. Маючи значні активи, вони можуть собі дозволити ризикнути своїм капіталом, безумовно розраховуючи на кращий результат, тобто на отримання надприбутків. Цикл обороту ризикового капіталу завершується після того, як завершена за його участю корпорація виходить зі своїми паперами на фондовий ринок.

Венчурне фінансування зародилося в США на початку 60-х років ХХ ст., у 80-х роках його обсяг досяг одного мільярда доларів. З цього значною мірою розпочалася економіка інформаційних технологій і біотехнологій. У кінці 90-х років США і Європа переживали бум венчурного інвестування. У США з 1990 по 1995 роки венчурними капіталістами приблизно в тисячу компаній вкладалося в середньому 3-5 млрд. доларів на рік. У 1996 році об'єктом інвестицій стали вже 2 тисячі компаній, при цьому сума інвестицій склала більше 11 млрд. дол. У 1998 р. венчурні інвестори вклали кошти в 3153 компанії на суму 21,7 млрд. доларів, в 1999 — в 3962 компанії на суму 59,5 млрд. доларів. Аналогічний стан справ був і в Європі. Обсяг венчурного фінансування з 1996 року виріс у декілька разів. Проте після того, як «полопали» фінансові високотехнологічні «бульбашки» і впали відповідні фондові індекси в 2000-2002 роках, об'єми венчурного фінансування в США значно знизились, і держава розпочала безліч програм прямого фінансування (у вигляді грантів), щоб хоч якось компенсувати фінансове пересихання в інноваційних областях. Зараз знову йде плавне наростання венчурного фінансування, але не так швидко, як це було, наприклад, у 2000-у році. У 2006 р. в США венчурними фондами було інвестовано 25,5 млрд. дол. у 3416 угод. Венчурні інвестиції в європейські компанії в 2006 р. досягли 4,12 млрд. євро. Продовжує зростати венчурний ринок Китаю — у 2004 р. він склав 7 млрд. дол., Індії (2,5 млрд. дол. у 2006 р.), Ізраїлю — (1,5 млрд. дол. у 2005 р.) [4].

Венчурні інвестори звичайно фінансують нові і швидко зростаючі компанії. Вважається, що венчурні інвестиції, будучи інвестиціями «підвищеного» ризику на термін 3-5 років, повинні забезпечувати повернення інвесторам не менше 25-30 % річних. Всі проекти повинні бути апріорно планово надприбутковими, тому що з десяти проектів реалізуються лише два-три, і вони повинні покрити провал інших семи-восьми.

Існує безліч визначень того, що таке венчурне фінансування, але всі вони так чи інакше зводяться до його функціонального завдання: сприяти зростанню конкретного бізнесу (у декілька разів інтенсивнішому ніж в середньому в економіці) шляхом надання певної суми грошових коштів в обмін на частку в статутному капіталі або якийсь пакет акцій. Венчурний капіталіст, що стоїть на чолі фонду або компанії, не вкладає власні кошти в компанії, акції яких він купує. Венчурний капіталіст — це посередник між синдикованими (колективними) інвесторами і підприємцем. У цьому полягає одна з особливостей цього типу інвестування. З одного боку, венчурний капіталіст самостійно ухвалює рі-

шення про вибір того або іншого об'єкту для внесення інвестицій, бере участь в роботі ради директорів і всіляко сприяє зростанню і розширенню бізнесу цієї компанії. З іншого боку, остаточне рішення про здійснення інвестицій приймає інвестиційний комітет, що представляє інтереси інвесторів. Зрештою одержуваний венчурним інвестором прибуток належить інвесторам, а не йому особисто. Він має право розраховувати тільки на частину цього прибутку.

Традиційний капітал практично не здатний ефективно фінансувати фірми, засновані на нових технологіях, або ризиковані інноваційні проекти. Чому це відбувається, пояснюється особливостями венчурного капіталу. По-перше, у разі венчурного фінансування необхідні кошти можуть надаватися під перспективний проект без яких-небудь гарантій. Ризико-інвестори йдуть на розподіл всієї відповідальності і фінансового ризику разом з підприємцем. Потреба в отриманні таких інвестицій часто виникає у починаючих або дрібних підприємців, що намагаються самостійно реалізувати нові оригінальні і перспективні розробки, що у них з'явилися. Проте, венчурні фонди звичайно хочуть бачити у якості об'єкта інвестицій вже існуючу фірму з певною командою та оборотом і значним потенціалом для «стрибка». Абсолютно нові проекти, як правило, фінансує держава через систему грантів.

По-друге, багато інноваційних проектів починають приносити прибуток не раніше, ніж через три-п'ять років, тому венчурне інвестування розраховане на тривалий термін, і існує довготривала відсутність ліквідності.

По-третє, ризикові капіталовкладення здійснюються, як правило, в самих передових напрямках науково-технічного прогресу, і венчурні фонди, на відміну від «звичайних» інвесторів, готові вкладати кошти в нові наукомісткі розробки навіть тоді, коли їх супроводжує високий ступінь невизначеності, адже саме тут прихований найбільший потенційний резерв отримання прибутку.

По-четверте, інвестори не обмежуються лише наданням фінансових коштів. Вони безпосередньо або через своїх представників беруть активну участь в управлінні новою фірмою. Інвестор повинен бути готовий надавати допомогу тим, кому він надав свій капітал: допомагати в управлінні, розв'язанні проблем найму ключових працівників, маркетингу, підготовці до першого пропонування акцій на ринку цінних паперів, консультивати, здійснювати стратегічне партнерство, яке визначає перспективи фірми тощо. Саме участь в управлінні, а також широкі зв'язки інвестора, які дозволяють капіталізувати проект через 3-5 років, знижують ступінь ризику і збільшують норму прибутку на капіталовкладення, і, таким чином, є невід'ємною умовою успішного освоєння нововведення.

Типовий венчурний інститут може бути утворений або як самостійна компанія, або існувати як обмежене партнерство (на зразок «повного» або «командитного» товариства).

Створення нових венчурних фондів, не дивлячись на тривалий досвід діяльності венчурного капіталу, продовжує залишатися достатньо складною проблемою для всього світу, перш за все — унаслідок недосконаlosti національних законодавств як нових, так і розвинених ринків капіталу. У деяких країнах Європи, зокрема, у Великобританії, Нідерландах, Франції тощо, національні законодавства достатньо пристосовані для створення і функціонування венчурних структур. В інших — інвесторам доводиться використовувати зарубіжні юридичні структури. І, проте, практично повсюдно прийнята практика — реєстрація як фондів, так і управляючих компаній в офшорних зонах. Це дозволяє максимально спростити процедуру оформлення і допомагає уникати складних питань, пов'язаних з подвійним оподаткуванням доходів і прибутку, а також ефективно приховує реальних бенефіціарів фонду.

Іншим способом ризикового інвестування виступає процес формування і розвитку мереж корпоративного венчурного капіталу для фінансування стартових зовнішніх підприємств (венчурів) [13]. Модель інвестування корпоративного венчурного капіталу характеризується двома параметрами: метою і зв'язком між операціями компанії-інвестора та стартового підприємства (рис. 1). Відповідно до цілей інвестування розрізняють: стратегічні інвестиції, спрямовані переважно на зростання обсягів продажу і прибутку власного бізнесу інвестора за рахунок взаємодії з новим венчуrom (наприклад, компанія, що виробляє телекомунікаційне обладнання, інвестує в нове підприємство інфраструктури або обслуговування), а фінансові – на отримання привабливого доходу. У цьому випадку компанія-інвестор очікує одержати результати, не гірші ніж у приватних інвесторів венчурного капіталу, розраховуючи на свої знання ринку і технології, фінансову міць, торговельну марку тощо.

Мета корпоративної інвестиції

		Стратегічна	фінансова
Зв'язок операційного потенціалу	сильний	<b>Активні інвестиції</b> - розвиток стратегії діючого виробництва	<b>Перспективні інвестиції</b> - розробка потенційно нового виробництва
	слабкий	<b>Посилюючі інвестиції</b> - доповнення стратегії діючого виробництва	<b>Пасивні інвестиції</b> - забезпечення лише фінансових вигод

Рис. 1. Схема корпоративних інвестицій венчурного капіталу.

Інша характеристика інвестицій корпоративного венчурного капіталу описує ступінь взаємозв'язку інвестиційного портфелю з виробничими процесами компанії-інвестора. Наприклад, при сильному зв'язку нове підприємство може спиратися на виробничі потужності компанії-інвестора, її канали збуту, технології або торговельні марки, використовувати її методи господарювання для розробки, продажу або обслуговування продукції. Водночас зовнішній венчур може надати компанії-інвестору можливість створення нового потенціалу з меншим ризиком. Якщо діяльність венчура буде успішною, корпорація може оцінити можливості і шляхи освоєння його методів або навіть його поглинання.

Активні інвестиції характеризуються стратегічною спрямованістю і тісними зв'язками операцій нового підприємства і компанії-інвестора. Ризик таких інвестицій достатньо значний, проте фірма йде на нього, розв'язуючи важливе стратегічне завдання.

Не зважаючи на те, що активні інвестиції покликані сприяти просуванню корпоративної стратегії, їх завдання мають певні межі. Тісний зв'язок з поточною діяльністю компанії означає, що ці інвестиції підтримують поточну, а не принципово нову стратегію, і не спрямовані на пошук нових можливостей, виходячи за межі існуючого потенціалу.

У випадку посилюючих інвестицій компанія також здійснює інвестування венчурного капіталу переважно зі стратегічною метою, але не пов'язує венчур безпосередньо з власними операціями. Теоретично успішна інвестиція посилює потенціал компанії, дає можливість реалізувати певні вигоди, стимулюючи виробництво додаткових продуктів та послуг, які, у свою чергу, стимулюють попит на власну продукцію компанії. Стратегічна вигода тут пов'язана не з координацією операцій з венчурами, а зі створюваним ними попитом і зростанням обсягів збуту. При цьому фірма не здійснює безпосереднє управління інвестиціями, оскільки в них, як правило, беруть участь також сторонні компанії венчурного капіталу, які направляють діяльність венчурів і контролюють результати.

Перспективні інвестиції здійснюються в стартові підприємства, які мають тісні зв'язки з операційним потенціалом компанії-інвестора, але не з її поточною стратегією. Проте у випадку змін зовнішніх умов бізнесу або стратегії компанії такий венчур набуває стратегічного значення. Це містить в собі певні перспективні можливості, наприклад, пов'язані з новим ринком, який важко освоїти компанії, яка сконцентрована на обслуговуванні певного ринку. Таким чином, якщо безпосередні вигоди такої інвестиції носять фінансовий характер, то в решті решт виграш пов'язаний зі стратегічним вибором. Перспективні інвестиції доповнюють вигоди активних інвестицій, націлених на розвиток поточної стратегії.

Операційні зв'язки між компанією-інвестором і венчуrom можуть набувати різних форм: передачі технології, надання виробничих потужностей і каналів збуту або поставок комплектуючих виробів для нових видів продукції. При перспективних інвестиціях висока ймовірність того, що вони не реалізуються у нову стратегію. Тому важливо мати можливість переключатися на власне фінансові цілі, що потребує фінансової дисципліни, одним із способів досягнення якої служить партнерство з приватними фондами венчурного капіталу.

Пасивні інвестиції корпоративного венчурного капіталу характеризуються відсутністю стратегічних цілей і слабкими зв'язками венчуру з операціями компанії, що виключає їх з числа активних інструментів розвитку її бізнесу і говорить про неефективність використання. У цьому випадку компанія виступає лише в ролі ще одного інвестора на ринку приватного акціонерного капіталу.

В Україні інститути венчурного фінансування набули законодавчого оформлення у 2001 році із прийняттям Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»[1]. Відповідно до ст.4 цього Закону, *венчурним фондом* є недиверсифікований інститут спільного інвестування (ІСІ) закритого типу, який здійснює виключно приватне (закрите) розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб. Фізична особа може бути учасником венчурного фонду виключно за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат.

До складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання. Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством України. Позики за рахунок коштів венчурного фонду можуть надаватися тільки юридичним особам, учасником яких є такий венчурний фонд. Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з нерухомості, корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі, або з цінних паперів, які не отримали рейтингової оцінки відповідно до закону. Для формування власних активів ІСІ можуть придбавати іноземну валюту через банківські установи, які мають відповідну ліцензію. Вартість цінних паперів іноземних емітентів не може бути більшою, ніж 20 відсотків загальної вартості активів ІСІ (ст.44 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»).

За офіційними даними Мінекономіки, ринок венчурного капіталу в Україні нині становить близько 400 млн. дол. (потенційний обсяг сягає 800 млрд. дол.) і нараховує більше 50 формально зареєстрованих компаній, хоча реально працюють не більше десяти, зокрема це: фонд прямих інвестицій «Україна» (22,5 млн. дол.), SigmaBlazer (капітал 100 млн. дол.) та найбільш потужний Western NIS Enterprise Fund (капітал 150 млн. дол., виділений урядом США для інвестицій у харчову промисловість, сільське господарство, виробництво будматеріалів, фінансовий сектор України). За десять років венчурним фондом Western NIS Enterprise Fund здійснено 31 інвестиційну операцію на загальну суму 126 млн. дол. Фонд фінансує малі та середні підприємства у формі внесків до статутного фонду. Сума внеску становить від 1 до 7,5 млн. дол.

Починаючи з 2005 року венчурні схеми стали дуже популярними в будівельній галузі. Багато інвестиційних компаній почали створювати венчурні фонди саме з метою інвестицій у нерухомість. Їх приваблювали динамічне зростання цін на нерухомість, прогнозована висока дохідність інвестицій у квадратні метри і незначні ризики в цьому бізнесі. За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, на початок 2005 року 15% коштів, залучених ІСІ, були інвестовані в будівництво та операції з нерухомістю.

Аналіз декларацій управління активами венчурних фондів дозволяє виділити основні сфери інвестування: будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, переробка сільгосппродукції, страхування, інформатизація. Існуючі венчурні фонди надають однозначну перевагу низько- та середньоризикованим короткотривалим операціям з фінансовими активами та нерухомістю й поки слабо орієнтовані на високі технології. Також в Україні практично відсутні стартові вкладення і вкладення в інновації, а переважають інвестиції в розвиток компаній.

Таким чином, де-юре венчурні фонди засновуються з метою залучення інвестицій у підприємства, які створюються або розвиваються, що передбачає фінансові вливання в основний капітал підприємства, підвищення його технологічного рівня, збільшення ринкової вартості. Де-факто все виглядає інакше: багато вітчизняних інвесторів просто переводять на венчурні «рейки» вже існуючі інвестиційні проекти з метою реструктуризації власності. Тобто жодні нові інвестиційні потоки при створенні венчурних фондів не генеруються.

Поясненням такої ситуації може бути те, що:

1) інвестиції в окремі галузі традиційної економіки мають надвисокий рівень доходності при відносно коротких термінах інвестування і низькому рівні ризику;

2) організаційна форма венчурних фондів виконує «інструментальну» функцію, що дозволяє оптимізувати оподаткування законним способом. Зокрема, відповідно до Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» кошти спільного інвестування (кошти, залучені від інвесторів ІСІ, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ та доходи, нараховані за активами ІСІ) не включаються до складу валового доходу. А згідно Закону України «Про податок на додану вартість» не є об'єктом оподаткування цим податком операції з випуску (емісії), розміщення у будь-які форми управління та продажу (погашення, викупу) за кошти цінних паперів, що випущені в обіг (емітовані) суб'єктами підприємницької діяльності, включаючи інвестиційні сертифікати, а також корпоративні права, виражені в інших, ніж цінні папери, формах; обміну зазначених цінних паперів та корпоратив-

них прав, виражених в інших, ніж цінні папери, формах, на інші цінні папери; діяльності з управління активами відповідно до закону.

Таким чином, законодавство України про оподаткування практично звільняє венчурні фонди від сплати податку на прибуток та податку на додану вартість, тому що основний масив господарських операцій, які здійснюються такими фондами (компаніями з управління їхніми активами), не оподатковуються вказаними податками. Однак, у випадку здійснення венчурними фондами (компаніями з управління їхніми активами) інших операцій (непередбачених наведеними вище нормами податкового права), вони будуть сплачувати податок на прибуток та податок на додану вартість на загальних підставах.

Черговим кроком у сфері розвитку венчурного інвестування в Україні є розробка і оприлюднення у жовтні 2008 року Державним агентством України з інвестицій та інновацій проектів Законів «Про венчурні інвестиційні компанії»[2] та «Про венчурні фонди інноваційного розвитку»[3]. У законопроектах вперше в Україні робиться спроба визначити правові засади створення нових фінансових інститутів, які б забезпечили спрямування інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки. Таким інститутами мають стати венчурні інвестиційні компанії та венчурні фонди інноваційного розвитку.

Відповідно до проекту Закону «Про венчурні інвестиційні компанії»:

1) венчурні інвестиційні компанії інноваційного розвитку створюються для сприяння зростанню інноваційного потенціалу України, розвитку наукоємних виробництв і інноваційної інфраструктури та впровадження інноваційних технологій;

2) засновниками і учасниками венчурної інвестиційної компанії інноваційного розвитку можуть бути фізичні та юридичні особи України, іноземні громадяни та юридичні особи, держава, особи без громадянства, а також міжнародні організації.

3) венчурні інвестиційні компанії інноваційного розвитку здійснюють інвестування в інноваційні програми і проекти; нові знання та інтелектуальні продукти; виробниче обладнання та процеси; інфраструктуру виробництва і підприємництва;

4) активами венчурної інвестиційної компанії інноваційного розвитку можуть бути виключно корпоративні права та боргові зобов'язання: інноваційних підприємств; спільних підприємств, створених для виконання проектів технопарків; наукових парків; підприємств інноваційної інфраструктури.

У проекті Закону «Про венчурні фонди інноваційного розвитку», зокрема, зазначено, що:

1) венчурні фонди інноваційного розвитку можуть інвестувати у корпоративні права та боргові зобов'язання інноваційних підприємств; спільних підприємств, створених для виконання проектів технопарків та наукових парків; підприємств інноваційної інфраструктури, які визначені такими відповідно до діючих нормативно-правових актів;

2) засновниками та учасниками (акціонерами) венчурного фонду інноваційного розвитку можуть бути фізичні та юридичні особи, резиденти та нерезиденти, а також держава та територіальні громади;

3) активи венчурних фондів інноваційного розвитку можуть складатися з корпоративних прав, боргових зобов'язань, нерухомості та майнових прав інтелектуальної власності;

4) венчурні фонди інноваційного розвитку можуть одержувати державну підтримку у визначених законопроектом формах;

5) венчурні фонди інноваційного розвитку інвестують в інноваційні програми і проекти, нові знання та інтелектуальні продукти, виробниче обладнання та процеси, інфраструктуру виробництва і підприємництва тощо.

З одного боку, введення в дію вищезазначених законопроектів є позитивним, оскільки відкриває нові можливості для розвитку венчурного інвестування, більш широкого залучення інвестицій в економіку країни та впровадження інноваційних проектів в Україні.

А з іншого боку, існування трьох законів, два з яких будуть регулювати діяльність венчурних фондів та компаній, а третій — діяльність компаній з управління активами, що здійснюють управління активами інституційних інвесторів, в тому числі венчурних фондів, буде значно ускладнювати сприйняття професійними учасниками ринку, що здійснюють управління активами, встановлених вимог та призводити до суперечностей у виконанні останніх. Також ці законопроекти не містять цілісної картини діяльності та контролю за діяльністю венчурних фондів та компаній, а лише окремі, не пов'язані між собою, норми та посилання на інші закони, що призведе до виникнення правових колізій регулювання діяльності учасників фондового ринку, а також до дублювання відповідних правових норм у декількох законодавчих актах.

Професійна діяльність з управління активами, яка вже регулюється спеціальним законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», має єдині організаційні і методологічні підходи і повинна бути зосереджена в межах одного Закону, регулюватися та контролюватися одним державним органом виконавчої влади. У цьому ж законі вже передбачена

практична можливість створення та діяльності венчурних фондів, в тому числі можливість їхньої участі в інноваційно-інвестиційному розвитку економіки України.

Викликає також низку питань доцільність державної підтримки венчурних фондів та компаній при невизначеності джерел фінансування та закладений у законопроектах принцип щодо державного контролю у сфері венчурного інвестування спеціально уповноваженим органом виконавчої влади у сфері інноваційної діяльності та венчурного інвестування. Такий підхід не лише суперечить вимогам українського законодавства, а й посилює регуляторний тиск на бізнес, підвищує його видатки, а також потребує додаткових бюджетних витрат.

У цілому прописані в чинному українському законодавстві норми щодо інститутів венчурного інвестування та ті, що пропонуються у законопроектах, не відображають повною мірою усі потенційні можливості венчурного фінансування, як це відображено в зарубіжному законодавстві. Зокрема, не регулюються питання створення мереж корпоративного венчурного капіталу. Насамперед це стосується потужних українських підприємств, які випускають конкурентноздатну високотехнологічну продукцію. При цьому увагу необхідно звернути на те, що фінансові результати інвестицій корпоративного венчурного капіталу характеризуються значними коливаннями і тому не повинні слугувати критерієм ефективності таких інвестицій. Останні повинні розглядатися як важливий інструмент стимулювання розвитку бізнесу інвестора: активні і посилюючі — у короткостроковому плані, а перспективні — як у короткостроковому, так і в довгостроковому, а управління інвестиційним портфелем повинне здійснюватись із врахуванням відповідних параметрів і можливостей вилучення стратегічних вигод.

Водночас розвитку венчурних інститутів в Україні сприятиме розбудова фінансового ринку і підвищення рівня корпоративної культури. Це дозволить зняти обмеження на участь у венчурних фондах переважно юридичних осіб, відкриє можливості для залучення до участі у венчурних фондах страхових компаній і пенсійних фондів, сприятиме інвестуванню коштів венчурних фондів в акції на організованих ринках, що зменшить ризики венчурного інвестування.

**Висновки.** Таким чином, венчурні фонди є потужним інструментом інноваційного розвитку України і вирізняються серед інших інвестиційних інститутів найбільш широкими інвестиційними можливостями. Проте венчурні інститути в умовах українського ринку функціонують на інших засадах, ніж це прийнято в світовій практиці. Розв'язати цю проблему покликані розроблені Державним агентством України з інвестицій та інновацій проекти Законів «Про венчурні інвестиційні компанії» та «Про венчурні фонди інноваційного розвитку», які певною мірою враховують рекомендації Європейської асоціації венчурного інвестування і директив ЄС щодо колективного та венчурного інвестування. Але це потребує значних витрат і взагалі викликає сумнів доцільність відокремлення норм, спрямованих на регулювання особливостей створення та діяльності венчурних (інноваційних) інвестиційних фондів, до окремого законодавчого акту. Тому, на нашу думку, в умовах нинішньої економічної кризи достатньо визначити державою пріоритетні інноваційні проекти, забезпечити прозоре і справедливе втілення у життя вже існуючих законів.

#### ДЖЕРЕЛА ТА ЛІТЕРАТУРА

1. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України N 2299-III від 15.03.2001 (з змінами, внесеними згідно із Законами N 2801-IV (2801-15) від 06.09.2005, N 3201-IV від 15.12.2005, N 693-VI від 18.12.2008) // <http://zakon.rada.gov.ua>.
2. Про венчурні інвестиційні компанії: Проект Закону України // <http://www.in.gov.ua/index.php?get=118&id=1495>.
3. Про венчурні фонди інноваційного розвитку: Проект Закону України // <http://www.in.gov.ua/index.php?get=118&id=1499>.
4. Архієреєв С., Попадинець О. Роль державної підтримки розвитку венчурного бізнесу для збільшення випуску високотехнологічної та інноваційної продукції // <http://www.niss.gov.ua/Monitor/May08/08.htm>.
5. Герасимчук В. Г., Школьна О. В. Управління ризиками в іноземному венчурному фінансуванні інноваційних проектів // Вісн. нац. ун-ту Львів. політехніка. Пробл. економіки та упр. – 2008. – № 628. – С. 424-429.
6. Литвин І. В. Планування фінансового забезпечення і реалізації інноваційних проектів венчурних підприємств // Вісн. нац. ун-ту Львів. політехніка. Менедж. та підприємництво в Україні: етапи становлення і пробл. розв. – 2008. – № 624. – С. 191-199.
7. Новиков Д. А., Иващенко А. А. Модели и методы организационного управления инновационным развитием фирмы. – М.: КомКнига, 2006. – 332 с.
8. Осецький В. Л. Інвестиції та інновації: проблеми теорії і практики. – К.: Інститут аграрної економіки УААН, 2003. – 412 с.
9. Петрук О. М., Мошенський С. З. Теорія та практика венчурного фінансування: монографія. – Житомир: Рута, 2008. – 248 с.
10. Поручник А. М., Антонюк Л. Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні. – К.: КНЕУ, 2000. – 171 с.
11. Твисс Б. Управление научно-техническими инновациями. – М.: Экономика, 1989. – 388 с.

12. Cooke Ian, Mayers P. Introduction to Innovation and Technology Transfer. – Boston: Artech House, Inc., 1996. – Part 1. – 124 p.
13. Chesbrough H. W. Making sense of corporate venture capital // Harvard business rev. – Boston, 2002. – Vol. 80. – № 3. – P. 90-99.

**Клименко В. В. Венчурное инвестирование: мировой опыт и Украина / Институт международных отношений Национального авиационного университета.**

*В статье раскрыты особенности венчурных инвестиций, исследованы источники их финансирования. Проанализированы проблемы и перспективы развития венчурного инвестирования в Украине.*

**Ключевые слова:** венчурные инвестиции, источники финансирования, венчурное инвестирование.

**Klymenko V. V. Venture investing: world experience and Ukraine / Institute of International Relations National Aviation University.**

*The features of venture investments are exposed in the article. The sources of their financing are explored. Problems and prospects of the venture investing development in Ukraine are analyzed.*

**Key words:** venture capital investments, funding, venture capital investment.