

## Сучасний стан венчурного фінансування в Україні: статистичний розріз та експертна характеристика<sup>1</sup>

*На основі статистичних даних та оцінок експертів виявлено головні тенденції та особливості венчурного фінансування в Україні, визначено оптимальні шляхи подальшого розвитку венчурного бізнесу у відповідності зі світовим досвідом та реальними потребами вітчизняних підприємств у венчурному фінансуванні.*

Формування та подальше функціонування національної інноваційної системи (НІС) та відповідно інноваційна модель розвитку країни вимагають адекватного розвитку фінансового забезпечення створення нового знання та його використання. Беручи до уваги, що реалізація інноваційної моделі економічного розвитку потребує значно більших порівняно з традиційними економіками фінансових витрат, важливого значення набуває необхідність розширення можливих джерел інвестування в інноваційну діяльність, особливо в умовах тривалої економічної кризи. Високий ризик втрати вкладених коштів, нерозвинений фондовий ринок України майже завжди стримують потенційних інвесторів від фінансування інновацій. Більше того, у випадку, коли мова йде про фінансування інновацій на ранніх стадіях, зокрема на стадії створення нового продукту/технології, доступ до традиційних джерел фінансування, як правило, неможливий. У такому випадку одним з найбільш ефективних способів фінансової підтримки високотехнологічних підприємств, особливо на початковому етапі, є венчурне фінансування.

Проблематика венчурного фінансування інноваційної діяльності не є новою для вітчизняних дослідників. В останні роки дослідження в цьому напрямку значно активізувалися, все частіше венчурній індустрії України присвячуються не лише окремі статті, але й дисертаційні дослідження. Серед дослідників, які досить активно вивчають цю проблему, можна назвати Антонюк Л.Л., Варналія З.С., Лапко О.О., Поручника А.М., Соловійова В.П., Новікову І.В., в останні роки до них приєдналися Грозний І.С., Долішня М.М., Локшин В.С., Жорнокуй Ю.М., Олефіренко О.М., Опанасюк В.В., Пікуліна Н.Ю., Федорович П.П. та інші (див., наприклад, [1–9]). У роботах цих авторів основна увага приділяється закордонному досвіду застосування венчурного капіталу, розглядаються можливі напрямки його використання в Україні тощо, але реальні потреби вітчизняних інноваторів та венчурних фінансистів все ще залишаються поза увагою дослідників. Враховуючи це, метою даної статті є виявлення основних тенденцій та характеристик венчурного фінансування в Україні, а також визначення оптимальних шляхів подальшого

<sup>1</sup> Дослідження виконано в рамках проекту “Розробка організаційно-методичного забезпечення формування в Україні системи венчурного фінансування ранніх стадій створення та освоєння технологій”, що виконувався згідно з Розпорядженням Президента України від 30.01.2007 р. № 19/2007-рп “Про призначення грантів Президента України для обдарованої молоді на 2007 рік”.

розвитку венчурного бізнесу у відповідності зі світовим досвідом та реальними потребами вітчизняних підприємств у венчурному фінансуванні на основі статистичних даних та експертних оцінок.

На сучасному етапі розбудови в Україні національної інноваційної системи найбільш цікавим з точки зору формування системи венчурного фінансування як одного з елементів НІС є досвід країн, які нещодавно розпочали цей процес. А тому розглянемо більш детально досвід Росії, де розвиток венчурних інвестицій в інноваційній сфері став одним з пріоритетних питань економічної політики. Сьогодні більшість венчурних фондів Росії зареєстровані за її межами, оскільки інвестори надають перевагу закордонним організаційно-правовим формам, незважаючи на те, що їх використання значно обмежує можливості державної участі в таких фондах.

За даними Російської асоціації венчурного інвестування (РАВІ), на кінець 2005 року в Росії було 73 венчурних фонди, що на 11 більше, ніж у попередньому році. Обсяги фондів суттєво різняться і становили від 10—15 до 400 млн. доларів. Загалом у 2005 році фондами було залучено близько 960 млн. доларів, а загальний обсяг капіталу, що знаходиться під керівництвом фондів, — 4,8 млрд. доларів. Проте, на думку експертів РАВІ, лише 2% залучених коштів (тобто близько 20 млн. доларів) спрямовані на ранні технологічні стадії. Варто відзначити, що близько 70% усіх залучених у 2005 році коштів належать трьом найбільшим компаніям, які діють на території Росії: “Russia New Growth Fund”, “Baring Vostok Private Equity Fund III”, “Martison Trigon Venture Partners”. Важливою подією, яка прямо впливає на український венчурний бізнес, став початок співробітництва української компанії “Техінвест” з “Draper Fisher Jurvetson

Nexus”, хоча на кінець 2005 року останній ще не почав працювати [10].

За даними російського журналу “Експерт”, у 2004 р. структура венчурних інвестицій в російські технології значною мірою нагадувала загальносвітові тенденції: 48% склали інвестиції в програмне забезпечення, 28% — інвестиції в біотехнології, 11% — в телекомунікації, 7% — в електроніку, 2% — в Інтернет [11]. У той же час, за даними РАВІ, в Росії в 90-ті роки тільки близько 5% венчурних інвестицій було направлено у високотехнологічний сектор [10].

На наш погляд, цікавим є досвід Росії у стимулюванні венчурного бізнесу, а саме проведення венчурних ярмарок, які у світі є одним із способів активізації венчурної діяльності. Взагалі венчурні ярмарки почали проводити з 60-х років у США, а сьогодні вони досить популярні й в країнах Європи. Такі ярмарки сприяють залученню венчурних інвестицій в нові та зростаючі високотехнологічні компанії. Венчурний ярмарок є достатньо ефективним інструментом залучення інвестицій в проекти підприємств, відповідним чином відібраних, менеджмент яких спеціально підготовлений для представлення інвесторам перспектив розвитку свого бізнесу.

Як правило, пошук та відбір учасників для участі в ярмарку проводяться за двома критеріями: територіальним (коли вибірка складається з малих інноваційних підприємств певного регіону) та галузевим (тобто відбираються підприємства певного науково-технічного спрямування). Наприклад, в США розповсюджені ярмарки для компаній в межах конкретних штатів, а також в таких галузях, як біотехнології, електронна комерція, інформаційні технології, програмне забезпечення, медицина, електроніка, технології зв'язку та комунікації.

Перший венчурний ярмарок в Росії відбувся у грудні 2000 року, а на його експозиції було представлено лише 28 компаній та взяло участь понад 250 спеціалістів. За результатами ярмарку дві компанії отримали інвестиції, а ще одна — кредит. У листопаді 2005 року відбувся шостий венчурний ярмарок (рис. 1), який проходив в рамках Першого російського венчурного форуму. Кількість учасників сягнула 625 осіб та 75 компаній з 25 регіонів країни, які представили свої проекти на двох площадках: 36 фірм на площадці “ранніх стадій розвитку” та 38 компаній — на стадії розширення та диверсифікації бізнесу.

Розподіл компаній за сферою діяльності відповідно до адаптованої класифікації EVCA відрізняється від загальної структури інвестицій за галузями в бік суттєво більшої частки таких високотехнологічних галузей, як електроніка (7% на ярмарку, 3% в країні), біотехнології (8 та 1% відповідно), хімічна промисловість (12 та 2%), промислове обладнання (32 та 6%), що пояснюється орієнтацією ярмарку на підтримку інноваційних проектів у високотехнологічних секторах економіки. Слід відзначити, що частки таких галузей, як електроніка, хімія та нові матеріали, біотехнології, на

шостому ярмарку зросли відповідно до 20, 16 та 12%.

Близько 40% компаній шукали інвестиції в обсягах до 1 млн. доларів, тобто вони знаходилися на стадії раннього та посівного фінансування. Ця ніша є практично не зайнятою через недостатню кількість інвесторів, готових взяти на себе низку додаткових ризиків, притаманних компаніям ранніх стадій.

Важливим результатом участі в ярмарках для інноваційних компаній є залучення інвестицій. Як свідчить опитування представників компаній-учасників, до 80% компаній встановлюють контакти з потенційними інвесторами, з якими продовжують переговори протягом кількох місяців після ярмарку. Так, понад 30 компаній залучили інвестиції на суму понад 50 млн. доларів. Решта компаній також позитивно оцінюють свою участь в ярмарках, вважаючи основним результатом останніх набуття досвіду роботи з інвесторами. Загалом в шести ярмарках взяло участь понад 270 компаній, 50% яких були з Москви та Санкт-Петербургу, що в принципі є очевидним через географічну близькість до місця проведення ярмарків, а також через наявність потужних наукових центрів та промислових підприємств з

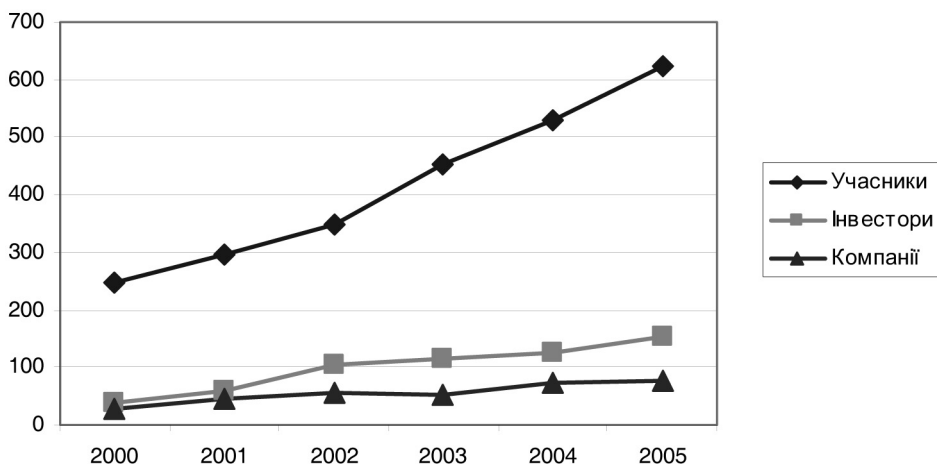


Рис. 1. Динаміка кількості учасників у венчурних ярмарках Росії

достатньо високою кваліфікацією менеджменту компаній [12].

Як бачимо, венчурні ярмарки є досить ефективним посередником між такими елементами НІС, як венчурний капіталіст та розробник інноваційного продукту. Отриманий під час участі в ярмарках практичний досвід та встановлені контакти дозволяють компаніям більш ефективно проводити пошук інвестицій. Незважаючи на те, що пошук партнерів чи нових споживачів не є метою венчурних ярмарків, це відбувається само по собі, оскільки в одному місці збираються представники інноваційних компаній з різних галузей, що приводить до інформаційного обміну, пошуку точок дотику тощо.

Відносно кількісних показників стану розвитку венчурної індустрії в Україні можна сказати наступне. За оцінками Міністерства економіки України, ринок венчурного капіталу в Україні на сьогоднішній день складає близько 400 млн. дол., а за оцінками деяких компаній він сягає відмітки у 800 млн. дол. [13]. Станом на 01.03.2008 р. в Україні до Реєстру інститутів спільного інвестування (ІСІ)

було занесено 1003 інститути, з них 77% (772 інститути) складають саме венчурні фонди, тоді як ще на початок 2007 року кількість ІСІ складала 519 інститутів, а у 2003 році в Україні взагалі було 6 ІСІ. Слід зазначити, що порівняно з 2006 роком кількість саме венчурних інститутів збільшилася на 181 інститут. У географічному розрізі найбільша кількість ІСІ зосереджена в Києві (70% фондів та 75% загального обсягу коштів), далі йдуть Харківська (7,36 та 8,97% відповідно) та Дніпропетровська (9,86 та 6,22%) області [14].

За офіційними даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), більшість цінних паперів венчурних фондів розміщено у галузях, які не належать до традиційного переліку, тобто галузь інвестування “не визначена” (табл. 1), що суттєво ускладнює оцінку рівня технологічності даних фондів, а питома вага інвестування до потенційно інноваційних галузей (медицина, телекомунікації) є зовсім незначною. До позитивних тенденцій слід віднести невисоку питому вагу інвестицій венчурних фондів у га-

Таблиця 1

**Структура портфеля цінних паперів ІСІ за галузями інвестування  
у розрізі типів фондів станом на 31.12.2007 р., %**

Галузь	Відкриті	Інтервальні	Закриті	Венчурні
Сировинні матеріали	33,29	19,04	15,44	4,08
<b>Фінанси</b>	<b>20,05</b>	<b>15,53</b>	<b>6,15</b>	<b>7,83</b>
Комунальні послуги	12,82	20,71	14,79	0,54
<b>Промисловість</b>	<b>10,95</b>	<b>10,27</b>	<b>13,25</b>	<b>6,66</b>
<b>Споживчі товари</b>	<b>10,55</b>	<b>15,39</b>	<b>11,68</b>	<b>7,67</b>
Споживчі послуги	7,84	7,47	6,49	4,70
Нафта та газ	1,22	3,10	1,37	0,03
Медицина	0,67	0,92	0,10	0,30
Змішана	0,07	0,06	0,13	4,60
Телекомунікаційна	0,00	0,79	0,13	0,01
<b>Не визначена</b>	<b>2,54</b>	<b>6,70</b>	<b>30,47</b>	<b>63,58</b>
Всього	100,00	100,00	100,00	100,00

Джерело: [15].

лузь “фінанси” порівняно з відкритими та інтервальними ІСІ.

Натомість динаміка вартості активів ІСІ демонструє позитивні тенденції (табл. 2). Зокрема, загальний обсяг чистих активів у 2007 році зріс до майже 41 млрд. грн., з яких біля 90% це активи венчурних фондів. Приріст активів останніх склав 131%, що загалом є достатньо високим показником, проте це значно менше, ніж приріст за 2005 та 2006 роки.

Надані УАІБ дані щодо структури активів ІСІ свідчать, що найбільш ліквідними є активи відкритих ІСІ, які на 29,42% складаються з грошових коштів та банківських депозитів (табл. 3), а також на 3,37% з облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) та на 6,59% з облігацій місцевих позик. Дещо меншою є ліквідність інтервальних ІСІ, грошові кошти яких складають 25,95%, ОВДП — 0,99%, а облігації місцевих позик — 5,72%.

Основними активами обох типів фондів є акції та облігації українських підприємств, які складають відповідно 37,93 і 20,06% у відкритих ІСІ та 46,46 і 17,07% в інтервальних. Закриті невенчурні ІСІ, які залучають кошти на довготривалий період, мають значно менші вимоги до ліквідності своїх активів. Так, вони включають 50,89% акцій, 19,87 облігацій і 18,7% “інших активів”, ліквідність яких переважно невисока. Грошові

кошти та банківські депозити складають лише 6,72% активів закритих невенчурних ІСІ.

Через специфічний характер діяльності венчурних ІСІ структура їх портфеля є менш прозорою. 38,12% портфеля складають “інші активи”. Крім того, до портфеля цінних паперів венчурних фондів, який включає 56,53% активів, входять 8,65% “інших” цінних паперів. Як свідчать дані таблиці, найменше акціям довіряють саме венчурні ІСІ, портфель цінних паперів яких лише на 27,71% сформований з акцій, тоді як закриті фонди понад 50% активів тримають в акціях. Позитивним слід вважати зовсім незначну питому вагу нерухомості в структурі активів, інвестиції в яку не можна вважати венчурними, але яка, на жаль, донедавна займала досить значну частину в інвестиційному портфелі так званих венчурних фондів.

На тлі зростання національного фондового ринку вищезазначена структура активів ІСІ обумовлює їх високу доходність. Так, найвищу середню доходність серед ІСІ у 2007 році мали саме венчурні ІСІ (100,32%), а найменшу — інтервальні ІСІ (52,3%). При цьому доходність ІСІ була суттєво більшою, ніж доходність інших популярних в Україні активів. Зокрема, доходність золота склала 30,3%, депозитів у національній валюті — 15,0%,

Таблиця 2

Динаміка вартості чистих активів ІСІ за 2005—2007 рр. в розрізі видів, тис. грн.

Фонди	01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	Приріст за 2007 р., %
Відкриті	3 382,6	27 962,0	62 040,0	571 930,0	821,9
Інтервальні	24 031,6	31 269,4	37 780,0	294 650,0	679,9
Закриті (невенчурні)	88 722,0	341 048,2	1 273 590,0	3 292 760,0	158,5
<b>Венчурні</b>	<b>1 406 520,9</b>	<b>4 497 762,2</b>	<b>15 771 810,0</b>	<b>36 451 980,0</b>	<b>131,1</b>
Всього	1 522 657,2	4 898 041,8	17 145 220,0	40 780 380,0	137,9

Джерело: [15].

а нерухомості — 12,7%. Слід, однак, відзначити високий розмах доходності серед таких фондів. Так, найменша зафіксована доходність склала — 99,3%, а найбільша — +5334% [15].

Наведені дані свідчать, що, незважаючи на певні позитивні тенденції, український венчурний капітал, хоч і має значний потенціал, сьогодні продовжує надавати перевагу середньоризиковим інвестиційним проектам і поки що слабо орієнтований на високотехнологічні галузі. Як ми вже неодноразово наголошували, фактично відбувається підміна понять, оскільки фонди, що інвестують в подібні галузі, по суті не можна вважати венчурними, бо вони не відповідають одному з головних критеріїв венчурних фондів — фінансування високоризикових високотехнологічних проектів [16].

Враховуючи це, подальший розвиток венчурної діяльності ускладнюється, залишаються незначними обсяги фінансування науково-технічних розробок. Очевидно, що будь-які заходи, які держава застосовуватиме для покращання ситуації, повинні мати попит з боку безпосередніх учасників венчурної діяльності, адже саме вони можуть надати об'єктивну інформацію щодо реального стану та перспектив, визначити слабкі місця державної політики.

Одним із шляхів отримання об'єктивної інформації щодо стану та перспектив розвитку того чи іншого явища

є експертні опитування. Тому для отримання максимально повної характеристики сфери венчурного фінансування в Україні нами було проведено низку поглиблених інтерв'ю (case study) з експертами в цій сфері. Респондентами виступили керівники приватних венчурних структур, зокрема венчурних фондів та спеціалісти державних органів, зокрема Міністерства економіки України.

Всі респонденти виявилися досить одноставними в оцінці сучасного стану системи венчурного фінансування в Україні, а точніше, у характеристиці її фактичної відсутності. За словами респондентів, система венчурного фінансування в Україні сьогодні або взагалі не існує або ж знаходиться у зародковому стані, незважаючи на те, що формально в Україні створено вже біля 700 венчурних фондів згідно із Законом України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, у високотехнологічному секторі економіки України зараз діють лише декілька українських та іноземних венчурних компаній. Венчурні інвестиції здійснюються у найбільш прибутковій сфері — будівництво, активи публічних компаній тощо, але ж очевидно, що такі інвестиції навряд чи можна вважати справді венчурними. Інвесторів можна зрозуміти, адже національним гравцям не вигідно вкладати гроші у венчурні проекти (в той час, коли західні венчурні фонди залучають кошти

Таблиця 3

Структура активів ІСІ за типами фондів, 2007 р.

Фонди питома вага активів, %	Активи				
	кошти	цінні папери	в т.ч. акції	інші активи	нерухомість
Відкриті	29,42	68,93	37,93	1,66	-
Інтервальні	25,95	70,71	46,46	3,37	-
Закриті (невенчурні)	6,72	74,38	50,89	18,70	0,13
Венчурні	4,67	56,53	27,71	38,12	0,69

Джерело: складено за [15].

під ~40% річних, в Україні донедавна нерухомість давала майже такий же дохід), а у випадку з іноземними інвесторами до традиційних венчурних ризиків додаються ще й політичні. Ясна річ, іноземні інвестори не ризикують вкладати кошти в класичні венчурні проекти, якщо вже інвестиції в будівництво та нерухомість в Україні вважаються “венчурними”. Сьогодні фактично лише починають з’являтися перші венчурні проекти, формуватися фонди, прошарок підприємств, який вміє працювати з венчурними фондами. За словами одного з респондентів, “на жаль, таку роботу важко назвати системою. Сьогодні ті проекти, які отримали фінансування, скоріше виняток із правил”.

На думку директора венчурної компанії, “причиною такого становища є високий рівень ризикованості інвестиційного середовища в країні, з одного боку, та надвисокі прибутки на ринку нерухомості та фондовому ринку, з іншого. Водночас бізнес у високотехнологічному секторі розвитку інноваційних проектів вимагає наявності специфічної ринкової та технологічної інфраструктури, інших, маловідомих для українських капіталістів методів управління, унікальних кадрів, креативності, готовності до конкуренції з лідерами світової хай-тек індустрії тощо, що разом мультиплікують ступінь ризику (так би мовити “венчурності”)

До позитивних тенденцій становлення венчурного сегменту в Україні слід віднести “зародження сектору приватних венчурних інвесторів, яких на Заході ще називають “бізнес-ангелами”, котрікладають кошти в проекти, що знаходяться на рівні бізнес-ідеї”; на даний момент зростає кількість східноєвропейських і панєвропейських фондів, які починають розглядати українські проекти не лише з точки зору економії на інфра-

структурі та робочій силі, а й з точки зору технічного потенціалу; очікується підвищення активності зі сторони російських фондів; спостерігаються позитивні тенденції і у будівельній сфері: якщо раніше все закуповувалося, зокрема в Польщі, то сьогодні стає все більше вітчизняних розробок як у сфері будматеріалів, так і в плані будівельних технологій, які мають певну інноваційну складову.

Фактично усі респонденти дійшли спільного висновку, що насправді венчурних фондів в Україні сьогодні немає, в умовах загальної економічної нестабільності будь-які інвестиції можна вважати ризиковими, крім того, ситуація ускладнюється низькою пропозицією якісних високотехнологічних проектів. За словами фахівців Міністерства економіки України, на сьогоднішній день венчурні фонди в Україні використовуються більше як механізм податкової оптимізації будівництва і продажу нерухомості, ніж за їхнім прямим призначенням, а саме: здійснювати фінансування ризикових високотехнологічних проектів, тоді як “за кордоном венчурні інвестиційні фонди в більшості займаються розробкою і виводом на ринок наукомісткої продукції на базі високих технологій, тому доволі часто можна спостерігати венчурне фінансування за кордоном з прямими інвестиціями в компанії саме технологічного сектора”. У той же час в Україні є й насправді венчурні фонди, які фінансують виробництво наукомісткої продукції, наприклад нового виду оптичних носіїв DVD формату, зразки якого на сьогоднішній день не мають аналогів у світі як за об’ємом записаної на них інформації і собівартості у відношенні до звичайних оптичних носіїв DVD формату, так і за спрощеним процесом виробництва. Крім того, ринок інтелектуальної власності все більше і більше використовує

венчурні фонди як інструмент для свого розвитку.

Основні перешкоди, котрі відзначили наші респонденти як такі, що заважають розвитку та ефективному функціонуванню системи венчурного фінансування в Україні, можна умовно поділити на 4 категорії:

1. Недосконалість вітчизняного законодавства. Зокрема, сьогодні не існує чітких правил, які надади б можливість частині правовласників інноваційних проєктів, таким як вищі навчальні заклади та науково-дослідні інститути, вільно розпоряджатися та оперувати інтелектуальною власністю на технологічні інновації (які є основою українських венчурних проєктів).

2. Недостатній рівень розуміння бізнес-складової венчурних проєктів їх розробниками, а також низький рівень сприйняття венчурних проєктів суспільством, тобто недостатня інноваційна та бізнес-культура суспільства. За словами директора венчурної компанії, сьогодні багато вітчизняних інноваторів не готові до ринкових умов реалізації своїх проєктів, не звикли ділити ризики з інвесторами — нести спільну відповідальність у разі невдачі проєкту; державні чиновники не знають та не розуміють світовий досвід та специфіку венчурного бізнесу в хай-тек галузі — ринку нематеріальних активів; засновники українських приватних інноваційних підприємств мають обмежений кругозір, задовольняючись ринком України та країн СНД; українські бізнесмени недооцінюють перспективи вітчизняного хай-теку та не розуміють кардинальні відмінності бізнесу у цій сфері. Для розвитку системи венчурного інвестування необхідним є створення “критичної маси” українських приватних венчурних інвесторів, а також кілька історій успішної комерціалізації вітчизняних інновацій.

3. Незрілість вітчизняних інвестиційно-інноваційних проєктів та пропозицій, відсутність належного оформлення (техніко-економічного та юридичного) інноваційних пропозицій; брак справді цікавих проєктів.

4. Загальна економічна ситуація в країні та відсутність підтримки держави, яка повинна взяти на себе частину ідеологічного та фінансового навантаження у венчурній сфері.

Респонденти пропонують свої власні “рецепти” подолання перешкод, які заважають створенню та функціонуванню венчурного сектору. Так, одним із способів подолання цих перешкод є надання державних гарантій тим, хто вкладає кошти у наукоємні проєкти, зменшення податкового тиску на підприємства, які виробляють високотехнологічну продукцію та принципово оновлюють виробництво традиційних продуктів. Іншим способом є створення механізму державної участі в гарантуванні інвестицій в найбільш перспективні інноваційні проєкти венчурних фондів та державної страхової компанії щодо страхування гарантій кредитів, які надаються ринковими фінансово-кредитними установами середньому та малому підприємству під реалізацію інноваційних проєктів.

Респонденти наголосили на необхідності підвищення техніко-економічного рівня проєктів, що пропонуються інвестору, та їх належного оформлення.

В оцінці існуючого українського законодавства в сфері венчурної діяльності думки респондентів виявилися діаметрально протилежними: частина вважає існуюче законодавство неефективним та підтримує нашу ідею про необхідність прийняття Закону України “Про венчурну діяльність”, інші ж, навпаки, розглядають існуюче законодавство як цілком адекватне і навіть вважають, що “при-



йняття Закону “Про венчурну діяльність в інноваційній сфері” не змінить ситуацію, а лише ускладнить роботу існуючих венчурних фондів, що працюють по Закону “Про ІСІ””. На думку одного з респондентів, існуюче законодавство є цілком адекватним потребам венчурного сектору, незначного доопрацювання потребують деякі підзаконні та регламентуючі акти. Створювати пільги для інвесторів, які фінансують розробки, абсолютно немає сенсу, оскільки це лише спричинить зловживання: під егідою розробки високотехнологічних проектів будуть отримувати надприбутки шляхом проведення банальних торговельних операцій. Сьогодні більш актуальним є створення реального механізму, який би став об’єднуючою ланкою між венчурними фондами та підприємцями. Адже вони обертаються кожен у своїй площині, хоча здатні приносити неабияку користь один одному. Саме держава повинна взяти на себе частину функцій зі створення таких посередницьких структур.

Цікавим є погляд фахівців міжнародного фонду, які вважають, що проблема законодавчого забезпечення венчурної діяльності насправді є ширшою, а її вирішення на обмежується лише прийняттям Закону України “Про венчурну діяльність”, тут скоріше треба створити не пласт для регулювання цієї сфери, а надати максимальний рівень свободи для венчурного бізнесу як одного з найбільш ризикованих. Необхідне також покращення корпоративного законодавства, що регулює взаємовідносини між акціонерами або засновниками для надання можливості створення проектних компаній на Україні, а не за її межами, а також внесення деяких дерегуляційних змін до Закону України “Про інститути спільного інвестування”.

Щодо потенційного обсягу венчур-

ного капіталу в Україні, то думки наших респондентів також розійшлися в діаметрально протилежних напрямках: від його повної відсутності до 1 трлн. євро. Такий значний розбіг в оцінках скоріше за все пояснюється різним підходом до визначення сутності венчурного капіталу.

За даними проведеного в рамках нашого проекту опитування 8% респондентів скористалися таким джерелом фінансування своєї інноваційної діяльності, як венчурний капітал, тоді як про наявність розробок, цікавих для інвесторів, заявили біля 70% респондентів. Ми поцікавилися у наших експертів, чи відображають ці цифри загальну ситуацію в країні? Керівники фондів виявилися майже однотайними в тому, що, навіть зважаючи на значну кількість цікавих проектів, більшість з них абсолютно не готові до впровадження з точки зору розробленої бізнес-пропозиції та відповідно не готові до венчурного інвестування. Як вже було сказано, одним із суттєвих недоліків таких проектів є відсутність у них чіткого бізнес-плану. На думку одного з респондентів, для вирішення цього питання держава та державні підприємства мають створювати департаменти трансферу технологій при ВНЗ та НДІ, які б спільно з високотехнологічними компаніями створювали конкурентоздатні пропозиції для фінансових інвесторів. Можемо зробити висновок, що знову постає потреба в серйозній бізнес-інкубації проектів. Слід також враховувати порівняно невеликий обсяг нашої вибірки (200 підприємств), але якщо майже 1 з 10 проектів в Україні фінансується завдяки венчурним схемам, це можна вважати досить високим показником.

Незважаючи на досить песимістичну оцінку існуючої ситуації з якістю інноваційних проектів в Україні, все ж таки

певна їх кількість фінансується діючими в Україні венчурними компаніями та фондами. Ми поцікавилися у їх керівників, якими критеріями вони керуються при відборі заявок для інвестування. Виявилося, що основним критерієм, на основі якого ведеться відбір перспективних проєктів для фінансування, є потенційна доходність цих проєктів, але не менш важливим є людський фактор, тобто команда професіоналів, яка представляє даний проєкт. Звичайно, що остаточне рішення приймається на основі сукупності факторів, враховується бізнесова і технологічна складові проєкту, швидкість виводу на ринок реального продукту для споживання та його потрібність на ринку товарів, не залишається поза увагою ринок, на який орієнтується проєкт, конкуренція на цьому ринку та партнери, з якими необхідно реалізувати даний проєкт, тощо.

Майже всі респонденти зазначили, що використання венчурних інвестицій здатне суттєво збільшити кількість впроваджених високотехнологічних розробок та відповідно активізувати інноваційну діяльність в країні. Лише у поєднанні зусиль кращих вітчизняних науково-дослідних інститутів та прикладних практикуючих установ та організацій можна ставити питання щодо виникнення і впровадження високотехнологічних розробок у різних галузях народного господарства. Саме впровадженню новітніх розробок і слугуватиме венчурний капітал з метою отримання у майбутньому запланованого прибутку. Як наслідок це сприятиме не лише створенню нових робочих місць для випускників вузів та науковців, але й значному зростанню ВВП, продуктивності праці, конкурентоспроможності економіки, інтеграції у світове співтовариство.

Таким чином, можна відмітити суттєві позитивні зрушення в розвитку венчурної індустрії України, про що свідчать як

статистичні дані, так і експертні оцінки. Зрозуміло, що світова криза 2008 року матиме певний негативний вплив на фондові ринки та, як наслідок, на ринок венчурного капіталу, але у випадку виваженої державної політики, прийнятті адекватних заходів (участь у створенні посередницьких венчурних структур, часткове гарантування венчурних інвестицій фінансових установ тощо) венчурна індустрія України має непогані шанси на успіх.

Що стосується визначення оптимальних шляхів подальшого розвитку венчурного бізнесу, то на рівні держави, під якою ми розуміємо систему державних органів влади, в тому числі законодавчу гілку влади, для побудови ефективної системи венчурного фінансування ранніх стадій створення та освоєння технологій (особливо в таких галузях, як інформаційні технології, нанотехнології, нові матеріали, енергетика, біотехнології тощо) доцільно здійснити наступне:

- ❖ *Створити Національний венчурний фонд, який буде виконувати дві основні функції: пряме фінансування венчурних проєктів з граничним розміром державної участі у 50% та фінансування венчурних фондів шляхом участі у створенні державно-приватних фондів з різноманітними венчурними компаніями з управління активами.*
- ❖ *Встановити та забезпечити виконання чітких правил щодо охорони прав інтелектуальної власності, які надади б можливість правовласникам, зокрема вищим навчальним закладам та науково-дослідним інститутам, вільно розпоряджатися та оперувати такою інтелектуальною власністю.*
- ❖ *Забезпечити належну та всебічну підтримку усіх аспектів та учасників венчурного фінансування, зокрема до-*

цільним є створення, наприклад в рамках Національного венчурного фонду, консультативно-інформаційного органу, метою якого була б всебічна консультативна підтримка суб'єктів венчурної діяльності. Така підтримка має надаватися як потенційним підприємцям, які мають інноваційні проекти, так і інвесторам за необхідності.

- ❖ На період до введення в дію Закону України “Про венчурну діяльність” зберегти існуючий режим оподаткування венчурних фондів, який сьогодні визначено законом про ІСІ, що дозволить принаймні забезпечити стабільність роботи існуючих фондів.
- ❖ Розробити та впровадити схеми залучення приватного капіталу до фінансування прикладних НДДКР, при цьому забезпечити власникам приватного капіталу відповідні права на інтелектуальну власність та подальшу комерціалізацію отриманих в ході таких прикладних досліджень результатів.
- ❖ Сприяти формуванню мережі венчурних фондів в Україні, в тому числі із залученням іноземного капіталу та менеджменту. Слід також враховувати, що однією з основних умов розвитку ринку венчурного капіталу є успішне функціонування в країні фондового ринку, зокрема ринку цінних паперів високотехнологічних підприємств, існування якого логічно впливає з існування в країні системи підтримки та стимулювання інноваційної діяльності. Враховуючи це, варто розробити та впровадити в дію план інтеграції фондового ринку високотехнологічних підприємств України до світового, зокрема європейського, фондового ринку. Роль держави в цьому як мінімум має визначатися інформаційно-консультативним забезпеченням, оскільки доступ до інформації щодо європейських ресурсів

в Україні обмежений. У той же час необхідно розширити інформаційну кампанію щодо участі українських підприємців та науковців в різноманітних програмах ЄС (зокрема в 7-й Рамковій програмі ЄС, програмі СІР — Конкуренція, інноваційність, ефективність) тощо.

- ❖ Як показує світовий досвід, джерела венчурного капіталу є достатньо диверсифікованими, причому важливу роль відіграють пенсійні фонди та страхові компанії. В Україні вже існує мережа недержавних пенсійних фондів, які можна розглядати як потенційних інвесторів венчурних фондів. Більше того, діючий Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” не забороняє вкладати активи фондів у високоризикові цінні папери, проте наразі відсутній механізм, як це робити. Зокрема, в законі доцільно визначити максимальну частку пенсійних активів, які можуть спрямовуватися на даний напрямок інвестування (не більше 5–10% загальної суми пенсійних активів). У той же час існує заборона для пенсійних фондів і страхових компаній на інвестування до венчурних фондів. Заборона мотивується великим ризиком, який становлять венчурні інвестиції для певних типів інвесторів. Подібні заборони, націлені на захист невеликих інвесторів від наслідків невдач, застосовуються надмірно широко і, безумовно, обмежують притік венчурного фінансування. З одного боку, ризики і справді досить значні, але, незважаючи на це, найближчим часом варто переглянути цю позицію і продумати можливість участі цих структур у венчурних схемах, нехай і з певними обмеженнями.
- ❖ Прийняття Закону України “Про венчурну діяльність” обов'язково повинно супроводжуватися змінами законодав-

*ства України в сфері оподаткування. Загальна податкова політика повинна мати стимулюючий характер у відношенні до індустрії венчурного капіталу, включати певні пільги для венчурних фондів та інноваційних компаній тощо, зокрема оподаткування прибутків венчурних фондів, компаній, підприємств, щодо прискореної амортизації основних фондів венчурних підприємств тощо.*

- ❖ *Необхідно створити дієвий механізм реалізації законодавчих та нормативних актів у сфері інноваційної діяльності, що вимагає а першу чергу розробки системи моніторингу за виконанням цих актів та наявності системи санкцій за їх невиконання. Однією з найбільш значних перешкод для функціонування інструментів економічного розвитку України є Міністерство фінансів, яке щороку подає Закон про державний бюджет, який зупиняє дію статей близько 10 інших законів України.*
- ❖ *Одним із важливих факторів, який визначає ефективність інноваційної діяльності, є зв'язок між розробником (науковцем) та підприємцем. В Україні розпочато формування центрів трансферу технологій (фактично вони вже створені в НАН України та низці науково-дослідних інститутів, в деяких університетах тощо), діє мережа центрів науково-технічної інформації. У рамках їх діяльності доцільно організувати тренінги зі створення спін-оф компаній, допомагати науковцям у написанні якісних бізнес-планів, здатних зацікавити інвесторів. Продовжуючи цю безумовно позитивну тенденцію, держава повинна активізувати виконання своїх посередницьких функцій для поєднання науковців — носіїв наукових результатів з потенційними інвесторами.*
- ❖ *Всебічне сприяння створенню в країні сприятливого до інновацій бізнес-*

*середовища та підвищення рівня інноваційної культури суспільства.*

Підсумовуючи вищесказане, слід звернути увагу, на яку саме стадію інноваційно-інвестиційного процесу буде направлена державна політика. Зрозуміло, що малі фірми особливо потребують підтримки на ранніх стадіях свого розвитку, а пропозиція фінансування для цих стадій з боку приватного сектора, як правило, є недостатньою. Водночас очевидним є той факт, що здійснювати підтримку пізніших стадій без адекватного розвитку стартових фірм немає сенсу. Практика також показує, що норма віддачі на ранніх стадіях зростає у міру того, як накопичується досвід і розвиток індустрії венчурного капіталу досягає критичної маси. Тому саме в даній сфері підтримка держави особливо актуальна. У першу чергу йдеться про сприяння освоєнню нових передових науково-технічних розробок для створення конкурентоздатних високотехнологічних продуктів і технологій і, по-друге, про створення нових робочих місць у малому бізнесі з метою зниження загального рівня безробіття.

Обґрунтуванням необхідності сприяння розвитку венчурного бізнесу з боку держави є той факт, що вигоди, які отримує суспільство від програм підтримки венчурного капіталу, не обмежуються лише прибутками венчурних капіталістів. Проекти, спрямовані на підтримку малих компаній, сприяють також створенню нових робочих місць, нових технологій, що мають важливе стратегічне значення для довгострокового зростання національної економіки, підвищення технологічного рівня розвитку країни. Зрозуміло, що малим компаніям достатньо складно отримати необхідне фінансування на прийнятних умовах, оскільки інвестори вважають за краще мати справу з великими і

вже стабільними, закріпленими на ринку компаніями. Аналогічною мірою це стосується і приватних інвесторів, які також не прагнуть фінансувати молоді високотехнологічні компанії, оскільки це пов'язано з підвищеним ризиком. Держава за допомогою комплексу прямих і непрямих заходів повинна сприяти подоланню цих “вузьких місць” ринку приватних інвестицій.

1. *Соловьев В.П.* Инновационная деятельность как системный процесс в конкурентной экономике (Синергетические эффекты инноваций). — Киев: Феникс, 2004. — 560 с.
2. *Новікова І.В.* Досвід та проблеми розвитку венчурного фінансування // Проблеми науки. — 2000. — № 11. — С. 23—31.
3. *Ланко О.О.* Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку економіки // Економіка і прогнозування. — 2006 — № 3. — С. 25—42.
4. *Варналій З.С.* Державна політика підтримки малого підприємництва: Монографія. — К.: НІСД, 1996. — 130 с.
5. *Поручник А.М., Антонюк Л.Л.* Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: Монографія. — К.: КНЕУ, 2000. — 172 с.
6. *Жорнокуй Ю.М.* Договірна основа здійснення венчурного підприємництва // Право і безпека. — 2002. — № 3. — С. 34—37.
7. *Долішня М.М.* Обґрунтування напрямів підвищення ефективності управління процесами розвитку венчурного бізнесу в Україні // Регіональні суспільні системи. — 2004. — Вип. 3. — С. 255—260.
8. *Опанасюк В.В.* Венчурний капітал в Україні // Економіст. — 2004. — № 1. — С.56—58.
9. *Грозний І.С.* Венчурне фінансування фаз та етапів еволюційно-прогресуючого розвитку інноваційного підприємства // Схід. — Донецьк. — 2006. — № 1. — С. 9—12.
10. *Офіційний веб-сайт Російської асоціації венчурного інвестування* <http://www.rvca.ru>.
11. *Офіційний веб-сайт журналу “Експерт”* <http://www.expert.ru/>.
12. *Вестн. РАВИ.* — 2006. — № 11 (<http://www.rvca.ru>).
13. *Євтушенко В.М.* Розвиток венчурного бізнесу в зарубіжних країнах та Україні: Аналітичний огляд. — К.: УкрІНТЕІ, 2006. — 36 с.
14. *Статистичні дані Української асоціації інвестиційного бізнесу* (<http://www.uaib.com.ua>).
15. *Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2007 році* (<http://www.uaib.com.ua>).
16. *Красовська О.В.* Теоретичні засади функціонування венчурного капіталу та його використання в Україні // Наука та наукознавство. — 2007. — № 2. — С. 12—21.

**Одержано 14.07.2009**

*В.Ю.Грыга, О.В.Красовская*

### **Современное состояние венчурного финансирования в Украине: статистический разрез и экспертная характеристика**

*На основании статистических данных и оценок экспертов выявлены главные тенденции и особенности венчурного финансирования в Украине, определены оптимальные пути дальнейшего развития венчурного бизнеса в соответствии с мировым опытом и реальными потребностями отечественных предприятий в венчурном финансировании.*