БУКОВИНСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

ПОЛЯК Мар'яна Миколаївна

УДК 336.76(045)

РОЗВИТОК ІНВЕСТИЦІЙНО-ФІНАНСОВОГО МЕХАНІЗМУ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ

Спеціальність 08.00.03 – економіка та управління національним господарством

ДИСЕРТАЦІЯ

на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Науковий керівник –

Апарова Оксана Володимирівна,

кандидат економічних наук, доцент

Чернівці – 2015

ЗМІСТ

ВСТУП 3
РОЗДІЛ 1. ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНО-ФІНАНСОВОГО МЕХАНІЗМУ ВИКОРИСТАННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ 10
1.1. Інститут венчурного інвестування як важливий напрям інтенсифікації інноваційної діяльності в Україні 10
1.2. Інститути венчурного бізнесу 28
1.3. Світовий та український досвід ведення венчурного бізнесу 41
Висновки до розділу 1 57
РОЗДІЛ 2. ІНСТИТУЦІОНАЛЬНИЙ МЕХАНІЗМ ФІНАНСУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ 61
2.1. Інституціональні основи інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу 61
2.2. Аналіз особливостей фінансування венчурного бізнесу в Україні 80
2.3. Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного інвестування в Україні 96
2.4. Аналіз трансакційних витрат у механізмі венчурного фінансування 117
Висновки до розділу 2 128
РОЗДІЛ 3. РОЗРОБКА КОНЦЕПЦІЇ РОЗВИТКУ НАЦІОНАЛЬНОЇ СИСТЕМИ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ 133
3.1. Удосконалення інституту фінансування венчурного бізнесу 133
3.2. Концептуальні засади розвитку системи венчурного інвестування ... 144
3.3. Інституціональні основи посилення ролі держави як гаранта безпеки суб’єкта венчурного фінансування 154
Висновки до розділу 3 163
ВИСНОВКИ 169
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 173

ВСТУП

Актуальність теми. Модернізація економіки України, результатом якої повинна стати її трансформація в інноваційно-активну, передбачає структурно-організаційну перебудову формування ефективної національної науково-інноваційної системи, органічною частиною якої є венчурний бізнес. Основною умовою становлення й розвитку малого наукоємного венчурного бізнесу є особлива система його фінансування. У свою чергу, ефективно діючий механізм фінансування реально впливає на мотивацію інвесторів у визначенні масштабів і напрямів капіталовкладень у венчурний бізнес.

Створення ефективного механізму фінансування венчурного бізнесу є актуальною проблемою не лише в практичному, а й у теоретичному аспекті сучасної економіки. У країнах з розвинутою інноваційною економікою механізм венчурного фінансування пройшов тривалий період еволюційного перетворення на повноцінний інститут, що відповідає потребам розвитку національного наукоємного венчурного бізнесу як елементу національної інноваційної системи. Попри те, що окремі елементи механізму венчурного фінансування використовують в економіці України, створення цілісного інституту на сьогодні не реалізовано: не визначено всі необхідні ланки фінансування від розробки проекту й до відшкодування витрат і отримання прибутку. Відсутність цього інституту є істотною перешкодою в реалізації плану модернізації та переходу до інноваційного етапу розвитку економіки України.

У цих умовах актуальною проблемою стає трансформація українського механізму венчурного фінансування в особливий інститут, що відображає закономірний процес зростання ролі інституціонального фактора в інноваційній економіці. Створення ефективного інституту венчурного бізнесу, у свою чергу, передбачає посилення його конструктивного потенціалу й формування підґрунтя для розвитку інститутів інноваційної економіки в Україні.

Сьогодні чимало публікацій і досліджень стосується саме венчурних інвестицій, що розглядають ризикове вкладення активів як життєво важливий елемент існування інноваційної діяльності. Цю теорію розвивали зарубіжні економісти, такі як: Ф. Аугусто, В. Бочаров, М. Грачов, С. Майєрс, М. Портер, М. Хучек, Й. Шумпетер та ін. Проблеми формування та розвитку венчурного підприємництва висвітлено в працях таких українських і зарубіжних науковців: Г. Андрощука, Л. Антонюк, О. Батури, В.Бігрейва, В. Ветцеля, А. Вишнякова, А. Галіцкого, Р. Гаррісона, А. Грінбергаса, П. Гулькіна, А. Дагаєва, І. Дворжака, В. Денисюка, П. Дрюкера, А. Дубас, Д. Евансона, Дж. Елтона, А. Іляшенко, П. Ковалишина, В. Котельникова, П. Коувні, Я. Кочишової, І. Кузнєцової, О. Кузьміна, А. Кутейникова, Е. Лебедєвої, Д. Лоурі, А. Лукашова, Р. Любімова, А. Ляско, К. Мейсона, В. Мейфілда, В. Новікова, О. Олефіренка, В. Опанасюка, М. Оснабруджа, П. Пилипенка, Н. Пікуліної, К. Пінюгіна, А. Поручника, П. Прохазки, Л. Радзієвської, Р. Дж. Робінсона, І. Родіонова, Я. Сергієнка, В. Романчин, В. Смірнова, В. Соловйова, І. Скоблякової, Ст. Соммерсбі, Дж. Соула, А. Степаненко, Д. Тарадайка, А. Ткаченко, Д. Трофімова, Б. Уайтхеда, І. Ушакова, П. Федоровича та ін.

У працях зазначених авторів викладено питання теорії та практики венчурного інвестування, формування венчурного капіталу, проаналізовано проблеми венчурного інвестування. Проте здебільшого вони ґрунтуються або на традиційних підходах до вирішення існуючих проблем, що не завжди відповідає специфіці досліджуваної економічної категорії, або на запозичених на Заході методиках, що неповною мірою враховують українські умови використання та повернення венчурного капіталу. Отже, постає необхідність подальшого наукового висвітлення сутності та значення венчурного капіталу в забезпеченні інноваційного розвитку економіки України. Необхідність теоретичного обґрунтування та розвитку відповідних науково-методичних підходів щодо інституціонального аспекту венчурного бізнесу в інноваційній економіці України зумовила актуальність теми, визначивши мету, завдання й зміст дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертацію виконано в межах науково-дослідної роботи Буковинського державного фінансово-економічного університету "Особливості управління підприємствами в умовах глобальних викликів" (номер державної реєстрації 0111U009027), зокрема здобувачем обґрунтовано методологічні підходи до впровадження механізму венчурного фінансування в межах певної сукупності формальних і неформальних інститутів.

Мета й завдання дослідження. *Метою* є теоретичне обґрунтування та розробка науково-методичних підходів і практичних рекомендацій щодо розвитку інституціонального аспекту венчурного бізнесу в інноваційній економіці України.

Для досягнення зазначеної мети поставлено такі *завдання*:

– обґрунтувати необхідність функціонування інституту фінансування венчурного бізнесу;

– узагальнити досвід організації венчурного бізнесу та запропонувати науково-практичні підходи до виявлення інституціональних основ інноваційної економіки;

– запропонувати методичний підхід до визначення структури венчурного циклу при фінансуванні інновацій;

– запропонувати методичний підхід до розробки механізму венчурного фінансування;

– дослідити склад і зміст економічних характеристик венчурного бізнесу відповідно до способів накопичення та інвестування венчурного капіталу;

– розробити Концепцію розвитку національної системи венчурного інвестування.

Об'єкт дослідження – розвиток інвестиційного аспекту венчурного бізнесу в інноваційній економіці України.

Предмет дослідження – теоретико-методичні основи та практичні рекомендації щодо реалізації інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу як інституту розвитку інноваційної економіки.

Методи дослідження. Для досягнення поставленої в дисертаційній роботі мети використано такі наукові методи: статистичні – для аналізу світового досвіду функціонування венчурного бізнесу і його стану на українському ринку інновацій (розділ 2); якісного аналізу та синтезу – для уточнення змісту понять “венчурний капітал”, “венчурні підприємства”, “внутрішній венчур”, “зовнішній венчур”, “стратегічне планування венчурної інноваційної діяльності” (розділ 1); експертних оцінок – для формування підходів щодо мінімізації венчурних ризиків (розділ 3).

Інформаційною базою дослідження є законодавчі й нормативно-правові акти з питань функціонування венчурного бізнесу та інноваційної діяльності, офіційні матеріали Державної служби статистики України та регіональних відділень НАН України, статистичні матеріали Всесвітнього банку, Європейської асоціації венчурного бізнесу та Асоціації венчурного бізнесу США, результати власних досліджень автора.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в теоретико-методичному обґрунтуванні інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу в Україні. Основні результати дослідження, які мають елементи наукової новизни, полягають у такому:

вперше:

– розроблено Концепцію розвитку національної системи венчурного інвестування, яка передбачає створення сприятливих умов для розвитку науково-технічного й інноваційного підприємництва та механізмів, що забезпечують залучення інвестицій у наукоємні інноваційні проекти, які реалізують венчурні підприємства; забезпечення на законодавчому рівні захисту прав венчурних інвесторів та стимулювання їх діяльності; створення найсприятливіших фінансових, кадрових, організаційних і нормативно-правових умов для венчурного інвестування інноваційних проектів, що забезпечать підвищення конкурентоспроможності українських товарів на світових ринках; залучення в господарський оборот заощаджень населення як інвестиційних ресурсів;

удосконалено:

– обґрунтування необхідності функціонування інституту фінансування венчурного бізнесу шляхом виділення таких ключових елементів, як створення загального інституціонального середовища для національного венчурного бізнесу, імплантація інститутів регулювання, моніторингу та перерозподілу венчурних інвестицій, а також посилення ролі держави як агента й одночасно гаранта безпеки інвестування на початкових етапах розвитку інституту;

– методичний підхід щодо визначення структури венчурного циклу при фінансуванні інновацій на основі детального визначення стадій, механізму мотивації та систематизації підходів щодо фінансування етапів освоєння нововведень, що, на відміну від існуючих підходів, дасть змогу підвищити ступінь обґрунтованого визначення інвестором оптимального моменту вкладення коштів;

– методичний підхід щодо розробки механізму венчурного фінансування, складовими якого є джерела венчурного капіталу, механізм акумуляції ресурсів, механізм розподілу акумульованих ресурсів, механізм контролю та повернення інвестицій, що, на відміну від існуючих, дасть змогу забезпечити блокуючий пакет венчурного інвестора при збереженні свободи підприємницької ініціативи основних власників підприємства;

набуло подальшого розвитку:

– виявлення інституціональних основ інноваційної економіки, основних інститутів формування, матеріалізації та ринкової реалізації інновацій, що включають інститути венчурного бізнесу і представлені як загальне інституціональне середовище для функціонування національного венчурного бізнесу, що, на відміну від існуючих підходів, додатково враховує дотримання цим середовищем безпечного простору, зниження інформаційної асиметрії, рамкове регулювання й мінімізацію трансакційних витрат для всіх суб’єктів інноваційної економіки, у тому числі основних агентів венчурного інвестування;

– класифікація економічних характеристик венчурного бізнесу, на які поширюються інтереси інноваторів, а саме: обмеження напрямів використання, послідовність та умови надання коштів, рівень дохідності й ризику інвестиційних проектів, термін реалізації проектів, відповідно до способів накопичення та інвестування венчурного капіталу, що сприяє знаходженню інноваційними фірмами привабливих інвесторів;

– понятійний апарат економічної науки шляхом уточнення понять: "венчурний капітал", "венчурні підприємства", "внутрішній венчур", "зовнішній венчур", "стратегічне планування венчурної інноваційної діяльності", що, на відміну від існуючих, повніше розкривають категорійний апарат інституту венчурного бізнесу.

Практичне значення одержаних результатів полягає у розробці методичних основ та практичних рекомендацій щодо формування інвестиційного механізму венчурного бізнесу як інституту розвитку інноваційної економіки з метою активізації інноваційної діяльності суб'єктів господарювання.

Запропонований у дисертаційній роботі механізм, заснований на формуванні й функціонуванні інституту фінансування венчурного бізнесу, використано Чернівецькою обласною державною адміністрацією при розробці Стратегії використання венчурного капіталу в інноваційних проектах (довідка № 14/07 від 11.04.2015 р.). На базі цього механізму побудовано роботу з потенційним венчурним інвестором. Запропоновану в дисертації методику оцінювання ефективності венчурного інвестиційного портфеля використовують у Південно-західному регіональному центрі інноваційного розвитку (довідка № 712/559 від 21.03.2015 р.).

Результати дослідження використовують у навчальному процесі Буковинського державного фінансово-економічного університету при викладанні таких дисциплін: "Інвестування", "Економіка і організація інноваційної діяльності", "Фінанси", "Інфраструктура фінансового ринку", а також у системі підвищення кваліфікації (довідка № 15–07 від 19.09.2013 р.).

Особистий внесок здобувача. Основні положення й висновки дисертації розроблено автором особисто й викладено в одноосібних наукових працях.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та методологічні положення й результати дослідження доповідалися й обговорювалися на міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях: “Трансформація господарського механізму в умовах економічної кризи” (м. Чернівці, 2010 р.); “Сучасні проблеми інноваційного розвитку держави” (м. Дніпропетровськ, 2010 р.); “Участь молоді у розвитку економіки та суспільства України” (м. Київ, 2011 р.); “Проблеми та перспективи розвитку економіки і підприємництва та комп’ютерних технологій в Україні” (м. Львів, 2011 р.); “Соціально-економічний розвиток України і регіонів” (м. Запоріжжя, 2013 р.); “Стратегії інноваційного розвитку економіки України: проблеми, перспективи, ефективність” (м. Харків, 2013 р.); “Тенденції розвитку економіки у 2014 р.: аналітичний та теоретико-методологічний аспекти” (м. Дніпропетровськ, 2014 р.); “Новые перспективы развития экономических наук: инновации и риски” (м. Москва, 2014 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки й результати дисертації опубліковані в 11 наукових працях, з яких: 5 – статті в наукових фахових виданнях України, 1 – стаття у зарубіжному виданні, 5 – матеріали конференцій. Обсяг публікацій становить 2,51 д.а.

Структура й обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел. Загальний обсяг дисертації – 190 сторінок, з них основний текст – 171 сторінка. Робота містить 4 рисунки на 4 сторінках, 1 таблицю на 1 сторінці. Список використаних джерел включає 173 найменування і займає 15 сторінок.

РОЗДІЛ 1
ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНО-ФІНАНСОВОГО МЕХАНІЗМУ ВИКОРИСТАННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ

1.1. Інститут венчурного інвестування як важливий напрям інтенсифікації інноваційної діяльності в Україні

Поняття “економічний інститут” зустрічається вже в перших працях з класичної політичної економії. Так, Т. Гоббс у своїй відомій праці “Левіафан” (1951) тлумачить формування базових політичних інститутів як результат укладення базового контракту між людьми, які жили в суспільстві без держави й завдавали в гонитві за вигодою збитків одне одному. На відміну від Т. Гоббса, який підкреслював навмисний характер формування інститутів, Д. Юм у “Трактаті про людську природу” (1784) зазначає, що такі інститути, як правосуддя та власність, виникли спонтанно у вигляді побічного продукту соціальних взаємодій. На його думку, важливим чинником формування інституту є повторення тих або інших взаємодій, які й закріплюють стійкі правила, а інститути, що виникають так само, приносять користь усьому суспільству.

Такої самої позиції дотримується й Д.О. Тарадайко. Він вважає, що ринки сприяють формуванню вигідних для суспільства загалом інститутів, а не вигідні інститути витісняються з ринку конкуренцією [140, с. 52]. С. Наришкін, аналізуючи інститути з погляду їх можливостей задоволення функціональних потреб суспільства, як механізм витіснення з ринку неефективних інститутів називає соціальну селекцію [96, с. 53]. Таким чином, для класичного підходу до економічних інститутів характерна одна спільна ознака: його прибічники говорять про соціальну ефективність будь-яких інститутів, незалежно від способу їх формування.

Н.В. Краснокутська, з одного боку, говорить про інститути як про звичайні стаціонарні форми господарювання (такі як ринок, підприємство або держава), у цьому разі він ототожнює їх з організаціями, з іншого – про угоди та інші стереотипи поведінки, яку, на її думку, потрібно розглядати в специфічному контексті існуючих ідей, моральних норм і законів [74, с. 45]. У такому разі вона ототожнює інститути з правилами.

С.Д. Ільєнкова розглядає інститути як такі, що регулюють суспільні відносини встановленими соціальними правилами й угодами, до яких він зараховує мову спілкування, гроші, право, а також фірми (та інші види організацій). Ці правила вона вважає результатом звички, яка є основою як усвідомленої, так і неусвідомленої поведінки, а самі звички формуються за рахунок повторення дій [63, с. 56].

Таким чином, як для традиційних інституціоналістів, так і для їх попередників характерне ототожнення інститутів з організаційними формами діяльності людей – індивідуальної (у вигляді звичних стереотипів поведінки) і колективної (у вигляді різних організацій). На відміну від традиційних інституціоналістів, сучасні інституціоналісти (чи неоінституціоналісти) не ототожнюють інститути з організаціями. Вони інтерпретують їх як щось таке, що стоїть вище за окремих учасників взаємодії. Проте в межах неоінституціонального підходу теж немає єдиного уявлення про інститут: одні неоінституціоналісти розглядають інститути як правила, інші – як рекомендації. Крім того, найважливішим елементом формальних і неформальних правил та норм поведінки є механізм примусу до виконання цих правил, який залежить від гарантів дотримань і умов існування правил, а також від міри сприйняття суспільством того або іншого інституту.

Функції, які інститути виконують у суспільно-економічному розвитку, можна умовно поділити на функції, що характеризують діяльність конкретних інститутів, і функції, які характеризують діяльність інституціонального середовища загалом. Функціями інституціонального середовища є рамкове регулювання, забезпечення передбачуваності й

стабільності розвитку, забезпечення свободи та безпеки діяльності агентів, а також мінімізація витрат на забезпечення угод. Конкретні інститути виконують функції координації, кооперації, поділу й розподілу витрат.

Однією з найважливіших умов існування та розвитку інноваційної економіки є зрілість і стійкість інституціонального середовища, що забезпечує взаємодію господарюючих суб'єктів в умовах інтенсивних технологічних змін. При цьому старі інститути починають інтенсивно модернізуватися під впливом нових економічних цілей, зумовлених технологічними зрушеннями. З'являються механізми, що дають змогу постійно розвивати інститути, які стабілізують і регулюють господарське середовище нової економіки. До найважливіших інститутів інноваційної економіки можна зарахувати такі: інститути організації НДДКР, інститути виробництва інтелектуального капіталу, інститути фінансування фундаментальних досліджень, неформальні інститути, що визначають створення інновацій, зокрема такі, як культура, менталітет, реакція на дію зовнішнього середовища.

Інститути організації НДДКР. Інститути організації НДДКР базуються на таких основних законодавчих нормах: законодавчо встановлені норми та правила кооперації державного й приватного секторів національної економіки при проведенні фундаментальних і прикладних досліджень; система формальних норм та правил, що визначають структуру, зміст і основні напрями прикладного застосування науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт, що проводять як державні, так і недержавні науково-дослідні організації; законодавчо встановлені норми та правила міжнародної співпраці в науково-технічній сфері в межах міждержавного й приватно-державного партнерства, а також законодавчо встановлені правила фінансування фундаментальних і прикладних досліджень.

У країнах з розвинутою інноваційною економікою особливе місце в системі "прямих" заходів впливу держави на інноваційний бізнес посідають заходи, що стимулюють кооперацію промислових корпорацій у галузі

НДДКР і кооперацію університетів з промисловістю. У цих країнах державна підтримка таких організаційних формувань здійснюється переважно у вигляді спеціальних програм урядових відомств (у США це в основному Міністерство енергетики і Національний науковий фонд – ННФ).

Крім того, однією з найбільш ефективних форм організації державного й приватного секторів економіки при проведенні фундаментальних і прикладних досліджень є організація науково-дослідних університетів. Так, у США функціонує розгалужена мережа науково-дослідних установ, що проводять фундаментальні дослідження, де науково-дослідні університети відіграють провідну роль у здійсненні передових фундаментальних досліджень і підготовки наукових кадрів [55, с. 15].

На відміну від інших країн, де створені самостійні адміністративні структури, що спеціалізуються тільки на проведенні НДДКР або на підготовці кадрів, у США перевагою дослідного університету є забезпечення організаційної єдності обох найважливіших функцій, на основі якої здійснюється щонайтісніша формальна й неформальна кооперація між замовниками та безпосередніми їх виконавцями, якими можуть виступати науково-дослідні інститути й дослідно-конструкторські бюро, що перебувають як у державній, так і в приватній власності [52].

У США існує група з 75–100 так званих дослідних університетів, що різко відрізняються за своїми показниками від інших ВНЗ країни. Саме ця група ВНЗ, становлячи лише 18% усіх університетів і коледжів, де проводяться НДДКР, визначає якісний внесок вищої школи в науково-технічний потенціал; 100 дослідних університетів освоюють 84% державних фондів і 83% сукупних видатків ВНЗ на НДДКР [94].

У межах законодавчо встановленої системи кооперації державного й приватного секторів у сфері НДДКР забезпечується постійне генерування знань і відкриттів у галузі фундаментальної науки як основи для створення нових знань та розвитку нових наукових шкіл; відбувається виявлення пріоритетів у сфері технологічного розвитку й виділення переліку критичних

технологій; формується система прогнозування передових технологій. Крім того, така система має чітко розроблений механізм упровадження наукових досліджень і розробок у виробничий процес, який визначає напрями прикладного застосування результатів науково-технічної діяльності, сприяє вдосконаленню експериментальної наукової бази, а також здійснює координацію наукових досліджень з науковою роботою інших зацікавлених організацій, навчальних і наукових установ.

Наступним найважливішим інститутом організації НДДКР є система нормативно-правових актів, що регулюють і визначають зміст міжнародної співпраці в науково-технічній сфері як для державних профільних установ, так і для приватних компаній. Ця система правил включає декілька підгалузей. Перша галузь включає міжнародні угоди про обмін науково-технічною інформацією, результатами винахідницької діяльності, ліцензіями, ноу-хау й запатентованими технологіями, а також угоди, пов’язані з передачею результатів науково-дослідних робіт, що становлять не лише комерційну, а й наукову цінність.

Друга галузь правил представлена нормами та правилами, що визначають основні напрями й зміст кооперації між фірмами, науково-дослідними організаціями та університетами, у межах яких формуються спільні науково-дослідні центри, бюро, лабораторії для використання новітніх науково-технічних ідей і фундаментальних досліджень, конструювання перших дослідних зразків, а також проведення маркетингових досліджень і техніко-економічних розрахунків. Крім того, у межах цих організацій створюють умови для проведення спільних експериментальних робіт з удосконалення діючої техніки з метою поліпшення її техніко-економічних показників роботи, організовують підготовку кваліфікованого дослідницького персоналу.

Третя найважливіша галузь є формальними нормами та правилами, що визначають порядок роботи й структури стратегічних міжнародних науково-технічних альянсів, включаючи венчурні стратегічні консорціуми, що

організують спільне ризикове фінансування. Формальний інститут міжнародної науково-технічної співпраці істотно доповнює законодавство про конкуренцію, що дає змогу конкурентам проводити спільну науково-дослідну діяльність.

Міжнародна співпраця в науково-технічній сфері виконує такі основні функції в системі інститутів організації НДДКР: створює умови для оптимального використання наукового потенціалу приватних компаній і державних установ, що займаються науково-дослідною й дослідно-конструкторською діяльністю, посилює мобільність учених та інженерів, особливо високої кваліфікації, організовує міждержавний потік знань у формі результатів винахідницької діяльності, патентів, ліцензій, ноу-хау, а також сприяє зміні в структурі міжнародного поділу праці [82, с. 94].

Сукупність цих інститутів забезпечує безперервне генерування знань і відкриттів фундаментальної науки, тим самим забезпечуючи стабільність та передбачуваність створення й прогнозування найбільш передових технологій наступного покоління; створення механізму впровадження наукових досліджень і розробок у виробничий процес; визначення напрямів прикладного застосування результатів науково-технічної діяльності; створення умов для розвитку нових наукових шкіл; удосконалення експериментальної наукової бази для державних і приватних науково-виробничих комплексів; координація наукових досліджень з науковою роботою інших зацікавлених організацій, навчальних та наукових установ.

Інститути виробництва інтелектуального капіталу. Інститути виробництва інтелектуального капіталу визначають процес послідовної генерації поширення й використання інтелектуального капіталу та діляться на дві підгалузі. Першу характеризують інститути підготовки й формування цього виду капіталу: освіта, перепідготовка кадрів, підвищення кваліфікації (інститут професії) системи вищої освіти. Друга галузь забезпечує ефективне використання інтелектуального капіталу у виробництві й ринковій реалізації інновацій.

На цих інститутах базується система вищої та професійно-технічної освіти, включаючи підвищення кваліфікації в співпраці підприємств з академічними університетами, а також перепідготовку кадрового складу. Найважливішим елементом цих інститутів є система безперервного навчання на фірмах і підприємствах, особливо у сфері високотехнологічного виробництва [29, с. 38].

На підприємствах роль інтелектуального капіталу можна оцінити за інвестиціями в дослідження й розробки. Інтелектуальний капітал виявляється безпосередньо в активізації інноваційних процесів на підприємствах за рахунок наявності відповідних норм і правил удосконалення навичок на фірмі. Ще однією формою відчужуваного людського капіталу можна вважати організаційний капітал. За своєю суттю це систематизована й формалізована компетентність компанії, що посилює її творчу ефективність, а також організаційні можливості, спрямовані на створення продукту та вартості.

Організаційний капітал включає капітал інновації, до якого відносять захищені комерційні права, інтелектуальну власність та інші нематеріальні активи й цінності, які забезпечують здатність компанії до оновлення, а також капітал процесів, що може бути представлений, наприклад, системами виробництва, збуту, післяпродажного сервісу, у процесі діяльності яких формується вартість продукту [48, с. 204].

Організаційний капітал становлять знання, якими володіє організація, а не її окремі працівники. Його можна описати як упроваджені або інституціалізовані знання, які можна зберігати за допомогою інформаційних технологій у доступних і легко розширюваних базах даних. Організаційний капітал може включати певну інформацію, яка записана в базах даних, в інструкціях і стандартах з виконання процедур, або ж неписані знання, якими можна оволодіти, обмінятися або, наскільки можливо, кодифікувати їх. У межах цього інституту поширення набувають концепція й практика безперервної освіти як комплекс заходів, що дає можливість людині вчитися упродовж усього життя. Це передбачає формування системи безперервної

освіти з урахуванням самонавчання за консультаційно-методичної підтримки (організація мережі відкритих університетів, дистанційного навчання).

Інститут професії в інноваційній діяльності забезпечує генерацію нових вузькоспеціалізованих професій у сфері інформаційних систем і комп'ютерних технологій, включаючи керівників. Таким чином, забезпечується передбачуваність появи нових видів професійної діяльності, як серед конкретних наукових напрямів, так і у сфері інноваційного менеджменту, формується стійка система передачі знань та технологій, скорочуються витрати доступу до інновацій, знижується можливість корупції при ухваленні рішень керівництвом фірм, що використовує результати інтелектуальної діяльності, досягається мінімізація витрат на забезпечення угод, пов'язаних з інтелектуальним капіталом.

Інститути фінансування фундаментальних досліджень. Держава бере участь у фінансуванні інноваційної економіки як за рахунок прямого фінансування суб'єктів інноваційної економіки, так і шляхом розробки непрямих методів регулювання, спрямованих на абсолютну й відносну економію фінансових ресурсів у суб'єктів господарювання – учасників інноваційного процесу. Інститут фінансування інноваційної економіки ділиться на два самостійні інститути: інститут державного фінансування та інститут приватного фінансування, включаючи інститут благодійного фінансування.

Інститут державного фінансування фундаментальних досліджень базується на таких основних нормах і правилах: офіційно встановлені законодавчі процедури фінансування академічних досліджень, й офіційні нормативно-правові акти фінансування НДДКР у партнерстві держави з приватними корпораціями. Зазвичай останній вид фінансування здійснюється в межах спеціальних державних програм (різні національні інноваційні програми, державні науково-технічні програми або програми науково-технічної співпраці, а також у межах міжнародних угод у сфері науково-

технічної співпраці) або за допомогою створення спеціальних позабюджетних інноваційних фондів [7, с. 26].

Академічне фінансування включає фінансування академічного сектора, у тому числі вищої школи, фінансування державних наукових центрів, лабораторій і дослідно-експериментальної бази, а також грантове фінансування різних фундаментальних досліджень, що проводять учені університетів та НДІ. Цей вид фінансування має на меті стимулювання розвитку фундаментальної науково-технічної діяльності академічних ВНЗ і профільних НДІ, а також підтримку досліджень окремих розробників, учених, конструкторів.

Неформальні інститути, що визначають створення інновацій. До неформальних інституціональних основ генерації інновації належать система соціальних норм і правил розвитку інновацій у суспільстві (так звана культура інновацій, або інноваційна культура), норми довіри в суспільстві й усередині організацій, так звані соціальні мережі – сукупність громадських неформальних об’єднань. Ці інститути можна подати як сукупність горизонтальних зв’язків між людьми. Вони включають соціальні контакти й пов’язані з ними, а також норми, які впливають на суспільство, продуктивність і добробут.

Функції цих інститутів зводяться до таких: створення умов для координації й кооперації в процесі генерації інновації заради взаємної вигоди всіх членів суспільства, збільшення рівня міжособистісної довіри членів суспільства, розширення інтеграції різних економічних суб’єктів у загальну систему соціальний відносин, а також інтеграція досвіду окремих осіб у громадський досвід, формування простору для міжособистісних (інтерперсональних) економічних відносин у сфері генерації інновацій, соціального навчання за допомогою встановлення нових соціальних зв’язків, створення нової структури всередині суспільства, фірми, а також соціальна кваліфікація, формування стійких і передбачуваних відносин, міжособистісного простору, генерація інновацій. Ці норми й правила дають

змогу учасникам ефективніше діяти разом для досягнення спільних цілей. Ці соціальні інститути (норми відносин) формують якість і кількість взаємодій між людьми в суспільстві [59, с. 33].

Інноваційна діяльність є одним із визначальних складників науково-технічного прогресу та економічного зростання. Сьогодні економічне змагання за лідерство на світових ринках пов'язано виключно з інноваціями. Більшість економічно розвинутих держав будує свою стратегію довготермінового зростання, насамперед, на основі переходу на інноваційний шлях розвитку. Одним із найбільш важливих механізмів, що забезпечує інноваційні процеси ресурсами для їх розвитку, є венчурне інвестування. Як ілюструє досвід найбільш успішних в інноваційній сфері країн, венчурне підприємництво є важливою формою фінансування інноваційних проектів, що не лише стимулює інноваційні процеси на окремо взятому підприємстві, а й позитивно впливає на ринок інновацій загалом: підвищує рівень конкуренції, стимулює до зростання рівня професіоналізму персоналу та підвищення наукового й виробничо-технічного рівня [15, с. 46].

Сьогодні чимало публікацій та досліджень стосується саме венчурних інвестицій, що розглядають ризикове вкладення активів як життєво важливий елемент існування інноваційної діяльності. Цю теорію розвивають зарубіжні економісти, такі як: Ф. Аугусто, В. Бочаров, М. Грачов, С. Майєрс, М. Портер, М. Хучек, Й. Шумпетер та ін. Проблеми розвитку венчурного інвестування в Україні досліджують такі вчені, як: Л. Антонюк, С. Архієреєв, І. Баранецький, В. Денисюк, В. Зянько, Т. Калінеску, П. Ковалишин, О. Красовська, А. Поручник, В. Савчук та ін. Однак питання венчурного інвестування потребують подальших досліджень.

Венчурне фінансування – це пов'язана з підвищеним ризиком форма фінансування капіталу, за якої кредит надають не під відсотки, а під певну частку приросту капіталу чи під частку акціонерного капіталу майбутнього підприємства. В Україні його здійснюють інститути спільного інвестування (далі – ІСІ). Серед різноманітних видів інститутів спільного інвестування

виокремлюють венчурні ІСІ. Вони посідають особливе місце серед усіх інвестиційних фондів, тому що з погляду диверсифікації своїх активів належать до найбільш ризикових серед наявних видів ІСІ. У всьому світі розвинутий ринок венчурного капіталу не лише забезпечує пожвавлення науково-технічного розвитку, а і є ефективним механізмом пошуку, відбору та впровадження інноваційних технологій.

Протягом останніх 25 років венчурний капітал вважають феноменом розвитку американської промисловості, завдяки якому було впроваджено більшість розробок у новітніх галузях промисловості й медицини. Добре знані всіма гіганти комп'ютерного й інформаційного бізнесу: Microsoft, Lotus, Intel, Apple Computers, Compaq, Sun Microsystems, Yahoo, Google – теж свого часу виросли з ідеї, профінансованої венчурним капіталом. Не випадково країни з розвинутим ринком венчурного фінансування (США, Японія, Німеччина, Великобританія) виступають сьогодні провідними експортерами продукції високих технологій. Згідно з проектом Закону України "Про венчурну діяльність в інноваційній сфері", венчурний капітал – капітал, інвестований в інноваційний проект з високим ступенем ризику [75, с. 44].

На відміну від класичних венчурних фондів, український венчурний капітал не орієнтується на інноваційні проекти. Для нього більш привабливою є реалізація інвестиційних проектів середнього рівня ризику з використанням операцій з фінансовими активами та нерухомістю. Венчурні інвестиції зазвичай спрямовують у нові компанії, що швидко зростають. Як правило, венчурний інвестор вкладає кошти безпосередньо в компанію, а не купує її акції на вторинному ринку, що характерно для портфельного інвестора. Найважливішою ознакою венчурного інвестування є участь інвестора в господарській діяльності компанії, органах управління з метою сприяти збільшенню її вартості та подальшого продажу своєї частки [83, с. 26].

У середовищі професійних інвесторів сьогодні відбувається зростання інтересу до венчурних інвестицій. Науковці вбачають у венчурних інвестиціях ледве не порятунок від усіх проблем і можливість одержання довгоочікуваного фінансування. Малий високотехнологічний бізнес активно звертається до венчурних фондів, сподіваючись одержати серйозного помічника, здатного дати імпульс інноваційному підприємництву. У провідних країнах розвиток венчурного бізнесу приводить до спрямування інвестицій у високоризикову інноваційну сферу, тоді як в Україні тенденції протилежні – існуючі венчурні фонди віддають однозначну перевагу низько- та середньоризиковим короткотривалим операціям з фінансовими активами та нерухомістю й поки слабо орієнтовані на хай-тек технології.

Проаналізувавши декларації управління активами венчурних фондів, можна виокремити основні сфери інвестування: будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, перероблення сільгосппродукції, страхування, інформатизація. Український венчурний бізнес як такий існує лише формально, а насправді відсутні його важливіші характеристики: інноваційна компонента, ризикованість і класична орієнтація на інноваційні проекти, співпраця з технопарками, бізнес-інкубаторами та ВНЗ [80, с. 89].

Сьогодні Україна переживає важкий час, коли в економіці виявились непропорційності, головними з яких є: дефіцит бюджету, порушення платіжного й торгового балансів, істотне перевищення імпорту над експортом, що в сукупності свідчить про недостатні фінансові можливості держави, якій необхідно вирішувати багато складних питань і виконувати національні та регіональні програми, які потребують високих інтелектуальних і матеріальних витрат. Необхідність розробки нових підходів, нових вимог до національної інноваційної політики зумовлена тим, що на сьогодні Україна опинилась у такій історичній точці розвитку, у якій внутрішні процеси реформування й оптимізації політичної системи держави поєдналися з різким прискоренням глобальних трансформаційних процесів. Оскільки сучасний ринок діє за допомогою нововведень, а інноваційне

прискорення є основою його стійкого розвитку, наша держава повинна щонайшвидше вирішити ці проблеми та визначити шляхи реалізації інноваційної політики з урахуванням реальних умов [114, с. 121]. Венчурний бізнес значною мірою сприяє інноваційному розвитку економіки.

Без державної підтримки, розвитку інновацій та інструментів розвитку інновацій неможливий розвиток конкурентної вітчизняної промисловості. За кордоном, у США та Європі, для впровадження нових технологій у виробництво активно використовують різноманітні механізми фінансування підприємницьких проектів. Так, наприклад, світові лідери комп'ютерної галузі: компанії Microsoft, Apple, Intel – зайняли своє сьогоднішнє становище багато в чому завдяки венчурним інвестиціям на ранніх стадіях свого розвитку. Венчурний бізнес – сфера підприємницької діяльності, пов'язана з реалізацією ризикових проектів, ризикових інвестицій головним чином у сфері науково-технічних новинок. Фінансування беруть на себе банки, інвестиційні компанії, спеціалізовані венчурні фірми або юридично самостійні організації, зазвичай у формі товариств з обмеженою відповідальністю. Галузева належність проектів технічних новинок, пропонованих авторами, ролі не відіграє. Цей вид бізнесу пов'язаний з великим ризиком, тому його часто називають ризиковим [136, с. 56].

Венчурне інвестування як одна з альтернативних форм фінансування має певні недоліки й переваги як для венчурного капіталіста (венчурного інвестора), так і підприємства-реципієнта. Як відомо, венчурне інвестування передбачає вкладення коштів саме в малі або середні та новостворені підприємства. Найбільший ризик для інвестора (венчурного капіталіста) при вкладенні фінансових ресурсів у діяльність таких підприємств зумовлений тим, що немає впевненості в поверненні вкладених коштів та отриманні прибутків, оскільки певні гарантії в такому фінансуванні взагалі відсутні. Для підприємства-реципієнта, у свою чергу, негативною стороною такого фінансування є повна або часткова відстороненість від управління підприємством та розподілу його прибутків. Але поряд з недоліками

венчурного інвестування є й переваги. Основною з них є можливість венчурного інвестора управляти діяльністю та приймати ключові рішення щодо розвитку підприємства-реципієнта з метою збільшення ринкової вартості такого підприємства. Значні ризики венчурного інвестування зумовлені також специфікою об'єкта вкладення, зокрема для малих та новостворених підприємств характерна непублічність на початкових стадіях розвитку бізнесу. Це передбачає відсутність акцій таких підприємств у вільному доступі або взагалі неакціонерний тип власності.

Крім того, про такі підприємства відсутня інформація в частині їх кредитоспроможності та платоспроможності, що не дає можливості інвестору адекватно оцінити реальний рівень ризиків та можливий рівень доходності в майбутньому, а також впевнитись у поверненні вкладених коштів. Незважаючи на наявність високого рівня ризиків, існує позитивний ефект від використання венчурних інвестицій, що зосереджений у таких аспектах, як соціальний (передбачає створення нових робочих місць на підприємствах, що виступають об'єктом вкладення венчурних капіталістів) й економічний (передусім розвиток інновацій та новітніх технологій). Венчурний бізнес США сформувався як галузь підприємництва саме в період бурхливого розвитку мікроелектроніки й комп'ютерних технологій і дав потужний імпульс для успішного розвитку цих напрямів.

Відкриття й діяльність малих венчурних підприємств у США стало не лише фактором пожвавлення науково-технічного розвитку, а у 80-х рр. XX ст. перетворилося на інструмент виявлення, створення й ефективного відбору інновацій. У США інвестування перспективної компанії здійснюється в два етапи. На початкових етапах і в період зміцнення на ринку її підтримує венчурний капітал, а в момент виходу цінних паперів фірми на відкритий ринок включається капітал фондів прямого інвестування. Основний обсяг капіталу фондів утворюється внесками державних і приватних пенсійних фондів США.

Крім пенсійних фондів, активну участь у венчурних фондах беруть комерційні й інвестиційні банки, страхові компанії, державні та благодійні фонди, корпорації, приватні особи. Індивідуальний сектор венчурного бізнесу представляють приватні інвестори, так звані “бізнес-янголи” [65, с. 101].

Це свідчить, що сьогодні венчурний бізнес, як і вся економіка США, переживає не кращі часи. У 2012 р., порівняно з 2007 р., значно скоротилася не лише кількість угод, а й загальна сума інвестованих коштів. На венчурних інвесторів впливає, насамперед, загальноекономічна ситуація в країні, а не наявність венчурних ідей [68, с. 53]. У Європі, на відміну від США, поділу на венчурні фонди й фонди прямих інвестицій не існує. Також великою відмінністю від американського венчурного бізнесу є те, що європейські венчурні фонди розміщують інвестиції практично в усі сектори економіки. Останніми роками відбувається переорієнтація європейських венчурних інвестицій у технологічний сектор [68, с. 53]. Відповідно до звіту Української асоціації інвестиційного бізнесу, станом на 30.06.2013 р. активи інститутів спільного інвестування продовжують зростати виключно за рахунок венчурних фондів: сукупні – на 5 725 млн грн (+3,62%) до 164 052 млн грн, венчурних ІСІ – на 6 414,03 млн грн (+4,33%) до 154 543 млн грн. Врешті, венчурний сектор розширив свою частку ринку за активами до 94,2% [94].

Венчурні інвестиційні фонди, які працюють у багатьох країнах світу, інвестують накопичені кошти в особливо ризикові проекти. Зазвичай вони здійснюють інвестиції в компанії, які займаються впровадженням новітніх наукових розробок та діють в інноваційній сфері [111, с. 16]. Під венчурним бізнесом розуміють вид бізнесу, орієнтований на практичне використання технічних новинок, результатів наукових досягнень, ноу-хау, ще не випробуваних на практиці. За своєю суттю венчурний капітал виступає посередником між потенційним інвестором та підприємством, яке потребує стартового капіталу чи інвестицій для реалізації інноваційного проекту, шляхом створення венчурних фірм [145, с. 150]. В Україні дещо спотворене

розуміння венчурного бізнесу. Згідно зі ст. 7 Закону України “Про інститути спільного інвестування” [1], що набув чинності 01.01.2014 р., венчурним фондом є не диверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне (закрите, тобто шляхом пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб) розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб. Тобто український ринок венчурного бізнесу відрізняється від зарубіжного сферою вкладання венчурного капіталу [58, с. 337].

Можна сказати, що венчурний капітал в Україні схильний реалізовувати середньоризикові та короткострокові інвестиційні проекти. Так, близько 30% коштів венчурних фондів інвестовані в цінні папери. Тобто значні кошти спрямовують не у високоризикові інноваційні розробки, а просто в цінні папери з метою отримання доходів у вигляді дивідендів і відсотків. Інвесторам немає сенсу брати на себе високі ризики інноваційних ідей, адже вони й так мають змогу отримувати високі прибутки. Структура активів у портфелі венчурних інвестицій на 30.06.2013 р.: інші активи – 65,03%, нерухомість – 2,60%, грошові кошти та банківські депозити – 2,46%, банківські метали – 0,01%, ОВДП – 0,001%, облігації місцевих позик – 0,002%, акції – 11,38%, облігації підприємств – 7,07%, ощадні сертифікати – 0,46%, векселі – 10,90%, заставні – 0,08%, інші ЦП – 0,01%, цінні папери – 29,9% [106].

Основною причиною непопулярності інвестування в новітні технології є відсутність нормативної бази для роботи таких фондів. Вперше на законотворчому рівні функціонування венчурних фондів було передбачено Законом України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” від 2001 року. Проте в цьому Законі йдеться лише про інвестиційні фонди, які проводять діяльність, пов’язану з об’єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів із метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість, тобто інвестиції в уже існуючий бізнес або нерухомість. А венчурні фонди повинні працювати як фонди прямого

інвестування й виходити за межі інститутів спільного інвестування. Саме тому фонди, що інвестують в інновації, повинні підпорядковуватися окремому законодавству про фонди прямого інвестування. У новому Законі "Про інститути спільного інвестування" не зазнали суттєвих змін основні поняття, вимоги до створення й функціонування венчурних фондів. Отже, досі немає законодавства, яке сприятиме розвитку венчурного бізнесу в Україні. Також в українському законодавстві існує заборона для пенсійних фондів і страхових компаній на інвестування до венчурних фондів. Це істотно скорочує потенційну інвестиційну базу для венчурних інвестицій.

Бурхливий розвиток венчурних фондів у США розпочався саме після того, як пенсійним фондам було дозволено інвестувати до 10% своїх активів у венчурні проекти. По суті, джерелами фінансування венчурних фондів в Україні на сьогодні можуть стати або вільні кошти українських фінансово-промислових груп, або кошти іноземних інвесторів (приватні або інституційні). Про масштабну присутність останніх говорити рано, тому що ні репутація української венчурної індустрії, ні українське бізнес-середовище в цілому недостатньо привабливі для них. Однак Україні зовсім не обов'язково повторювати весь шлях розвитку венчурного підприємництва впродовж 20–25 років, який пройшла Західна Європа. Використовуючи накопичений міжнародний досвід, приклади розвитку венчурного бізнесу в Західній Європі й США, Україна цілком могла б сформувати ринок венчурного підприємництва вже через 10 років. Наприклад, Фінляндія свого часу досягла визначних успіхів у розвитку венчурного бізнесу та високих технологій лише за 10 років, а Ізраїль – за 15 років [150, с. 293]. Також венчурний бізнес в Україні потребує підтримки з боку держави. Саме вона, перш за все, повинна бути зацікавлена в тому, щоб венчурний бізнес запрацював на повну силу. Участь уряду в процесі венчурного інвестування має велике значення, тому що така участь: демонструє бажання й здатність держави розділити ризики з комерційними інвесторами; демонструє розуміння державою необхідності збереження національних приватних

капіталів на ринку своєї країни; стимулює залучення в реальний сектор економіки коштів пенсійних фондів і страхових компаній. У цьому питанні український уряд також може скористатися досвідом зарубіжних країн.

Наприклад, у Фінляндії був створений повністю підпорядкований державі фонд для прямого інвестування в невеликі компанії. У Бельгії інвестиційна компанія Фландрія, створена у 1980 р., з'явилася шляхом реалізації концепції фінансованого урядом венчурного фонду. Розроблена цим фондом стратегія придбання пакетів акцій технологічно орієнтованих компаній виявилася настільки привабливою та результативною, що сьогодні й приватний капітал наважився інвестувати в GIMV. Німеччина у 1995 р. розробила схему, у межах якої здійснювалося державне фінансування малих фірм, що виробляють інноваційні продукти або послуги, разом з компаніями приватного сектора. І державою гарантується повернення 75% вартості позики, які надаються їм приватними кредитними установами, якщо таке підприємство збанкрутує [161].

Також одним із шляхів до розвитку венчурного бізнесу є створення можливостей структурування угоди, які обмежували б ризики фонду. Ідеться про інструменти власності з властивостями опціону – конвертовані привілейовані акції та конвертовані облігації. Що стосується звичайних привілейованих акцій, присутніх в українському законодавстві, то, по-перше, вони не дають права на участь в управлінні; по-друге, вони можуть становити лише 10% статутного фонду, що може виявитися далеко не достатнім для венчурного проекту. Для розвитку венчурного бізнесу потрібно заснувати державну систему, яка б підтримувала венчурний бізнес і стимулювала його розвиток; розробити систему страхування ризику інвестицій в інновації; законодавчо забезпечити функціонування венчурного бізнесу; надати більше податкових стимулів до фінансування в інноваційні проекти. Виконання цих умов вимагає часу й зусиль як з боку законодавців та уряду, так і інвестиційної галузі. Перспективною в Україні є наявність галузей, що володіють далеко не вичерпаним потенціалом зростання, а отже,

проектів, які потребують фінансування і є потенційно вигідними для венчурного інвестора.

1.2. Інститути венчурного бізнесу

Інноваційний бізнес упродовж останніх декількох десятиліть став самостійним господарським суб'єктом на ринку виробництва й реалізації високотехнологічної продукції. Ця самостійність виявилася в особливій формі, адаптивних і реактивних властивостях цієї організації. Крім того, для цього виду бізнесу характерний невеликий розмір фірми, пов'язаний з величиною трансакційних витрат у процесі створення інноваційної продукції, їх різноманітністю та структурою, зовнішніми ефектами й правами власності, розподіленими між засновниками та розробниками, а також рівнем специфікації активів усередині фірми й інституціональному середовищі.

Організація й розвиток інноваційного венчурного бізнесу ґрунтуються на функціонуванні таких основних для всіх видів підприємницької діяльності інститутів, як корпоративне й антимонопольне законодавство, а також спеціальних інститутах, що регламентують статус підприємницької діяльності в науково-технічній сфері. Важливим елементом є неформальні інститути наукоємного венчурного бізнесу.

Корпоративне законодавство. Інститут організації, оцінювання й регламентації інноваційного бізнесу базується на ефективному корпоративному законодавстві, що являє собою формальні норми та правила ведення бізнес-процесів, які прописані в зарубіжних офіційних документах і визначають структуру, порядок проведення угод та трансакцій, фінансову звітність компанії, її аналіз і інтерпретацію. Крім того, саме західне корпоративне законодавство дає змогу розподілити частки в компанії серед

менеджерів і акціонерів компанії завдяки спеціальним контрактним відносинам.

Як особлива форма організації, венчурний наукоємний бізнес має свої цілі, засоби їх досягнення, мотиви, інтереси й специфічний внутрішній організаційний устрій, необхідний для організації науково-дослідної діяльності в найбільш передових галузях. Венчурні фірми спочатку створюють як тимчасові організаційні структури з метою вирішення конкретних завдань у науково-технічній сфері. Для них характерна висока активність, яка пояснюється прямою особистою зацікавленістю працівників фірми й партнерів по венчурному бізнесу в успішній комерційній реалізації розроблених ідей, технологій, винаходів з мінімальними витратами.

Ініціаторами такого підприємства найчастіше є невелика група талановитих інженерів, винахідників, учених, менеджерів-новаторів, що бажають присвятити себе розробці перспективних ідей і при цьому працювати без обмежень, неминучих у лабораторіях великих фірм, підпорядкованих у своїй діяльності жорстким програмам і централізованим планам. Такий метод організації досліджень дає змогу максимально використати потенціал наукових кадрів, що звільняються в цьому випадку від впливу бюрократії.

Ефективне чинне корпоративне законодавство є основою для створення гнучкої організаційної форми управління наукоємним венчурним бізнесом, яка є найважливішим елементом зниження трансакційних витрат. Спеціальна форма контрактних відносин, яка може бути сформована в межах корпоративного законодавства й відрізняє венчурний наукоємний бізнес від інших форм підприємницької діяльності, дає змогу утримати партнерів від опортуністичної поведінки, скоротити витрати на моніторинг і контроль за діями агентів, навіть при зростанні організації до певного рівня, а також специфікувати право на залишковий дохід, який належить усім власникам бізнесу, що створює для них стимули при спільній діяльності.

На відміну від традиційної форми підприємництва, де право власності зосереджено в одних руках (у руках керівників), у венчурному бізнесі право власності сконцентроване в руках декількох власників: засновника компанії, розробників, менеджерів і інвесторів. Відповідно, від їх спільних зусиль залежатиме результат діяльності. Існуючий механізм примусу до виконання зобов'язань сторін у західній юрисдикції являє собою незалежну судову систему, яка й створює основу для ефективно чинного корпоративного законодавства, що захищає акціонерів рівною мірою.

Інститут включає декілька підгалузей: інститут фінансової (бухгалтерської) звітності, інститут аудиторської діяльності, інститут консалтингу з питань планування бізнес-процесів. До агентів, що діють у межах цих інститутів, належать аудиторські й консалтингові агентства, що перевіряють комерційну й фінансово-господарську діяльність, а також розробляють пропозиції щодо вдосконалення процесів оподаткування тощо [167, с. 12].

Цей інститут виконує такі основні функції: визначення достовірних даних про фінансово-господарську діяльність компанії; визначення структури акціонерної власності компанії; удосконалення процесу контролю за прийнятими управлінськими рішеннями фінансових менеджерів; прогнозування виробничої діяльності підприємства. Інформаційна функція інституту полягає в забезпеченні всіх користувачів (передусім зовнішніх) повною й об'єктивною інформацією про фінансове становище та фінансові результати діяльності господарюючих суб'єктів. Крім того, інститут фінансової звітності надає можливість оцінити здібності підприємства відтворювати грошові засоби й аналогічні їм активи, генерувати прибуток, стабільно функціонувати, а також давати можливість порівняти інформацію за різні періоди часу для того, щоб визначити тенденції щодо показників і фінансового становища, що цікавлять користувачів у цілому.

Інститути, що забезпечують функціонування інноваційного венчурного бізнесу в академічному середовищі. Різні університетські й

науково-дослідні центри, а також технологічні бізнес-інкубатори є технологічним середовищем для створення, “вирощування” та концентрації дрібних високотехнологічних фірм венчурного бізнесу. Однією з головних причин подібної концентрації є низькі трансакційні витрати передачі технологій і низька вартість комерційних наукових досліджень, що проводяться в цих центрах. Крім того, університети й дослідні центри є інституціональною формою підготовки та забезпечення висококласних фахівців для наукоємного венчурного бізнесу.

Венчурний бізнес, формуючи попит на робочі місця, забезпечує собі як постійний обмін досвідом, так і безпосередній приплив кадрів з випускників, аспірантів і провідних учених у різних галузях. Центри перепідготовки кадрів стають інституціональною формою забезпечення кадрового складу менеджменту для венчурного бізнесу. Водночас випускники університетів отримують найкращі умови для організації венчурного бізнесу й можливість виступити підприємцями, часто вони засновують нові фірми.

Наприклад, з кінця 1980-х рр. при Массачусетському технологічному інституті було створено близько 40 компаній у сфері біотехнології, а на основі ідей, вироблених у системі науково-дослідних центрів Кембриджа, – 62 високотехнологічні компанії [68, с. 52].

Спеціальні інститути, що регламентують статус підприємницької діяльності в науково-технічній сфері, базуються на таких офіційно встановлених законодавчих актах:

1. Офіційно прийняті нормативно-правові акти, що регламентують створення й функціонування малого наукоємного венчурного бізнесу в академічному середовищі. У багатьох країнах чітко визначений статус наукоємного венчурного бізнесу в національному законодавстві, де прописано їх функції й цілі створення, пов’язані з проведенням ними фундаментальних досліджень, пілотним випуском наукоємної продукції, а також передачею результатів їх діяльності як у державне, так і в приватне

розпорядження. Так, наприклад, малі наукоємні фірми, створені при університетах у західних країнах, дістали назву “спін-оф”, і “спін-ін”.

2. Законодавчо визначені нормативно-правові акти, що регламентують контрактні й субпідрядні відносини малого венчурного бізнесу з державними міністерствами та відомствами. Процедури конкурсного відбору, що офіційно регламентовані, оцінювання й виконання малими наукоємними фірмами замовлень на НДДКР для державних установ дають змогу забезпечити прозорий механізм відносин з державними установами та створити гарантований ринок збуту для продукції малого наукоємного бізнесу.

Так, наприклад, Закон США “Про інноваційні дослідження” створив спеціальну програму, що забезпечує виділення всіма федеральними відомствами з річним бюджетом на НДДКР понад 100 млн дол. не менше ніж 1,25% цього бюджету на проведення досліджень і розробок силами малого бізнесу. Встановлено тільки обов’язкову нижню межу асигнувань, верхню – не регламентовано. За дванадцять років (1983–1995 рр.) до програми включилися 10 федеральних міністерств і відомств, які розглянули майже 100 тис. заявок від невеликих наукоємних фірм і прийняли до фінансування більше ніж 37 тис. компаній [68, с. 54].

3. Законодавчо встановлені правовідносини малого венчурного наукоємного бізнесу з великими корпораціями й своїми “материнськими” компаніями. Ці норми та правила поділяють на законодавчо встановлені норми та правила кооперації малого й середнього бізнесу, вони охоплюють створення спільних (у тому числі міжнародних) науково-дослідних венчурних консорціумів між великими корпораціями, а також правила створення внутрішніх корпоративних венчурів і процедури співпраці із зовнішніми венчурами. Цей інститут визначає контрактні й субпідрядні відносини між малим наукоємним, венчурним бізнесом і великими компаніями, що відповідають інтересам обох сторін у процесі розвитку й доведення до комерційної стадії реалізації інновацій.

Малий наукоємний венчурний бізнес відрізняється високою мірою інтенсивності інноваційної діяльності, яка визначається самою галуззю, в якій вони діють, виявляється у високій швидкості комерціалізації нового продукту. Розробка й освоєння ними нововведень здійснюються в тих сферах, які є для великого бізнесу або неперспективними, або занадто ризикованими, і де дуже короткий життєвий цикл виробів.

Для досягнення поставлених цілей в умовах конкуренції, що постійно збільшується, малий інноваційний бізнес прагне максимально скорочувати час між виконанням НДДКР, створенням кінцевого продукту й виведенням його на ринок, при цьому йдучи на все більший комерційний ризик. Оскільки комерційний успіх високотехнологічної продукції сильно залежить від швидкості освоєння передових технологій, фірми, підтримані венчурним капіталом, вимушені швидше за інші компанії виконувати це завдання, щоб зайняти свою нішу на ринку. Так, проведений американськими дослідниками аналіз 173 новостворених високотехнологічних компаній Силіконової долини показав, що період виведення продуктів на ринок у компаній, що використовують венчурне фінансування, істотно скорочується.

Венчурний бізнес відрізняється від великих корпорацій глибшою спеціалізацією у виробництві інноваційних продуктів на основі нових технологій. Незважаючи на високу концентрацію НДДКР у великих корпораціях, малий венчурний бізнес у цьому сегменті також займає свою нішу. Корпоративний сектор удосконалює вже існуючі товари, покращує їх споживчі властивості, тоді як венчурний бізнес орієнтується на створення принципово нових товарів, тому може здійснювати на початкових етапах свого розвитку лише дрібносерійне виробництво. Самі великі корпорації, маючи дороге устаткування й стійкі позиції на ринку, не дуже охоче йдуть на технологічну перебудову виробництва та різні експерименти. Значно вигідніше для них фінансувати дрібні впроваджувальні фірми й у разі успіху останніх використати їх досягнення.

Відносно низька ефективність НДДКР у промислових корпораціях пояснюється рядом причин [75, с. 47]:

1. Певною інерційністю та необхідністю першочергового вирішення поточних проблем утримання досягнутого рівня прибутковості корпорації.

2. Розмірами великої корпорації. При цьому чим більша корпорація, тим сильніше діють тенденції до стагнації й бюрократизації функціональної структури як виробничих, так і їх наукових підрозділів. Багатоступінчаста ієрархія адміністративного управління ускладнює виявлення перспективних технологічних напрямів і пригнічує творчу ініціативу співробітників корпорації.

3. Низькою питомою вагою реалізації розробок. Дослідження, що проводилися на базі 120 американських корпорацій, показали, що близько 60% усіх дослідно-конструкторських розробок ніколи не перетворюються на комерційно використовувану нову продукцію. За результатами опитування 50 американських фірм, було виявлено, що 50% їх витрат на НДДКР припадає на інновації, які виявилися комерційно невдалими, 30% нововведень здобули визнання на ринку, 20% припинили бути прибутковими після закінчення нетривалого часу.

4. Високим ризиком інвестування в нові розробки. Головний ризик промислових концернів пов’язаний не з їх витратами на невдалі дослідження і розробки, а з освоєнням результатів НДДКР, які завершилися, що передбачає великі вкладення капіталу в оновлення виробництва, розширення його розмірів за рахунок створення нових продуктових ліній, відповідної реконструкції старих тощо. Тут промислові корпорації ризикують не лише засобами, пов’язаними з функціонуванням власних лабораторій, внутрішніх і зовнішніх венчурів, а й засобами, пов’язаними з розширенням нового виробництва, його оновленням і модернізацією.

При цьому чим ширше диверсифіковане виробництво, тим більша його потреба в промислових удосконаленнях, тим більш значущими й капіталомісткими є зрушення, викликані ним, у технологічній структурі, тим

більший ризик, пов’язаний з розривом рівнів витрат піонерного та повторного застосування науково-технічних нововведень у великих масштабах.

Перекладаючи на венчурний бізнес увесь ризик проведення первинних науково-дослідних розробок, ретельно відбираючи компанії, яким надалі буде надана фінансова допомога, великі промислові компанії страхують себе від можливих невдач. Кооперації великого бізнесу з венчурним бізнесом дає змогу монополіям з відносно меншими витратами вийти на нові ринки, скорегувати напрям своєї майбутньої науково-технічної політики, відмовитися від виробництва тих видів продукції, попит на яку починає знижуватися, швидше налагодити випуск нових промислових товарів.

Великі корпорації ризикують своїм капіталом на створення венчурних фірм лише в тому випадку, коли прибуткова комерційна реалізація науково-технічних нововведень не викликає сумнівів. Проте на той час венчурна фірма вже повинна розробити новий продукт і здійснювати стабільні його продажі або представити дослідні зразки нового винаходу. Для досягнення цієї фази життєвого циклу венчурної фірми гостро потрібне фінансування венчурного капіталу на початкових етапах розвитку. Таким чином, поглиблення спеціалізації у виробництві інноваційних продуктів привело до того, що в багатьох випадках невеликі фірми можуть конкурувати з великими концернами навіть зі своїми досить мізерними ресурсами, працюючи лише у вузькоспеціалізованому напрямі.

Регуляторні інститути. До регуляторних інститутів, що визначають стимули для венчурного бізнесу, належать нормативно-правові акти стимулюючого оподаткування, передачі технологій, а також антимонопольне законодавство. Законодавство про спеціальний режим оподаткування для малого бізнесу у сфері науково-технічної діяльності створює умови для ефективної інноваційної діяльності в межах малого підприємства. Цей інститут, метою якого є відміна оподаткування витрат на НДДКР, дає змогу

малому бізнесу проводити наукові дослідження й використати їх при створенні інновацій.

Для стимулювання інноваційної діяльності у великих корпораціях уряд і конгрес США пішли на пом'якшення антитрестового законодавства. У результаті в 1984 р. був ухвалений закон про кооперативні дослідження, який вивів за межі дії антитрестового законодавства створення на доконкурентних стадіях НДДКР науково-дослідних консорціумів за участю промислових компаній і університетів [75, с. 69].

Відповідно до цього закону, було дозволено спільно проводити НДДКР конкурентам, унаслідок чого з'являються спільні науково-дослідні партнерства великих корпорацій, що стали однією з найбільших форм зовнішніх корпоративних венчурних підрозділів. Так, відповідно до закону 1986 р., утворений Консорціум федеральних наукових лабораторій для надання допомоги компаніям, особливо малим фірмам, у встановленні контактів з компетентними федеральними науковими підрозділами [75, с. 69].

У 1986 р. був ухвалений федеральний закон про трансферт технологій, який заохочував передачу технологій на рівень місцевої влади і в приватний сектор. У результаті стали з'являтися прямі кооперативні дослідницькі угоди між урядовими лабораторіями та промисловими фірмами [68, с. 54].

У кінці 1980-х – на початку 1990-х рр. до патентного закону США було введено доповнення до гл. 18, що стосується прав на використання винаходів, створених за сприяння держави. Як політика й цілі держави в ній сформульовані, зокрема, такі доповнення: заохочення максимальної участі малих підприємств у науково-технічній діяльності, що фінансується державою, та забезпечення виробниками такого обсягу прав на винахід, створений за підтримки держави, який достатній для задоволення його потреб і вжиття заходів проти використання або неналежного використання винаходів [68, с. 55].

Неформальні інститути. Неформальні інститути – це гнучкі інститути, що склалися історично і є продуктом історичної діяльності, закріплені в національному менталітеті, звичаях, традиціях та нормах поведінки. Їх поділяють на інститути, що історично склалися, й інститути, сформовані як реакція на зовнішні зміни. До інститутів, що історично склалися, належать національні традиції, культура, менталітет, звичаї, етика й репутація; інститути, що сформувалися як реакція на зовнішні зміни, – це норми та правила неформальних професійних співтовариств. Неформальні інститути в наукоємному венчурному бізнесі являють собою сукупність норм і правил неформальних підприємницьких мереж, забезпечену всіма необхідними механізмами для адаптації організації до зовнішнього інноваційного середовища, а також набором норм і правил внутрішніх відносин між розробниками, менеджерами й інвесторами компанії.

Неформальні зв’язки у венчурному бізнесі, що відрізняються особливими персоніфікованими відносинами, заснованими на близькості його учасників, є способом зниження ризику, невизначеності й виникнення трансакційних витрат у процесі виробництва інновацій. Цей інституціональний феномен є процесом налагодження зв’язків неринковим способом. У сучасній літературі з інституціональної економіки цей феномен дістав назву “неформальні ділові мережі”, що сформувалися як реакція на зміни зовнішнього середовища.

Незважаючи на важливість технологічних, законодавчих, фінансових і політичних інститутів для організаційного зростання, середовище не є повністю автономним від них. Значною мірою організаційне середовище, особливо на національному рівні, часто взаємопов’язане віртуальними мережами економічних, політичних і соціальних відносин, які мають потенціал поширення і взаємної дії. При цьому в таких мережах транснаціональні зв’язки створюють канали для передачі інформації й обміну досвідом про якість зарубіжних можливостей і підтримувальних інститутів. Зв’язки в мережі допомагають скорочувати невизначеність. У разі іноземного

інвестування венчурного капіталу транснаціональні співтовариства й мережі синдикатів є двома найбільш помітними каналами.

Неоінституціональна теорія і аналіз мереж свідчать, що фірми взаємодіють одна з одною різними способами, що призводить до різних моделей контролю, обміну й наслідування. Взаємопов'язані фірми розділяють інформацію та досвід, можуть відчувати тиск з боку членів свого кола, займаючись наслідувальною поведінкою, можливо, шукають загальні основи підтвердження й прийняття подібної практики або стратегії, можуть розвивати схожі моделі спеціалізації. Інформація й комплексні вхідні сигнали, що йдуть через внутрішньоорганізаційні мережі, надають фірмам ключі як до нових можливостей дій, так і добміну. Вони (інформація й комплексні вхідні сигнали) так само роблять внесок у формування спільного розуміння норм поведінки, яких кожна фірма у внутрішньоорганізаційній мережі зобов'язана дотримуватися.

Ці мережі виконують такі функції: формують ділову репутацію венчурних підприємців в академічному середовищі, транслюють інформацію про потенційні можливості комерційного використання технологій, що розробляються як в академічному середовищі, так і в компанії учасників мережі, а також інформацію про перспективи отримання фінансування з боку інвесторів венчурного капіталу, визначають механізм взаємодопомоги й взаємної підтримки при розробці, обміні та передачі технологій, сприяють підтримці й розвитку зв'язків підприємців з академічним середовищем, з керівництвом материнської компанії і великої корпорації у сфері обміну досвідом, ресурсами і кадровим складом [77, с. 115].

Щільність підприємницьких мереж і, відповідно, механізми дотримання правил у них залежать від зв'язків підприємця з академічним середовищем. Неформальні мережі підприємців є механізмом зниження невизначеності при ухваленні рішення про комерційне використання тієї чи іншої технології. У цьому процесі знання й здатності, особа підприємця, персоніфікована довіра виступають як найбільш специфічний для цього виду

бізнесу ресурс. Саме персоніфікована довіра відіграє важливу роль у підтримці ділових зв'язків з потенційними партнерами й інвесторами венчурного капіталу, а також виступають формою захисту від корупції та підтримки порядку.

У США статус підприємницької діяльності (особливо у сфері науково-технічної діяльності) дуже високий. Це призводить до того, що вигоди від підприємницької діяльності високі, успіх у цій сфері діяльності забезпечує підвищення статусу, а втрати в разі невдачі незначні. У більшості європейських країн неформальний рівень взаємодії між бізнесменами дуже високий, а для підприємців життєво необхідно бути частиною соціальної мережі, у США економічні імперативи у відносинах між бізнесменами значно вищі, ніж у Європі.

Останнім десятиліттям азіатські країни стали активно переймати західні інституціональні механізми інноваційного підприємництва, проте вони значно відрізняються за сферою діяльності, враховуючи особливості місцевої культури. Соціальні мережі і взаємодія в їх межах забезпечують її членам не лише вигоди, а й накладають на них певні зобов'язання. Такі мережі спочатку з'явилися як відповідь на відсутність сильних законодавчих традицій. Відносини в межах мережі є альтернативними засобами гарантії контрактних зобов'язань і правозастосування санкцій. Одним з результатів важливості цих відносин є те, що сторони частіше сфокусовані на підтримці внутрішньофірмових і міжособистісних відносин, ніж на негайному прибутку.

Організаційна культура відбиває політику й ідеологію життєдіяльності фірми, систему її пріоритетів, критерії мотивації та розподілу влади, характеристику культивованих соціальних цінностей і норм поведінки. Сприятлива для всіх інноваційних процесів організаційна форма на підприємстві виявляється у відсутності бюрократичних бар'єрів в організації й низькій мірі централізації, а також відсутності занадто вузької спеціалізації. Створення всередині фірми клімату, в якому можуть зароджуватися та

здійснюватися нові ідеї, є найбільш ефективною умовою генерації інновацій, на відміну від директивних розпоряджень керівництва.

Таким чином, основними елементами неформальної інноваційної культури в наукоємному венчурному бізнесі є децентралізована система управління, яка делегує повноваження серед співробітників фірми з приводу реалізації інновацій. Ця структура управління забезпечує гнучкість ухвалення "рішень" і швидкість реакції на зовнішні ринкові зміни, забезпечує засвоєння певної системи знань, норм і цінностей, що дають змогу генерувати інновації, формує мотивацію, а також створює неформальну атмосферу, що спонукає співробітників до генерації ідей, заохочення їх критики й атмосфери суперництва.

У сукупності формальні й неформальні інститути виконують такі функції, що дають змогу функціонувати венчурному бізнесу як самостійному суб'єктові підприємницької діяльності: створення механізму для комерціалізації результатів наукових досліджень у наукоємну продукцію з високою доданою вартістю, формування стимулів для розробників науково-технічної продукції шляхом закріплення за ними результатів інтелектуальної власності, забезпечення передачі результатів науково-технічної діяльності, отриманих у державних лабораторіях і науково-дослідних інститутах, у розпорядження засновників, налагодження каналів збуту продукції серед корпоративних клієнтів, формування інформаційного простору діяльності іншого учасника венчурного бізнесу, скорочення рівня ризику та невизначеності при комерціалізації наукоємної продукції за рахунок зниження корупції в державному міністерстві й відомстві та підвищення прозорості фінансової діяльності венчурного бізнесу.

Інституціональні основи генерації, матеріалізації й ринкової реалізації інновацій, а також інститути функціонування наукоємного венчурного бізнесу є фундаментальним базисом інноваційної економіки. З одного боку, це самостійні інститути, а з іншого – інституціональне середовище для функціонування механізму венчурного фінансування.

Як самостійні інститути вищезгадані структури упорядковують взаємодію всіх агентів інноваційної економіки, як у державному, так і в приватному секторі, створюючи для них стимули до наслідування загальних правил, а також напрями координації й кооперації при взаємодії в процесі розробки фундаментальних ідей, передачі результатів науково-технічної діяльності з державних установ у приватні компанії, доведенні інноваційних розробок до великосерійного виробництва конкурентоспроможної наукоємної продукції з високою доданою вартістю.

Як інституціональне середовище сукупність вищезгаданих формальних і неформальних інститутів створює рамкове регулювання для всіх агентів венчурного інвестування, забезпечує простір для їх вільного й безпечного функціонування, надаючи їм змогу досягти ефективнішої координації передбачуваної й стабільної взаємодії за рахунок мінімізації витрат на забезпечення угод і зменшення кількості конфліктних ситуацій.

1.3. Світовий та український досвід ведення венчурного бізнесу

Нове економічне середовище, яке базується на знаннях та науково-технічних проривах, сформувалось останнім десятиліттям. Від того, наскільки країна готова сприйняти сучасний виклик часу, залежать її інноваційний розвиток та успішність на світовій арені. У цьому контексті сформувались різні підходи на державному рівні та відповідно моделі венчурного фінансування інноваційної діяльності, які становлять науковий інтерес для вироблення стратегії розвитку венчурної індустрії в Україні. Особливості венчурного капіталовкладення в світі та в Україні досліджують Л. Антонюк, О. Поручник, В. Зикіна, П. Ковалишин, З. Шмігельська, Т. Кублікова та ін. В українській економіці ця проблематика недостатньо розроблена, тому варто проаналізувати практику здійснення венчурних

інвестицій у Європі та США з метою можливого адаптування цього досвіду для вітчизняного ринку венчурних інвестицій.

Починаючи з другої половини XX ст., ключове місце в трансформації господарського механізму належить малим організаційним формам – венчурним фірмам. Протягом цього періоду сформувались дві принципово різні моделі венчурного фінансування: американська та європейська. Їх відмінності можна простежити за такими напрямами: роль держави в інноваційних процесах; сектори економіки, в які інвестують венчурні фонди; об'єкти венчурного інвестування. У Європі держава займає активну позицію у венчурному бізнесу, що виражається в такому:

1) держава виступає в ролі прямого інвестора в малі венчурні компанії;

2) за допомогою інструментів податкової політики створюється сприятливий клімат для функціонування венчурних фірм. Так, у Великобританії для венчурних фірм зменшується податок на прибуток (25%), існує система страхування коштів, списуються витрати на НДДКР на собівартість продукції (у будь-якій сумі). У Німеччині існує податкова знижка на приватні інвестиції у НДДКР (до 7,5%). У Франції не оподатковуються кошти, вкладені в ризиковані проекти [81, с. 102];

3) здійснюється фінансування наукових та науково-технічних робіт (ННТР) за рахунок державного бюджету на рівні 0,74% від ВВП у 2010 р.

Для порівняння: в Україні фінансування ННТР приблизно в два рази менше, що становить лише 0,34% від ВВП [90, с. 93]. Держава в європейських країнах є рушійною силою венчурного бізнесу та стимулюючим фактором, на відміну від приватного капіталу, який домінує в країнах Північної Америки. В американській моделі венчурного фінансування головне призначення держави полягає в інтеграції та сприянні взаємодії промислового й наукового секторів. Державі відведено роль "нічного сторожа", який суттєво не втручається в просування венчурних проектів та виконує законодавче регулювання венчурних процесів. До засобів стимулювання розвитку венчурного бізнесу в США можна

зарахувати: 1) пільгове оподаткування венчурних фірм; 2) відсутність податку на оренду, 3) гарантоване повернення приватного капіталу, який вкладається у венчурний бізнес, адміністрацією у справах малого бізнесу (до 90% приватного капіталу); 4) обов'язкове залучення венчурних фірм до виконання великих інноваційних проектів згідно із законодавством США; 5) державні витрати на ННТР становлять майже 1% від ВВП [97, с. 58].

Позицію ж українського уряду характеризує певна пасивність, з огляду на те, що законодавче регулювання венчурного бізнесу перебуває на початковій стадії становлення. Діяльність держави обмежується лише контролем за звітністю фондів. Ідея створення Державного венчурного інноваційного фонду була висловлена неодноразово в програмних документах і нормативно-правових актах. Так, у Постанові Кабінету Міністрів України "Про підсумки соціально-економічного розвитку України у 2005 р. та заходи щодо поліпшення економічної ситуації" від 13.03.2006 р. № 273 визначено необхідність розробки проекту постанови уряду про створення за участю держави венчурного інвестиційного фонду, орієнтованого на інвестування інноваційних проектів у високотехнологічних секторах економіки, але жодних зрушень у цьому напрямі не відбулося. Розвиток венчурного фінансування інноваційної сфери в Україні неможливий без державної підтримки, оскільки, попри значне зростання кількості венчурних фондів, обсяг коштів на фінансування інноваційної діяльності залишається досить малим. Тому одним з головних чинників, який зможе суттєво збільшити залучення венчурного капіталу в інноваційні підприємства, створить додаткові гарантії для інвесторів, має стати така форма взаємодії держави та ринку, як механізм державно-приватного партнерства шляхом створення Державного венчурного фонду (компанії). Невирішеними також є проблеми обліку та відображення у фінансовій звітності інноваційної діяльності [122]. Американська та європейська моделі інвестування відрізняються за секторами економіки, в які інвестують венчурні фонди. На відміну від США, європейські венчурні фонди більше

диверсифіковані й розміщують інвестиції практично в усі сектори економіки. Венчурні інвестиції в США станом на ІІІ квартал 2011 р. сконцентровані переважно в галузі розробки програмного забезпечення – 22,70% від загального обсягу венчурних інвестицій, у біотехнологічній галузі – 15,60%, у промисловості та енергетиці – 12,20%, у виробництві медичного обладнання – 10,7% [136, с. 44]. Розглядаючи Україну, можна констатувати вкладання інвестицій у третій та четвертий технологічні уклади, але слід звернути увагу на те, що у світі з 1990 р. почав формуватися уклад, який дістав назву інформаційних та комунікаційних технологій. Нині ж формуються елементи шостого укладу – розвиток нанотехнологій, аерокосмічна промисловість тощо. Тобто існує проблема вибору: які вкладення для України сьогодні є більш актуальними – у третій – четвертий уклади, які розвинуті економіки світу вже давно пройшли, або запозичити їх досвід та новації й здійснити "інноваційний прорив", інвестуючи в п'ятий – шостий уклади. На нашу думку, доцільно орієнтувати державну стратегію на інвестування трендових, прибуткових та нових галузей п'ятого – шостого укладів.

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, частка цінних паперів венчурних фондів, галузь яких не визначена, досягає 74,36%, що свідчить про непрозорість та неліквідність портфеля. Таким чином, за офіційною статистикою, у портфелі венчурних ІСІ лідирують цінні папери підприємств, що належать до галузей споживчих товарів (5,8%) та фінансів (5,22%) [47]. Але, на думку науковців, ця значна частка в розмірі 74,36% в інвестиційному портфелі венчурного фонду спрямовується на фінансування таких галузей, як будівництво, нерухомість, переробка сільгосппродукції, харчова промисловість та роздрібна торгівля [59, с. 47].

Брак статистичної інформації щодо галузей, які отримують венчурні інвестиції, підкреслює нецільове використання організаційної форми венчурних фондів: оптимізація управління активами фінансово-промислових холдингів та зниження податкового навантаження. Отже, американській

моделі венчурного бізнесу властива орієнтація переважно на технологічний сектор економіки, на відміну від українського венчурного бізнесу, де основна питома вага інвестицій припадає на сектор будівництва, споживчих товарів та сільгосппродукції, що нині є неактуальним на світовому ринку у зв'язку з перспективними розробками у сфері "чистих технологій". Сьогодні ринок сфери чистих технологій вважають таким, що швидко зростає і є найперспективнішим для венчурного інвестування. Ця тенденція є логічним наслідком невирішеності глобальної проблеми забруднення навколишнього середовища, перетворення екосистем на непридатні для нормального проживання людей. На підтвердження вищесказаного можна навести результати статистичного опитування венчурних капіталістів з Ізраїлю, США та Великобританії, у планах яких є збільшення майже на 50% своїх обсягів інвестицій у чисті технології [76, с. 88]. Загальносвітовою тенденцією для венчурного бізнесу розвинутих країн є переорієнтація в технологічний сектор. Європейська та американська моделі венчурного інвестування відрізняються за об'єктами венчурного інвестування. У першій моделі основна питома вага в загальному обсязі інвестицій припадає на фінансування пізніх стадій розвитку фірми. Ситуацію з фінансуванням "старт-ап" проектів намагаються виправити шляхом створення спеціалізованих фондів.

Наприклад, High-Tech Start-Up Fund, який був спільно створений державою та приватними капіталістами в Німеччині. В американській моделі переважають інвестиційні вкладення в ранні стадії розвитку фірми, у новостворені підприємства на етапі існування лише нової ідеї або технології, здійснювані приватними інвесторами та "бізнес-янголами". Такий симбіоз, за оцінкою економіста С. Шейна, дає в десять разів більше інвестицій, ніж традиційне залучення інвесторів (венчурних фондів). Але потрібно врахувати той факт, що з настанням кризи правила гри "янгельського" інвестування дещо змінились. Спостерігається їх непостійність, вихід з проекту перед наступним етапом. Сьогодні вони шукають більш готові ідеї, менші ризики,

компанії із скромними потребами капіталу та коротшим терміном отримання прибутку [97, с. 59]. Розглядаючи український неформальний сектор венчурного бізнесу, можна констатувати, що він перебуває на початковому етапі свого існування.

Так, у 2006 р. виникла Асоціація "Приватні інвестори України" з 50 приватних та корпоративних учасників, які вирішили об'єднати капітал для спільного фінансування перспективних проектів, але за відсутності жодної державної підтримки чи стимулювання через високі ризики, непрофесіоналізм учасників, налагодження відносин між інвесторами та винахідниками не можна назвати успішним [137, с. 13]. Українські принципи інвестування наближаються до європейських за рахунок вибору венчурними інвесторами проектів із середнім рівнем ризику, що є характерним для пізніх стадій розвитку фірми. Таким чином, у країні практично відсутнє інвестування на ранній стадії розвитку фірми, що повинно спонукати уряд адаптувати досвід створення європейського "фонду фондів", який безпосередньо забезпечує життєдіяльність та розвиток нових ідей і малих фірм на стадії "Seed" та "Early Growth". Недоліком європейської моделі венчурного фінансування порівняно з американською є відсутність у Європі єдиного ринку – значна фрагментація за державними кордонами робить міжнародні інвестиції венчурного капіталу невиправдано ускладненими. Але останніми роками з огляду на ці проблеми скасовуються регуляторні перешкоди для венчурного інвестування відповідно до Директиви Євросоюзу 2003/41/ЄС.

Окреслюється перспектива більш легкого включення коштів страхових компаній та пенсійних фондів до потоків венчурних інвестицій. Із цього погляду, Ірландія, Великобританія мають найбільш сприятливе регуляторне середовище в Європі, далі йдуть Франція, Бельгія, Іспанія й Люксембург. У Великобританії питома частка пенсійних фондів у загальному обсягу фінансування становить 29,52%, а страхових компаній і банків у Голландії –

23,51% та 29,17% відповідно, що є достатньо позитивною статистикою [5, с. 46].

Що стосується України, то суттєвим недоліком національного законодавства в цій сфері є неможливість страхових компаній, банків, пенсійних фондів бути інвесторами, що значно звужує можливості розвитку венчурного бізнесу в Україні. Цей недолік зумовлений такими факторами: 1) неготовністю українських банків пропонувати довгострокові інвестиції через інфляційні процеси, нестабільність національної валюти та політичної ситуації; 2) вузьким спектром фінансових інструментів, у які можуть інвестувати кошти пенсійні фонди; 3) обмеженим капіталом, який акумулюється недостатньо розвинутим страховим ринком. Таким чином, європейська та американська моделі венчурного фінансування інноваційної діяльності суттєво відрізняються за місцем держави в інноваційних процесах, за рушійною силою венчурного капіталізму, за стадіями розвитку фірми, в які вкладаються венчурні інвестиції. Але їх об'єднує створення робочих місць, активне сприяння збільшенню ВВП, активна підтримка середнього та малого інноваційного підприємництва й фінансування науково-дослідних робіт. У цьому контексті ми поділяємо думку А.М. Букало [17, с. 8] щодо необхідності вдосконалення державного регулювання діяльності венчурних інститутів спільного інвестування в Україні. Український венчурний бізнес має риси як європейської моделі, оскільки інвестування здійснюються в різноманітні сектори економіки та в об'єкти на пізніх стадіях розвитку, так і американської моделі, оскільки участь держави в інноваційних процесах є доволі пасивною. Враховуючи початковий етап становлення венчурного бізнесу в Україні та макроекономічні особливості українського господарства, для розвитку венчурного бізнесу можна використовувати найбільш апробовані та відповідні реаліям фінансового та бюджетного стану держави шляхи й методи розвитку венчурного бізнесу.

На нашу думку, українська економіка перебуває в такому стані, для якого характерні постійний дефіцит бюджету, високе податкове

навантаження, пасивний торговельний баланс, орієнтація на експорт сировини та імпорт готової продукції. Вирішення цих проблем запропоноване у великій кількості статей та підручників.

Однак, на думку авторів, подолання цих проблем є неможливим за існуючих умов, а саме [32, с. 25; 36, с. 29]:

– надмірної політизованості економіки;

– відсутності в Україні галузей економіки, конкурентоспроможних на світовому ринку;

– високого рівня тіньової економіки та фінансових махінацій.

Гостра нестача інвестицій за високого податкового тиску призводить до того, що найкращі та найперспективніші підприємства (за винятком тих, що беруть участь у політичному процесі) банкрутують. Відповідно, розвивати економіку щороку дедалі важче, а бюджет приймають з усе більшим дефіцитом. Розірвати замкнене коло може тільки "стрибок" у певній галузі, забезпечити який може тільки венчурний бізнес. Питання венчурного капіталовкладення в Україні розглядали такі науковці, як Г. Михальченко та О. Черняєва (механізм функціонування механізму венчурного бізнесу), В. Кисіль і Р. Садловський (сучасний стан венчурних фондів в Україні), Ю. Заморока та В. Гарбар (проблематика функціонування венчурного бізнесу).

Венчурний бізнес – це ризикова діяльність, у процесі якої створюються та впроваджуються у виробництво нові товари, технології, послуги. Це поєднання двох видів підприємництва: фінансового й інноваційного.

Історія венчурного бізнесу починається з 50-х рр. XX ст. Як і будь-яке неординарне починання, новий бізнес мав потребу в сильних та енергійних особистостях і новаторських підходах. Саме тоді інженер компанії "Shokley Semiconductor Laboratories" Юджин Клейнер звернувся до великої інвестиційної фірми за фінансуванням нового проекту виробництва напівпровідників, що в результаті призвело до технологічної революції в світі. Тоді й виник термін "венчурний капітал".

Сьогодні такий вид бізнесу представлений невеликими фірмами, що засновані групою фахівців у певній наукоємній галузі. В Україні ж цією сферою займаються інститути спільного інвестування (ІСІ). Однак, більшість венчурних ІСІ віддають перевагу низькоризиковим вкладенням та головним чином прагнуть отримати прибуток. До їх пріоритетів не входять такі побічні потреби, як науково-технічний прогрес. На практиці фахівці й самі венчурні капіталісти стверджують, що вони ніколи не вкладають капітал на стадії розробки інноваційної ідеї, оскільки це дуже ризиковано. Тому варто висвітлити основну проблематику функціонування венчурного бізнесу в Україні:

1. Нестача стимулів для вкладення капіталу в ризикові проекти. Жодний інвестиційний фонд не вкладатиме великі кошти в прогнозовану розробку високих технологій, не маючи жодних гарантій повернення коштів. Враховуючи кількість афер у сфері отримання кредитів та інвестицій, держава повинна забезпечувати певний відсоток гарантованого повернення вкладів ІСІ.

2. Нестача кваліфікованих кадрів. Свого часу в Україні існували дуже несприятливі умови для діяльності інтелектуальної еліти, що призвело до масової еміграції вчених за кордон. Сьогодні ця проблема гостро дає про себе знати, особливо у випадках, коли практично немає кому створювати новітні технології. Так, наприклад, жоден з лауреатів Нобелівської премії українського походження не проживав в Україні.

3. Низький рівень правового захисту українських патентів. Як і в багатьох правових сферах в Україні, патенти не забезпечують захист інтересів інвестора на міжнародному ринку, особливо в разі спірних ситуацій і незаконного використання інтелектуальної власності.

4. Неадекватно високий рівень ризику втрати вкладень. Окрім безпосереднього ризику, пов’язаного з функціонуванням і розвитком бізнесу, існують негативні економічні фактори: інфляція, високий податковий тиск. Це той випадок, коли час надто сильно працює проти фірм-інноваторів. За

умови довготривалої розробки продукту чи технології навіть значні за розмірами інвестиції можуть не витримати випробовування часом.

5. Гальмування на етапі впровадження інновацій. У світовій практиці після завершення досліджень створюється нове підприємство, де застосовують інновацію. Таке підприємство слугує одночасно дослідним зразком та ефективним джерелом прибутку. За даними Держдепартаменту інтелектуальної власності, щорічно в Україні видається 15–20 тис. патентів, але застосування на ринку знаходить не більше ніж 1% інновацій.

Таким чином, розвиток технологій в Україні сильно гальмується елементарними пострадянськими недоліками. Венчурні фонди сьогодні змушені працювати на відносно невеликих за розмірами ринках, які на цьому етапі характеризує низька конкуренція серед виробників товарів і послуг, а також достатньо невисока платоспроможність населення. Найпривабливішими сферами для інвестицій в Україні є будівництво, переробка сільськогосподарської продукції, харчова промисловість і роздрібна торгівля. Така галузева дискримінація властива для України, тому що ці галузі є привабливими, поширеними та малоризиковими в нашій країні, на відміну від країн ЄС і США, де венчурні інвестиції здійснюються в інноваційні галузі промисловості.

Ми вважаємо, що для ефективного розвитку науково-технічної діяльності українським інвесторам необхідно відійти від традиційних галузей економіки та звернути свою увагу на інформаційні технології, авіарозробки, робототехніку та інші наукомісткіємні сфери економіки. Високоефективним варіантом була б співпраця із зарубіжними вченими та створення спільних проектів.

В Україні можливості для фінансування інноваційних проектів за рахунок власних коштів підприємств дуже обмежені через низьку рентабельність їх діяльності. Водночас використання позикових коштів стримується високим кредитним відсотком та небажанням більшості фінансових установ інвестувати ризиковані проекти. Сфера підтримки та

розвитку національної науки реально не ввійшла й до системи державних пріоритетів.

У 2014 р. рівень державного фінансування науки в Україні становив лише 0,2% ВВП. Незадовільним є й рівень витрат на НДДКР, який у 2014 р. досяг рівня 3,67 дол. на особу, проти відповідних витрат за цей самий період у Словенії – 112, Чехії – 76, Болгарії – 12, Румунії – 8 [106].

Незадовільні обсяги й темпи здійснення інноваційної діяльності в Україні свідчать про недосконалість механізмів фінансування інноваційних проектів, що визначає необхідність пошуку шляхів активізації інноваційної діяльності в умовах значної обмеженості матеріально-технічних та фінансових ресурсів. В економічно розвинутих країнах розвиток інноваційної діяльності все більше визначає венчурне підприємництво. Наведене зумовило розгляд у роботі венчурного підприємництва як важливого напряму створення сприятливого інвестиційного клімату для інноваційної діяльності. Взаємовигідний зв’язок між інноваційним бізнесом та венчурним інвестором повинен забезпечувати інституціональний механізм використання венчурного капіталу (ВВК). Під ним будемо розуміти систему соціально-економічних норм, яким відповідають форми використання венчурного капіталу. Ринок інновацій створює сукупність інноваційних підприємств та венчурних інвесторів, які взаємодіють між собою (рис. 1.1).

Венчурні фірми є генераторами нових ідей, на основі яких здійснюються великі науково-технічні прориви. Формування національної інноваційної системи вимагає створення інноваційної інфраструктури, фінансовий компонент якої – венчурне фінансування – є для інвестиційного забезпечення інновацій найбільш придатним.

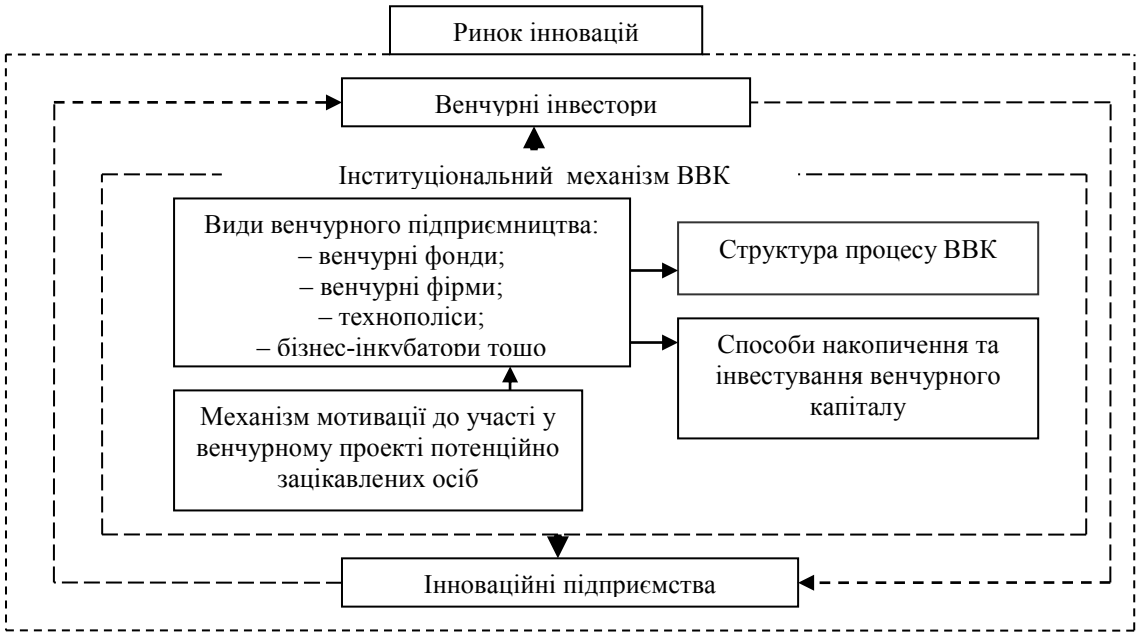

Рис. 1.1. Схема інституціонального механізму використання венчурного капіталу *(удосконалено автором)*

У сфері венчурного менеджменту відсутні досвідчені фахівці, що володіють технологіями виявлення та селективного добору перспективних інноваційних проектів, а також оцінювання їх майбутньої ефективності з достатньо високим ступенем імовірності. Незважаючи на вищеперелічені проблеми та недоліки, увага до “венчурного” бізнесу в Україні поступово зростає.

Це можна пояснити тим, що в умовах інтенсивного науково-технічного прогресу відмова від здійснення ризикових, але перспективних підприємницьких проектів на практиці несе для економіки та суспільства в цілому загрозу значно більших фінансових втрат, пов’язаних з можливою втратою конкурентоспроможності національних виробників на внутрішньому й зовнішніх ринках.

Що стосується держави, то її роль у розвитку венчурного бізнесу неоднозначна. Активне сприяння розвитку венчурного бізнесу приведе до позитивного економічного ефекту, оскільки вигоди, які отримує суспільство від програм підтримки венчурного капіталу, не обмежуються тільки прибутками венчурних інвесторів. Такі інвестиції сприяють освоєнню нових

провідних науково-технічних розробок для створення конкурентоспроможних високотехнологічних продуктів і технологій та створюють нові робочі місця, сприяючи зниженню безробіття та підвищуючи рівень добробуту в суспільстві, що має стратегічне значення для довгострокового зростання національної економіки.

Науковці наводять такі переваги розвитку венчурного бізнесу при відповідному державному забезпеченні [111, с. 15; 136, с. 55]:

– ефективна правова база для інвестування в ризикові проекти;

– безпосередня участь в інвестиційному процесі в статусі інвестора;

– надання податкових пільг та встановлення спеціальних податкових режимів у венчурній сфері;

– надання гарантій інвестиційним фондам тощо.

Спробуємо навести контртези. Багаторічний досвід функціонування українського ринку довів, що за існуючої системи підприємці скористаються будь-якою можливістю вивести доходи в тіньовий сектор. Таким чином, пільгове оподаткування венчурних фондів призведе до масового їх використання для відмивання коштів. Більш доцільним було б загальне зниження податкового тягаря, що, згідно з планом, поступово здійснюватиметься в Україні.

Участь держави як безпосереднього інвестора може призвести до розкрадання бюджетних коштів через спрямування їх у фіктивні наукові організації. Крім того, практика вже довела неефективність функціонування державних підприємств, більшість з яких вже давно приватизовано. Оптимальним варіантом у цьому випадку була б мінімізація безпосередньої участі держави й водночас пріоритетність опосередкованого впливу шляхом створення потужної правової бази та переходу до міжнародних стандартів й активного міжнародного співробітництва. Це призведе до становлення справжньої ринкової країни, у якій діяльність держави відповідає її призначенню, а саме забезпечує обслуговування ринкових процесів та усунення окремих вад ринкового саморегулювання. Кількість освоєних

виробничих процесів за останні роки знизилась, що спричинено досягненням українськими підприємствами межі поточного технологічного розвитку за наявних умов. Для подальшого розвитку необхідні або великі обсяги інвестицій, або значний попит на більш якісні товари, що прискорить технологічний прогрес. Тим не менше, кількість введених у виробництво нових продуктів, а особливо виробничих запасів, стабільно зростає, а така тенденція свідчить про поступове переозброєння економіки.

Останніми роками у виробництві застосовують лише власні винаходи підприємств. За статистикою, за 2008–2009 рр. чернівецькими підприємцями було придбано лише 2 інноваційні технології, тоді як ще в 2007 р. в Чернівецькій області було придбано 8 таких технологій [106].

Серед підприємств, які реалізують інноваційну продукцію, найбільшу питому вагу мають підприємства з чисельністю працівників від 100 до 250 осіб. Дещо меншу частку ринку інновацій займають малі підприємства, тоді як підприємства з чисельністю працюючих понад 500 осіб майже не займаються інноваціями [5, с. 78]. Це підтверджує той факт, що наукову революцію здійснюють малі непримітні організації, витісняючи з ринку монополістів. Власне монополізація окремих галузей економіки призводить до зникнення необхідності здійснення інновацій загалом.

Отже, можна зробити такі висновки:

1. Венчурний бізнес, незважаючи на високу ризиковість, є джерелом конкурентних переваг країни, в якій він функціонує, тож може вивести її на передові позиції на світовому ринку.

2. В Україні венчурний бізнес перебуває на початковій стадії розвитку й потребує суттєвого вдосконалення та вкладення великих обсягів капіталу.

3. Для успішного ведення такого бізнесу необхідно здійснити ряд реформ, що пов’язані з інвестиційним та податковим законодавством, а також участю держави в економічному житті країни.

4. Реалізація наукоємних проектів неможлива без залучення висококваліфікованих спеціалістів, яких потрібно або залучати із-за кордону, або навчати в Україні, попередньо реформувавши систему освіти.

5. Надмірно висока ризиковість венчурних вкладень у великих розмірах гальмує процеси формування науково-технічного потенціалу України.

6. Потенціал інноваційного розвитку належить малим та середнім підприємствам.

Виходячи з наведеного, варто зазначити, що вирішення проблем венчурного фінансування в Україні цілком реальне і є лише питанням часу. Країна сьогодні поступово розвивається й має всі можливості для створення в майбутньому на її теренах місткого ринку інтелектуальної власності. Однак, час, що знадобиться на такі перетворення, невизначений і багато в чому залежить від дій держави, інвестиційних фондів та дій інших економічних суб'єктів загалом.

Український венчурний бізнес перебуває сьогодні на стадії якщо не зародження, то дуже раннього розвитку. Український уряд має зіставити зарубіжний досвід з нашими можливостями і зробити все, щоб венчурний бізнес в Україні, у класичному його розумінні, теж запрацював на всю потужність. Потрібно почати саме з державної підтримки й можливості застосування зарубіжного досвіду в цьому напрямі. Державну підтримку розвитку венчурного бізнесу можна здійснювати за допомогою використання заходів, які активно та успішно використовують США і країни Західної Європи, а саме прямих та непрямих [11, с. 49].

Прямі заходи підтримки венчурного капіталу мають включати конкретні механізми державної підтримки, спрямовані на збільшення пропозиції венчурного капіталу. Ці програми, перш за все, набули форми фінансових стимулів, але також включають більш ризикові державні інвестиції в акціонерний капітал і державні кредити. Такі інструменти

можуть бути спрямовані на фонди венчурного капіталу або безпосередньо на малі й середні підприємства.

Непрямі заходи мають передбачати розвиток конкурентних фондових ринків для малих фірм, що ростуть, розширення спектра пропонованих фінансовими інститутами продуктів, розвиток довгострокових джерел капіталу, спрощення процедури формування фондів венчурного капіталу, стимулювання взаємодії між великими та малими підприємствами й фінансовими інститутами, заохочення підприємства [34, с. 11]. При розробці програм державної підтримки важливо враховувати те, на яку стадію інвестиційного процесу спрямована державна політика. Досвід зарубіжних країн показує, що нові малі фірми особливо потребують підтримки на ранніх стадіях свого розвитку, а пропозиція фінансування для цих стадій з боку приватного сектору, як правило, недостатня, особливо за межами США.

Проте, очевидно, що без нормального розвитку стартових фірм неможливо розвивати підтримку пізніших стадій. Стимулювання венчурного інвестування повинно здійснюватись з використанням таких форм державних інструментів:

1. Пряме надання капіталу венчурним фондам або малим підприємствам (капітал надається у вигляді прямих інвестицій або кредитів під низькі відсотки).

2. Фінансові пільги для інвестування до венчурних фондів або малих підприємств: податкові пільги або звільнення від оподаткування; державні гарантії за кредитами венчурним фондам або новим малим компаніям; гарантування вкладень в акціонерний капітал [66, с. 89].

3. Правила, що визначають коло інвесторів, яким дозволяється вкладати кошти до венчурних фондів.

Отже, ринок венчурного інвестування в Україні почав розвиватися зовсім недавно (на початку 1990-х рр.). На сьогодні розвиток венчурної індустрії в Україні стримується слабкою законодавчою базою,

нерозвиненістю фондового ринку, непрозорістю фінансової діяльності компаній, відсутністю гарантій для інвестора.

Висновки до розділу 1

1. Обґрунтовано необхідність функціонування інституту фінансування венчурного бізнесу. Сучасні процеси інтеграції та глобалізації сприяють появі на теренах України нової моделі розвитку інвестиційно-інноваційної діяльності, яка б мала за основу венчурний бізнес. Механізм венчурного фінансування інноваційних процесів допоможе вирішити ряд життєво важливих для української економіки питань, залучити Україну в процеси глобальної конкуренції й рівноправно та незалежно інтегрувати в світовий інноваційний простір у довгостроковій перспективі. Найважливішими завданнями, які можна вирішити за допомогою венчурного фінансування в Україні, можуть стати: активізація інноваційного розвитку; формування потужної політики малого та середнього підприємництва; залучення приватного капіталу в розвиток науково-технологічної сфери, обсяг якого здатен у багато разів перевищити державні інвестиції; модернізація вітчизняної промисловості зі створення нових виробництв на основі хай-тек; формування ефективної системи залучення в українську промисловість інтелектуальної власності й інших результатів інтелектуальної діяльності; забезпечення умов для раціонального використання основних фондів багатьох підприємств, які втратили свою конкурентоспроможність; залучення цільових іноземних інвестицій в інноваційну сферу; мобілізація коштів населення для розвитку науково-технологічної сфери; зменшення безробіття й вирішення завдяки цьому актуальних соціально-економічних проблем; збільшення загальної ділової активності українських підприємств.

2. Узагальнено досвід організації венчурного бізнесу та запропоновано науково-практичні підходи до виявлення інституціональних основ інноваційної економіки. Встановлено, що венчурне інвестування є специфічним різновидом фінансових вкладень у високотехнологічне виробництво, перспектива отримання значних прибутків у якому межує з високим ступенем ризикованості. З'ясовано, що ефективна діяльність венчурних фондів, критично необхідних для фінансової підтримки інноваційних та інвестиційних проектів в Україні, неможлива без участі держави. Тому на перший план виступає проблема законодавчого врегулювання діяльності венчурних структур. З метою її вирішення слід забезпечити вдосконалення вітчизняного законодавства в напрямах визначення сутності, функцій та принципів діяльності справді венчурних фондів і венчурних компаній та переорієнтації венчурного сектора на співпрацю з вітчизняною науково-технологічною сферою. Нормативно-правова база повинна забезпечувати державну підтримку системи венчурного інвестування, у тому числі шляхом внесення відповідних змін та доповнень до податкового, митного й банківського законодавства, створення належних правових механізмів для розвитку вторинного фондового ринку, зокрема біржової торгівлі цінними паперами венчурних підприємств, системи електронних торгів тощо. Головним завданням венчурного бізнесу повинні стати встановлення зв'язків між науково-дослідними інститутами, ВНЗ і підприємствами та стимулювання фінансування наукових досліджень і прикладних розробок.

3. За результатами аналізу українського та зарубіжного досвіду здійснення венчурного бізнесу встановлено, що він, незважаючи на високу ризиковість, є джерелом конкурентних переваг країни, у якій він функціонує, а отже, може вивести її на передові позиції на світовому ринку. Для успішного ведення такого бізнесу необхідно здійснити ряд реформ, що пов'язані з інвестиційним та податковим законодавством, а також участю держави в економічному житті країни. Реалізація наукоємних проектів

неможлива без залучення висококваліфікованих спеціалістів, яких потрібно або залучати із-за кордону, або навчати в Україні, попередньо реформувавши систему освіти. Надмірно висока ризиковість венчурних вкладень у великих розмірах гальмує процеси формування науково-технічного потенціалу України. Потенціал інноваційного розвитку належить малим та середнім підприємствам.

4. З'ясовано проблеми функціонування венчурного бізнесу в Україні: 1) нестача стимулів для вкладення капіталу в ризикові проекти, жодний інвестиційний фонд не вкладатиме великі кошти в прогнозовану розробку високих технологій, не маючи жодних гарантій повернення коштів; 2) нестача кваліфікованих кадрів; 3) низький рівень правового захисту українських патентів; 4) неадекватно високий рівень ризику втрати вкладень, крім безпосереднього ризику, пов'язаного з функціонуванням і розвитком бізнесу, існують негативні економічні фактори: інфляція, високий податковий тиск; 5) гальмування на етапі впровадження інновацій, у світовій практиці після завершення досліджень створюється нове підприємство, де застосовується інновація, таке підприємство слугує одночасно дослідним зразком та ефективним джерелом прибутку.

5. Встановлено, що український венчурний бізнес перебуває сьогодні на стадії якщо не зародження, то дуже раннього розвитку. Український уряд має зіставити зарубіжний досвід з нашими можливостями й зробити все, щоб венчурний бізнес в Україні, у класичному його розумінні, теж запрацював на всю потужність. Із цією метою запропоновано заходи державної підтримки розвитку венчурного бізнесу, а саме: прямі та непрямі. Прямі заходи підтримки венчурного капіталу мають включати конкретні механізми державної підтримки, спрямовані на збільшення пропозиції венчурного капіталу. Ці програми, перш за все, набули форми фінансових стимулів, але також включають більш ризикові державні інвестиції в акціонерний капітал і державні кредити. Такі інструменти можуть бути спрямовані на фонди венчурного капіталу або безпосередньо на малі й середні підприємства.

Непрямі заходи мають передбачати розвиток конкурентних фондових ринків для малих фірм, що зростають, розширення спектра пропонованих фінансовими інститутами продуктів, розвиток довгострокових джерел капіталу, спрощення процедури формування фондів венчурного капіталу, стимулювання взаємодії між великими та малими підприємствами й фінансовими інститутами, заохочення підприємства. При розробці програм державної підтримки важливо враховувати те, на яку стадію інвестиційного процесу спрямована державна політика. Досвід зарубіжних країн показує, що нові малі фірми особливо потребують підтримки на ранніх стадіях свого розвитку, а пропозиція фінансування для цих стадій з боку приватного сектора, як правило, недостатня, особливо за межами США.

6. Стимулювання венчурного інвестування повинно здійснюватись з використанням таких форм державних інструментів: 1) пряме надання капіталу венчурним фондам або малим підприємствам (капітал надається у вигляді прямих інвестицій або кредитів під низькі відсотки); 2) фінансові пільги для інвестування до венчурних фондів або малих підприємств: податкові пільги або звільнення від оподаткування; державні гарантії за кредитами венчурним фондам або новим малим компаніям; гарантування вкладень в акціонерний капітал; 3) правила, що визначають коло інвесторів, яким дозволяється вкладати кошти до венчурних фондів.

РОЗДІЛ 2
ІНСТИТУЦІОНАЛЬНИЙ МЕХАНІЗМ ФІНАНСУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ

2.1. Інституціональні основи інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу

Інститутами є як правила, так і результуючі формати поведінки. Найбільш яскравим прикладом такого інституту є ринок. Але з погляду вибору політики видається логічним, що саме правила можуть бути схильні до навмисних змін, тоді як зміна поведінки в межах цих правил є наслідком. Відповідно до цього ми схиляємося до розгляду інститутів швидше як правил, ніж як форматів поведінки.

Є.С. Акельєв робить спробу визначити категорію "інститут" на основі поняття економічного механізму. Загалом механізм можна застосовувати до будь-якої взаємодії між економічними суб'єктами, розглядаючи її як стратегічну гру та називаючи механізмом саму форму гри. Гра – це опис того, як можуть діяти гравці (економічні суб'єкти) і до чого призведе будь-який набір їх дій [1, с. 12].

Економічний механізм, за А.А. Чухном, задає безліч виборів економічних суб'єктів, результатів, які пов'язані з кожним із цих виборів. Механізм задає систему стимулів і близький тим самим до поняття економічного інституту, який теж завдяки створенню правил структурує виграші від тих або інших стратегій, розробивши систему стимулів. У цьому сенсі про інститут доцільно говорити швидше як про сімейство економічних механізмів, ніж як про певний механізм [154, с. 198].

Крім того, А.А. Чухно вважає, що, коли розглядають проблему виникнення та закріплення інститутів, їх необхідно розуміти в ширшому

контексті, ніж правила певної гри, задані цим інститутом. Іншими словами, для ефективності цих правил принципово важливо, щоб на них орієнтувалися всі актори. Унаслідок того, що потенційних груп правил може бути багато, виникає координаційна гра, в основі якої лежить проблема вибору з безлічі потенційних рівноваг. Результат у цій координаційній грі залежить не лише від формальних правил взаємодії, прописаних в офіційних законодавчих актах держави, а й від неформальних правил, таких як особливості культури та традицій того суспільства, у межах якого розглядають ці інститути [154, с. 201].

Важливим елементом будь-якого інституту є механізм примусу до виконання, який є колективним засобом забезпечення наслідування правил для всіх агентів, вказаних інститутом, і включає не тільки примус, а й забезпечення інформацією, потрібними стимулами, механізмами, які обслуговують стратегії (наприклад, у разі інституту оподаткування – потрібні механізми збору податків). При цьому ефективна імплементація механізму примусу є ключовим чинником функціонування інституту. У випадках, коли імплементація неможлива або пов’язана із забороненими витратами, навіть найпривабливіший механізм залишиться утопією.

Коли ми обговорюємо проблему виникнення й закріплення інститутів, їх необхідно розглядати в ширшому контексті, ніж формальні правила певної гри, задані цим інститутом. У цьому випадку можна навести для прикладу гру в шахи: коли двоє розігрують партію, то факт, що один з учасників не хапає фігури супротивника та не робить дій, які суперечать правилам гри, зумовлений не цими правилами й навіть не механізмами примусу до їх дотримання, а швидше тим, що він не хоче псувати собі репутацію в грі. Таким чином, гра в шахи підтримується своєрідною репутаційною взаємодією в масштабнішій грі.

При цьому сукупності правил, які підтримують правила конкретної локальної гри, можуть бути різними. І множинність потенційних рівноваг визначається культурними нормами, відмінностями в концепціях

легітимності й традицій. Для ефективності цих правил принципово важливо, щоб на них орієнтувалися всі актори. Унаслідок того, що потенційних груп правил може бути багато, виникає координаційна гра, в основі якої – проблема вибору з безлічі потенційних рівноваг. Результат у цій координаційній грі залежить від культури та традицій.

Таким чином, інститути створюють певні альтернативи, які існують завдяки наявності формальних і неформальних правил поведінки та механізмів примусу до виконання. Вони спочатку задають напрями діяльності для агентів. Проте, з часом (у процесі впорядкованої взаємодії агентів) формується конкретний механізм взаємодії агентів, що відповідає їх інтересам. Цей механізм може виключати деякі альтернативи, допустимі існуючими інститутами. Таким чином, упорядкованість взаємодії агентів є природним способом відсіювання небажаних альтернатив, доступних у межах існуючих інститутів.

Важливими елементами інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу, на нашу думку, є такі:

1. Наявність “сімейства” інститутів, включаючи інституціональне середовище у вигляді основних інститутів інноваційної економіки, а також прямих інститутів, що забезпечують повний цикл венчурного фінансування.

2. Формування на основі впорядкованої взаємодії агентів у результаті сукупності попередніх контактів.

3. Зв’язок упорядкованої взаємодії з умовами сумісності стимулів усіх агентів венчурного інвестування.

4. Досягнення рівноваги взаємодії агентів венчурного інвестування в межах існуючих інститутів.

У результаті такої взаємодії інвестиційно-фінансовий механізм венчурного бізнесу виконує, на нашу думку, такі функції:

1. Виключає деякі альтернативи, допустимі існуючими інститутами, залежно від потреб агентів фінансування.

2. Стимулює інституціональну еволюцію в бік ефективніших інститутів, що забезпечують фондову модель венчурного фінансування.

3. Реалізує функції інститутів, такі як: створення стимулів для всіх агентів, зниження витрат при взаємодії, розподіл ризиків, витрат і прибутку, кооперація тощо.

Розглядаючи основні інститути, які створюють усі необхідні умови для функціонування механізму венчурного фінансування, не можна обмежуватися лише формальними нормами та правилами, що визначають поведінку й стимули агентів венчурного інвестування спрямовувати кошти в інноваційні компанії. Необхідно значно ширше й ґрунтовніше поглянути на всі соціально-економічні умови, що призводять до взаємодії цілого ряду агентів, результатом яких стає створення повного циклу інноваційного бізнесу від фундаментальної науки до дрібно- й великосерійного виробництва високотехнологічної продукції.

У цьому сенсі функціонування механізму венчурного фінансування стає можливим у межах певної сукупності політичних, економічних (переважно формальних) і соціологічних (переважно неформальних) інститутів, які при цьому істотно доповнюють один одного. До сукупності інститутів, що створюють умови для функціонування інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу, належить як інституціональне середовище, що являє собою всі необхідні інституціональні основи інноваційної економіки, включаючи інститути генерації інновацій, інститути матеріалізації й ринкової реалізації інновацій, та інститути венчурного бізнесу (інституціональні основи підприємницької діяльності в науково-технічній сфері), так і прямі формальні й неформальні інститути, що регламентують фінансування національного венчурного бізнесу.

Ряд зарубіжних дослідників провели аналіз прямих формальних і неформальних інститутів, що забезпечують функціонування механізму венчурного фінансування. До формальних інститутів, на їх думку, належить сукупність офіційних нормативно-правових актів, що регулюють відносини

інвесторів венчурного капіталу як агентів інвестування, з одного боку, і підприємця – реципієнта венчурного капіталу як принципала – з іншого. Ці інститути включають такі елементи [166, с. 33; 167, с. 88]:

1. Ринково-орієнтоване корпоративне законодавство, забезпечене ефективною й незалежною судовою системою із захисту прав інвесторів і акціонерів, у тому числі міноритарних.

2. Регуляторні нормативно-правові акти, що визначають можливість і міру участі цілого ряду інвесторів (приватних інвесторів – добровольців, великих, інституціональних інвесторів і держави як інвестора) в об'єднання капіталів для інвестування в наукоємний венчурний бізнес. До цієї галузі включають спеціальний режим оподаткування на приріст капіталу.

3. Контрольно-дозвільні інститути. До цієї галузі належать законодавчо встановлені процедури фінансової й бухгалтерської звітності для інноваційного венчурного бізнесу.

4. Законодавчі особливості функціонування ринку капіталу для молодих інноваційних компаній.

5. Загальноприйняті стандарти професійних співтовариств венчурного капіталу.

Соціологічний підхід розглядає, насамперед, окремі неформальні аспекти функціонування інвестиційно-фінансового механізму венчурного фінансування, де особливу увагу приділяють нормам етики та внутрішньофірмової довіри між агентом і принципалом, а отже, статусу підприємницької діяльності. Крім того, у межах цих інститутів розглядають особливості національного менталітету й схильність до ризику. Ці інститути формуються з неформальних культурних і політичних особливостей суспільства. Неформальний інститут фінансування венчурного бізнесу можна поділити на дві категорії: нормативні й когнітивні (пізнавальні) інститути.

Корпоративне право забезпечене механізмом примусу до виконання у вигляді ефективної й незалежної судової системи, яка забезпечує такі основні елементи механізму фінансування національного венчурного бізнесу:

1. Чітку специфікацію зобов'язань і прав усіх залучених у венчурний бізнес сторін, включаючи інвесторів венчурного капіталу, менеджерів і розробників новоствореної компанії (старт-апу).

2. Моніторинг діяльності новоствореної компанії (старт-апу) і наявність ефективно діючого механізму примусу до виконання своїх вимог щодо підприємця.

3. Процедурні механізми реалізації частки інвестора в компанії. Необхідним елементом існування інституту венчурного фінансування є наявність умов для продажу частки інвестора в компанії після певного періоду часу з моменту інвестування. Інвестор може реалізувати свою частку в компанії як шляхом продажу своєї частки акцій, коли компанія здійснює первинне публічне розміщення своїх акцій на фондовому ринку, так і за рахунок інших способів, включаючи викуп або продаж стратегічному інвесторові. Ця послідовність дій можлива тільки за наявності відповідних законодавчих норм економічного права, включаючи корпоративне право.

На сьогодні світову систему торгового права розвинутих країн поділяють на два основні напрями: загальне право та цивільне право. У системі загального права закони побудовані переважно на законодавчих прецедентах, що встановлюються суддями в індивідуальному порядку. Цивільне право традиційно поширеніше у світі. Воно використовує законодавчі акти парламенту й різні кодекси як початкові функціональні блоки, формулюючи їх правила. Цивільне право засноване на давньоримському праві й сьогодні має дві основні гілки – французьку та німецьку. Таким чином, законодавча система країни відрізняється залежно від її історичних етапів розвитку.

Найважливішою умовою діяльності інвесторів венчурного капіталу є рівень законодавчого захисту міноритарних акціонерів портфельних компаній. Зарубіжні дослідники, порівнявши рівень захисту інвесторів у різних країнах, включаючи такі його аспекти, як право голосу в компанії, закріплене за пайовиками, захист акціонерів, механізм голосування як засіб

проти зловживання менеджменту та права міноритарних акціонерів, переконливо довели сильніший законодавчий захист прав акціонерів у країнах із загальним правом, тоді як цей же захист значно слабший у німецькомовних країнах із цивільним правом, і ще слабше у Франції. Додатковим елементом захисту прав інвесторів є правозастосовна практика й час винесення судового рішення, яке так само значно відрізняється в цих країнах. А в таких країнах, як Японія й Китай, цивільне законодавство забезпечує ще менший рівень захисту, прав інвесторів, і правозастосування цих положень є рідшим, ніж у європейських країнах.

Отже, сильне корпоративне законодавство й механізм захисту прав інвесторів, що асоціюється в усіх розвинутих країнах з ефективним корпоративним законодавством і ефективним розподілом капіталу, створюють усі необхідні умови для зниження ризику, максимізації прибутку інвесторів, належної компенсації менеджерам та розробникам компанії, а також розподіл відповідальності й зниження опортуністичної поведінки у відносинах між принципалом і агентом. Законодавчі особливості захисту прав інвесторів є ключовими чинниками привабливості розміщення капіталу з погляду економічного агента, забезпечуючи необхідний рівень стабільності й передбачуваність, а також знижуючи побоювання інвесторів про майбутні зміни в правилах і нормативно-правових актах.

Законодавчі норми організації й функціонування ринку капіталу для фінансування малого бізнесу є найважливішим інституціональним елементом механізму венчурного фінансування. При цьому фінансовий ринок є частиною інституціональної інфраструктури, що забезпечує фінансування та зростання організації. Законодавчо дозволені процедури фінансування акціонерного капіталу компанії дають змогу венчурним капіталістам збільшити горизонт інвестування на триваліший період часу, чим це могло б бути в країнах з банківською моделлю фінансування. Інноваційна компанія має можливість залучити значно більше капіталу за допомогою первинної публічної пропозиції своїх акцій у разі, якщо її продукція зуміє значно

розширити ринок збуту. Це призводить до того, що у венчурних капіталістів з'являються стимули інвестувати в "старт-апи" на ранніх стадіях розвитку, коли ризики найвищі, але й виграш теж потенційно високий.

Законодавчо дозволені процедури лістингу акцій молодих компаній на фондовому ринку збільшують імовірність успішного "виходу" інвестора з компаній і сприяє повторному залученню інвестицій у компанію. Крім того, залучення капіталу на фондовому ринку для інноваційної компанії стає показником її успішної діяльності та здатності приносити прибуток для потенційного інвестора в майбутньому.

Неформальні інститути, що підтримують механізм фінансування національного венчурного бізнесу, можна поділити на нормативні й когнітивні інститути. Нормативні інститути встановлюються як через офіційно затверджену владою систему контролю за визначеними бізнес-процесами, таку як офіційна звітність (система обробки фінансової інформації) або стандарти конкретних професійних співтовариств, так і за допомогою неформальних доповнень у вигляді системи цінностей, етики, норм довіри в окремих сферах професійної діяльності. Нормативні інститути безпосередньо впливають на характер поведінки агентів венчурного інвестування.

Так, вплив нормативних чинників на професійну діяльність у венчурній індустрії США досліджував ряд зарубіжних фахівців. Серед менеджерів венчурного капіталу в США існують специфічні усталені цінності й стандарти професійної діяльності. Ці стандарти, цінності та норми поведінки керівників у сфері венчурного фінансування пов'язані з особливостями взаємодії агентів венчурного фінансування й залежать від кількості та характерних особливостей членів індустрії.

Когнітивні інститути є найбільш неформальними, проте вважаються доведеними й загальноприйнятими нормами, які встановлюються між індивідами через певні соціальні взаємодії. При цьому як когнітивні, так і

формальні нормативні інститути поширюються й впливають на суспільство безпосередньо через суспільну культуру.

Когнітивні інститути засновані на культурних традиціях і засадах суспільства. Вплив цього когнітивного інституту на підприємницьку діяльність досліджували зарубіжні дослідники. Основними інститутами, що визначають характер і форми функціонування механізму венчурного фінансування в межах когнітивних інститутів, є культура й цінності підприємницької діяльності, відносини підприємця з інвестором, а також роль неформальних соціальних мереж, що забезпечує підтримку підприємцям.

Основні відмінності між США й провідними європейськими країнами в цих інститутів полягають у статусі, закріпленому за підприємцем у неформальних зв'язках і відносинах підприємця з інвесторами. Так, наприклад, у США цей статус вищий, ніж у деяких європейських країнах. Це виявляється в можливостях отримання більшої вигоди за успішну підприємницьку діяльність при незначних витратах і підвищення статусу, а в разі невдачі статус не погіршується й витрати незначні.

У європейських країнах інвестори зазвичай розглядають підприємця як опортуніста. У зв'язку із цим ризик невдач у венчурному підприємництві, особливо на ранніх стадіях, дуже високий. У країнах з низьким рівнем підприємництва успіх не обов'язково призводить до високого статусу підприємництва, і невдача спричиняє великі негативні наслідки. У 2000 р. в США тільки один з п'яти дорослих (підприємців-початківців) не наважився організувати венчурний проект через побоювання невдачі. У Франції й Німеччині ця кількість збільшилася до майже одного з двох. В Азії підприємництво інвестори не розглядають як опортунізм, але так само, як у Європі, ставляться до невдачі. В Азії це спричинено низьким рівнем його підтримки.

Іншою важливою особливістю когнітивних інститутів є відмінності в їх соціальних мережах. Наприклад, у більшості європейських країн рівень

взаємодії між бізнесменами вищий, ніж у США. У Європі необхідність бути частиною соціальної мережі життєво необхідна для бізнесу. Неформальні мережі забезпечують своїх учасників високим рівнем взаємної підтримки; координацією діяльності, обміном інформацією, ресурсами тощо. У США так само існують неформальні підприємницькі мережі. Проте економічні імперативи у відносинах між бізнесменами в США значно вищі, ніж у Європі. Американські традиції підприємницької діяльності засновані на незалежності й індивідуальності, що виявляється в характері їх діяльності.

Азіатські країни активно переймають західні інституціональні механізми діяльності підприємництва, проте значно відрізняються за сферою діяльності, враховуючи особливості місцевої культури. Соціальні мережі й взаємодію в їх межах забезпечують її членам не лише вигоди, а й накладають на них певні зобов'язання. Такі мережі спочатку з'явилися як відповідь на відсутність сильних законодавчих традицій. Відносини в межах мережі є альтернативними засобами гарантії контрактних зобов'язань і правозастосування санкцій. Одним з результатів важливості цих відносин є те, що сторони часто фокусуються на підтримці всередині фірмових і міжособистісних відносин, ніж на негайному прибутку.

Існують серйозні правові відмінності в інститутах, що забезпечують функціонування механізму фінансування національного венчурного бізнесу. Ці відмінності можна поділити на вісім груп [137, с. 12]:

1. Відмінності, що визначаються ідеологією національного законодавства.

2. Відмінності в особливостях законодавчого захисту прав інвесторів.

3. Відмінності в усталених шляхом тривалої юридичної практики механізмах примусів до виконання зобов'язань (правозастосовна практика).

4. Відмінності в законодавчих особливостях організації й функціонування ринку капіталу для фінансування малого бізнесу (акціонерне та банківське фінансування).

5. Відмінності в особливостях законодавчо встановлених процедур фінансової й бухгалтерської звітності,

6. Відмінності в законодавчо дозволених нормах і правилах інвестування коштів у високоризикові активи для інституціональних інвесторів (пенсійні фонди, страхові компанії тощо).

7. Відмінності в законодавчих особливостях оподаткування на приріст капіталу.

8. Відмінності в неформальних інститутах: статус венчурного бізнесу, неформальні соціальні мережі підприємництва, культура, а також норми етики й довіри у сфері неформального високоризикового фінансування та відносини підприємця з інвесторами.

На основі вищеперелічених законодавчих відмінностей у світі сформувалися три інституціональні моделі фінансування національного венчурного бізнесу. Перша модель і найбільш ефективна – американська фондова (ринкова) модель, заснована на фінансуванні акціонерного капіталу малого інноваційного бізнесу. Інші країни, в яких індустрія венчурного капіталу розвивається, спочатку мали різні інституціональні особливості фінансової системи, що й вплинуло на розвиток і еволюції їх індустрії венчурного капіталу.

У Європі склалася друга модель, переважно, банківська модель фінансування. У ряді європейських, зокрема західноєвропейських, країнах домінує банківська модель фінансування венчурного бізнесу. У цих країнах банківські кредити й інші форми боргових інструментів є основним джерелом фінансових коштів для молодих компаній. У країнах Азії й особливо в Японії склалася третя – змішана – банківсько-корпоративна модель, де основними інвесторами молодих компаній є корпорації.

Отже, держава відіграє ключову роль у формуванні інституціональної структури системи венчурного фінансування в процесі розвитку інститутів національної інноваційної системи за трьома основними напрямами.

Перший – це створення “інституціонального простору” для діяльності агентів усіх рівнів – як уряду, науково-дослідних інститутів і університетів, так і інноваційних підприємців. Це дало змогу науково-дослідним інститутам і університетам організовувати “фірми-нащадки” й надалі стати центрами організації венчурних фірм.

Наприклад, фундаментальним для створення та розвитку сучасної інноваційної економіки США став Федеральний закон 1976 р. “Про державну науково-технічну політику, організацію і пріоритети”. Цей документ передбачав особливу роль федерального уряду у визначенні інноваційної стратегії розвитку держави як головного організатора сприяння розвитку фундаментальних наук як особливої сфери стратегічних інтересів США, визначивши федеральний бюджет як джерело покриття цих витрат [55, с. 18].

Закон США № 96-517 від 1980 р. – Закон Бея-Доула надав університетам, некомерційним організаціям і малим підприємствам права на інтелектуальну власність, створену за рахунок бюджетного інвестування. При визнанні закону Бея-Доула Конгрес США виходив з того, що інтереси суспільства будуть краще враховані, якщо права власності на винаходи, створені за рахунок бюджетних коштів, будуть передані тим організаціям, де ці винаходи будуть створені, проте тільки в тому випадку, якщо вони сприяють процесу комерціалізації шляхом надання ліцензії на використання інновацій комерційним підприємствам. Нині в США є чинними понад 20 законів і указів президента США, що визначають процедури комерціалізації технології [52].

Другий – держава сформувала нормативно-правове законодавство, що регулює приплив венчурного капіталу до венчурних фондів. Це створило стимули для банків, урядових агентств і приватних інвесторів інвестувати у венчурний бізнес. До основних інституціональних факторів, що впливають на процес мобілізації капіталу, можуть бути віднесені регуляторні й податкові фактори, стабільність і ринок.

Регуляторні постанови впливають на процес мобілізації капіталу, надаючи змогу великим інституціональним інвесторам, зокрема, таким як пенсійні фонди та страхові компанії, розміщувати свої кошти у венчурні інвестиції. Так, наприклад, у США 1980 р. вважають переломним роком у розвитку індустрії венчурного фінансування. Йому передувало затвердження ряду законів, що сприяли надходженню коштів пенсійних фондів та інших інституціональних інвесторів у компанії венчурного капіталу, а також полегшили регуляторний тягар, який обтяжував фірми венчурних капіталістів.

У 1978–1979 рр. у США спочатку був знижений податок на доходи від капіталу, а потім зняті законодавчі обмеження на участь у фінансуванні венчурних структур та інших високоризикових операцій пенсійних фондів, що зумовило бум венчурного фінансування. До 1986 р. сума грошових коштів, залучених венчурними фондами, досягла 4 млрд дол., причому понад половину забезпечили пенсійні фонди [62, с. 101].

Для порівняння: в 1978 р. сумарний обсяг венчурного фінансування не перевищував 424 млн дол., а пенсійні фонди формували лише 15% його грошових джерел, хоча до цього часу венчурний бізнес існував у США вже більше ніж 30 років. З метою заохочення інвестицій корпоративних пенсійних фондів у професійно керовані партнерства венчурного капіталу, в 1979 р. було прийнято ряд змін до Закону “Про пенсійне забезпечення”, відповідно до яких корпоративним пенсійним фондам було дозволено інвестувати частину своїх коштів у цінні папери малого бізнесу й нових компаній за умови, що такі інвестиції не поставлять під загрозу комплексний портфель корпоративного пенсійного фонду [64, с. 55].

У результаті пенсійні фонди стали одним з основних джерел венчурного капіталу в США після того, як їм було дозволено використати до 5% своїх активів на венчурне фінансування. Приплив приватного капіталу залежить, передусім, від ставок оподаткування на приріст капіталу від операцій із цінними паперами. Оскільки головний стимул інвестування для

інвесторів “венчурного капіталіста” – це прибуток від приросту вартості акцій нових фірм, то інтенсивність вкладень у ранні етапи розвитку малого інноваційного бізнесу безпосередньо пов’язана з податком на такий прибуток.

Таким чином, реальне коливання обсягів фондів венчурного капіталу й нових щорічних надходжень повністю відповідає зміні ставок податку на прибуток від приросту капіталу, отриманого від операцій із цінними паперами, а коригування цієї частини законодавства, на думку більшості власників венчурних фондів, є найважливішим державним заходом впливу на розвиток венчурного фінансування.

На початку 1980-х рр. Конгрес США прийняв ряд законів, що сприяли припливу інвестицій у сектор венчурної індустрії. У 1978 р. уперше за декілька десятиліть поправка Стейгера до закону про оподаткування знизила ставку податку на доходи від інвестування капіталу з 49% до 28%. У 1981 р. Закон про податки для економічного відродження знизив ставку для індивідуальних вкладників до 20%. У зв’язку із цим частка корпорацій у нових надходженнях до венчурних фондів, що була у 1978–1980 рр. 30%, знизилася до 20% в 1982 р. За даними дослідження діяльності 38 венчурних фондів, середня норма прибутку до оподаткування становила в 1970–1974 рр. 23,4% за рік, у 1975–1980 рр. – 32,5%, у 1984 р. – 40%. Крім того, у 1980 р. був прийнятий Закон “Про заохочення інвестицій в розвиток малого бізнесу”, який ввів юридичне визначення для партнерств, що управляють фондами приватного капіталу, та дозволив створювати партнерство з необмеженою кількістю інвесторів [75, с. 66].

Позитивні зміни в регулюванні ринку приватного капіталу й у податковому законодавстві, а також еволюція організаційно-правової форми управління приватним капіталом зумовила величезний приплив коштів на ринок приватного капіталу. У результаті інтенсивного розвитку венчурного фінансування в підприємництво з підвищеним рівнем ризику почав іти підвищений за обсягом потік фінансових коштів.

Загальноєвропейською тенденцією останніх дванадцяти років є істотне поліпшення умов для мобілізації венчурного капіталу, коли були скасовані регуляторні перешкоди для венчурного інвестування відповідно до Директиви Євросоюзу 2003/41/ЄС стосовно діяльності установ, що займаються пенсійним забезпеченням. Як результат європейські пенсійні фонди і страхові компанії стали все більше відкриватися для розміщення своїх коштів у венчурні інвестиції. Проте, у цьому питанні існують великі відмінності між країнами. Ірландія та Сполучене Королівство, поза сумнівом, мають найсприятливіше регуляторне середовище, за ними йдуть Франція, Бельгія, Іспанія й Люксембург. До третьої групи країн належать Данія, Австрія та Фінляндія. Групи країн Центральної й Східної Європи є такими, що відстають у цій сфері, причому Угорщина є серед них найбільш передовою.

Усе ще існує декілька сфер, у яких регуляторне середовище в окремих європейських країнах негативно впливає на мобілізацію венчурного капіталу. По-перше, є кількісні обмеження на розподіл пенсійних коштів у венчурний капітал на додаток до тих, які задекларовані в директивах Євросоюзу (усі країни Центральної й Східної Європи, крім Угорщини та Латвії, мають такі обмеження). До того ж деякі з розвинутих європейських країн (Австрія, Бельгія, Греція, Італія, Люксембург, Норвегія, Португалія й Швеція) теж мають ці обмеження. Страхові компанії рідше стикаються з додатковими кількісними обмеженнями на свої інвестиції у венчурний капітал, тоді як найбільш суворі обмеження накладаються в деяких країнах Центральної та Східної Європи (Чехія, Латвія, Румунія).

У декількох країнах пенсійні фонди зустрічаються з обмеженнями географічного характеру на свої інвестиції (Угорщина, Польща, Румунія, Швейцарія), тоді як в інших країнах подібні обмеження накладаються на страхові компанії (Чехія, Латвія, Румунія). Крім того, у Європі немає єдиного ринку венчурного капіталу, а значна національна фрагментація за

державними кордонами робить міжнародні інвестиції венчурного капіталу невиправдано ускладненими.

Податки на доходи, отримані фондами венчурного капіталу, можуть сильно змінювати величину чистого прибутку постачальників венчурного капіталу. Податкова політика справляє найважливіший вплив на процес мобілізації венчурного капіталу. Один важливий аспект таких політичних заходів, що здійснює особливо сильний вплив на мобілізацію венчурного капіталу, – це податок на приріст капіталу.

Паралельно з іншими змінами регуляторного характеру в США у кінці 1970-х рр. максимальна ставка відсотка податку на приріст капіталу була знижена з 49,5% до 28% в 1978 р. і потім до 20% в 1981 р. Вона збільшилася до 28% в 1986 р., не вплинувши при цьому сильно на тенденції, що існували тоді в процесі мобілізації капіталу й була знову зменшена до 20% в 1997 р. і далі до 15% у 2003 р. У країнах Європи регуляторні постанови щодо податку на приріст капіталу сильно варіюють по країнах, при цьому ставка зазвичай коливається між значеннями 15% і 50%, базуючись у багатьох випадках на граничних значеннях величин прибуткового податку [83, с. 28].

Інший аспект податкової політики торкається податкового статусу фондів венчурного капіталу, тоді як структура обмеженого партнерства в США передбачає надходження доходів до індивідуальних інвесторів. Ця картина в Європі складніша. Через відмінності в податкових режимах, регуляторних постановах і податкових ставках у різних країнах Європи особливою турботою європейських фондів є постійне офіційне звільнення від податків, у межах якого засновані в країні фонди одержують капітал від іноземних інвесторів і не підлягають у себе місцевому оподаткуванню. Такого звільнення нині не існує в Чехії, Нідерландах, Норвегії та Швеції. У ряді країн: Австрії, Бельгії, Естонії, Франції, Італії, Польщі, Румунії, Словаччині і Іспанії – недостатньо задовільна податкова прозорість для українських та іноземних інвесторів. Нарешті, у деяких країнах: Чехії, Данії, Естонії, Німеччині, Португалії, Румунії, Словаччині й Іспанії – “венчурні

капіталісти” стикаються з проблемою податку на додану вартість (VAT), що нараховується на їх винагороду за управління або преміальні.

Захист прав на інтелектуальну власність. Отримавши можливість інвестувати у венчурний капітал, інституціональні інвестори зовсім не автоматично здійснюють такі розміщення. На рівні країни правове оточення – це захист прав власності й макроекономічна стабільність – відіграє головну роль, особливо якщо йдеться про ринки, які розвиваються. Хоча цей аспект мобілізації капіталу зазвичай враховують “за умовчанням” при формуванні політичних ініціатив, націлених на сферу венчурного інвестування. Входження до складу Євросоюзу стало потужним чинником гармонізації і стабілізації для багатьох із цих держав, проте ці проблеми все ще стоять на порядку денному для країн, що не увійшли до Євросоюзу.

Третій – уряд відіграв ключову роль у створенні інституціонального середовища, що підтримує інвестиції в нові венчури. Уряд зробив величезний крок на шляху зближення законодавства й фінансової системи в напрямі створення ринково-орієнтованої бізнес-системи. Для функціонування системи венчурного фінансування ключовими інституціональними елементами стали корпоративне законодавство, що визначає статус і діяльність юридичної особи, інвестицій, умов контрактів, що укладаються, й інтелектуальної власності; регулювання іноземних інвестицій і діяльності іноземних підприємств; регулювання ринку цінних паперів, у тому числі ринку паперів для високотехнологічних і високоризикових інноваційних компаній, а також ринку капіталу.

Закон Стівенсона-Уайдлера 1980 р. “Про технологічні інновації” регламентує кооперацію між часткою й державним сектором у сфері розробки та виробництва наукоємної продукції. Законом було передбачено створення на базі університетів і некомерційних неприбуткових організацій промислово-технологічних центрів. Ці організації повинні були здійснювати діяльність, для якої в приватних компаній недостатньо економічної мотивації, але вона має загальнодержавне значення [123, с. 88].

Порівняно із центральним урядом, регіональний уряд відіграв безпосередню роль у розвитку нових “венчурів” і підтримці інфраструктури, включаючи участь у декількох основних операціях венчурного капіталу. Для того, щоб забезпечити регіональний економічний розвиток, збільшити податкові надходження до бюджету й розширити робочі місця, місцевий уряд створює програму розвитку венчурного бізнесу в регіоні, де урядові агенти безпосередньо залучені до збору коштів, їх розподілу й інвестування в нові венчури. Наприклад, у Китаї регіональний уряд виступив гарантом для банківських інвестицій у нові венчури. Місцевий уряд так само використав регіональні інноваційні кластери й бізнес-інкубатори для розвитку венчурного бізнесу. Для цього уряд надав венчурним фірмам звільнення від оподаткування, орендовані площі й доступ до інфраструктури в бізнес-інкубаторах за низькими цінами, тимчасове користування майном.

Техніко-впроваджувальні зони відіграють дві основні інституціональні функції у венчурному бізнесі: надають необхідне середовище у формі інфраструктури розвитку, включаючи технологічну базу, спеціалізовані консалтингові агентства, будучи, по суті, інститутами людського капіталу. Вони забезпечують підготовку кадрів для венчурного бізнесу. Крім того, техніко-впроваджувальні зони орієнтовані на ринкову комерціалізацію технологій, що сприяє підтримці конкурентоспроможності венчурних фірм, що виходять на ринок, передусім, за рахунок своїх інноваційних здібностей.

Таким чином, механізм венчурного фінансування є множиною інститутів розвитку наукоємного бізнесу, які дають змогу знизити рівень невизначеності на етапах формування й організації виробництва новацій, забезпечивши тим самим зростання прибутку, зменшення обсягу споживаних ресурсів.

Відмітною особливістю інституту венчурного фінансування є агентські відносини фінансування, що виникають у процесі співпраці агентів і інноваційних компаній-початківців. Ключовими моментами ефективних агентських відносин є інститут довіри, інститут оцінювання експертиз,

інститут зниження трансакційних витрат, інститут розподілу довіри між агентами, особлива бізнес-культура й етика.

Усі вищезгадані інститути ефективно працюють у певному середовищі, яке в зарубіжній економічній термінології прийнято називати “національна інноваційна система”. Держава в створенні й розвитку інституту венчурного фінансування відіграє найважливішу роль: забезпечує формалізацію діяльності основних агентів інвестування, створює умови, що стимулюють інвесторів спрямовувати свої кошти в інноваційні компанії, розробляє механізми зниження ризику.

Таким чином, упродовж усього періоду еволюції інститутів фінансування національного венчурного бізнесу держава відіграла ключову роль в інституціональному забезпеченні функціонування механізму венчурного фінансування. По-перше, держава забезпечила функціонування основних політичних інститутів, що створюють усі необхідні умови для довгострокового й стабільного розвитку інноваційного підприємництва та інноваційної економіки в цілому. По-друге, використовуючи як основний інструмент розвитку спеціальні державні програми, вбудовані в існуюче національне законодавство й економічну систему, національний уряд створив інституціональне середовище для всіх суб’єктів інноваційної економіки – як агентів венчурного інвестування, так і інших залучених у цей процес сторін, включаючи національний уряд, науково-дослідні інститути й університети, малий венчурний бізнес, великі виробничі компанії тощо.

По-третє, держава сформувала національне корпоративне законодавство в напрямі зближення з фінансовою системою та створення ринково-орієнтованої системи інноваційного бізнесу. По-четверте, національний уряд створив законодавство, що регулює приплив капіталу до венчурних фондів для всіх агентів венчурного інвестування. Зрештою, національний уряд забезпечив корпоративне й фінансове законодавство ефективними механізмами примусу до виконання у вигляді незалежної судової системи й загального прецедентного права.

Механізм венчурного фінансування, заснований на ефективних формальних і неформальних інститутах, створює такі ефекти: формування повного циклу фінансування венчурного бізнесу й перетворення його з високоризикового на стабільний інноваційний бізнес; зниження ризику, а також створення всіх необхідних стимулів для довгострокового інвестування; зниження інформаційної асиметрії при пошуку та інвестуванні у високоризикові технологічні проекти; зниження рівня морального ризику, ризику опортуністичної поведінки, а також несприятливого відбору при відносинах інвестора, менеджера й розробника; оптимальне витрачання капіталу на високотехнологічні проекти для великих корпорацій і координація як агентів венчурного інвестування, так і інших суб'єктів інноваційної економіки.

2.2. Аналіз особливостей фінансування венчурного бізнесу в Україні

Формування та подальше функціонування національної інноваційної системи (НІС) і 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 йдеться про фінансування інновацій на ранніх стадіях, зокрема на стадії створення нового продукту/технології, доступ до

традиційних джерел фінансування, як правило, неможливий. У такому разі 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. Останніми роками дослідження в цьому напрямі значно активізувалися, все частіше венчурній індустрії України присвячують не лише окремі статті, а й дисертаційні роботи.

На сучасному етапі розбудови в Україні національної інноваційної системи найбільш цікавим з погляду формування системи венчурного фінансування як одного з елементів НІС є досвід країн, які нещодавно розпочали цей процес, 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 віддають перевагу зарубіжним 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 р. 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 дол. Загалом у 2005 р. фондами було залучено близько 960 млн дол., а загальний обсяг капіталу, що перебуває під керівництвом фондів, – 4,8 млрд дол. Проте, лише 2% залучених коштів (тобто близько 20 млн дол.) спрямовані на ранні технологічні стадії. Варто зазначити, що близько 70% усіх залучених у 2005 р. коштів належать трьом найбільшим компаніям, які діють на території Росії. Важливою подією, яка прямо впливає на український венчурний бізнес, став початок співробітництва української компанії "Техінвест" з "Draper Fisher Jurvetson Nexus", хоча на кінець 2005 р. останній ще не почав працювати [106]. У 2004 р. структура венчурних інвестицій у російські технології значною мірою нагадувала загальносвітові

тенденції: 48% становили інвестиції в програмне забезпечення, 28% – у біотехнології, 11% – у телекомунікації, 7% – в електроніку, 2% – в Інтернет [108]. Водночас, у Росії в 1990-х рр. тільки близько 5% венчурних інвестицій було спрямовано у високотехнологічний сектор [108].

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. Загалом венчурні ярмарки почали проводити з 1960-х рр. у США, а сьогодні вони досить популярні й у країнах Європи. Такі ярмарки сприяють залученню венчурних інвестицій у нові та високотехнологічні компанії, що зростають. Венчурний ярмарок є достатньо ефективним інструментом залучення інвестицій у 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 (вибірка складається з малих інноваційних підприємств певного регіону) та галузевим (відбирають підприємства певного науково-технічного спрямування). Наприклад, у США поширені ярмарки для компаній у межах конкретних штатів, а також у таких галузях, як біотехнології, електронна комерція, інформаційні технології, програмне забезпечення, медицина, електроніка, технології зв’язку та комунікації.

Перший венчурний ярмарок у Росії відбувся в грудні 2000 р., 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 р. відбувся шостий венчурний ярмарок, який проходив у межах Першого російського венчурного форуму. Кількість учасників сягнула 625 осіб та 75 компаній з 25 регіонів країни, які представили свої проекти на двох майданчиках: 36 фірм на майданчику “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 зазначити, 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 дол., тобто вони перебували на стадії раннього та посівного фінансування [136, с. 44]. 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. 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 дол. Решта компаній також позитивно оцінює свою участь у ярмарках, вважаючи основним результатом останніх набуття досвіду роботи з інвесторами. Загалом у шести ярмарках взяли участь понад 270 компаній, 50% яких були з Москви та Санкт-Петербургу, що в принципі є очевидним, враховуюючи географічну близькість до місця проведення ярмарків, а також наявність потужних наукових центрів і промислових підприємств з достатньо високою кваліфікацією менеджменту компаній [150, с. 294]. Як бачимо, венчурні ярмарки є досить ефективним посередником між такими елементами НІС, як “венчурний капіталіст” та розробник інноваційного продукту. Набутий під час участі в ярмарках практичний досвід та встановлені контакти дають змогу 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. Щодо кількісних показників стану розвитку венчурної індустрії в Україні можна сказати таке.

За оцінками Міністерства економіки України, ринок венчурного капіталу в Україні на сьогодні становить близько 400 млн дол., а за оцінками деяких компаній, він сягає відмітки 800 млн дол. [156, с. 55]. Станом на 01.03.2013 р. в Україні до Реєстру інститутів спільного інвестування (ІСІ) було занесено 1003 інститути, з них 77% (772 інститути) становлять саме венчурні фонди, тоді як ще на початок 2007 р. кількість ІСІ – 519 інститутів, а у 2003 р. в Україні взагалі було 6 ІСІ [105].

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 [105]. За офіційними даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), більшість цінних паперів венчурних фондів розміщено в галузях, які не належать до традиційного переліку, тобто галузь інвестування "не визначена", 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 галузь. Натомість динаміка вартості активів ІСІ демонструє позитивні тенденції. Зокрема, загальний обсяг чистих активів у 2012 р. зріс до майже 41 млрд грн, з яких близько 90% – це активи венчурних фондів. Приріст активів останніх становив 131%, що загалом є достатньо високим показником, проте це значно менше, ніж приріст за 2011 та 2010 рр. 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, 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 становлять 25,95%, ОВДП – 0,99%, а облігації

місцевих позик – 5,72%. Основними активами обох типів фондів є акції та облігації українських підприємств, на які припадає відповідно 37,93% і 20,06% у відкритих ІСІ та 46,46% і 17,07% в інтервальних [107].

Закриті не венчурні 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 становлять лише 6,72% активів закритих невенчурних ІСІ. Через специфічний характер діяльності венчурних ІСІ структура їх портфеля є менш прозорою. На "інші активи" припадає 38,12% портфеля. Крім того, до портфеля цінних паперів венчурних фондів, який включає 56,53% активів, входять 8,65% "інших" цінних паперів. 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 донедавна займала досить значну частину в інвестиційному портфелі так званих венчурних фондів. На тлі зростання національного фондового ринку вищезазначена структура активів ІСІ зумовлює їх високу дохідність. Так, найвищу середню дохідність серед ІСІ у 2013 р. мали саме венчурні ІСІ (100,32%), а найменшу – інтервальні ІСІ (52,3%). При цьому дохідність ІСІ була суттєво більшою, ніж дохідність інших популярних в Україні активів. Зокрема, дохідність золота становила 30,3%, депозитів у національній валюті – 15,0%, а нерухомості – 12,7% [107].

Наведені дані свідчать, що, незважаючи на певні позитивні тенденції, український венчурний капітал, хоч і має значний потенціал, сьогодні продовжує віддавати 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 у подібні галузі, по суті, не можна вважати

венчурними, бо вони не відповідають одному з головних критеріїв венчурних фондів – фінансування високоризикових високотехнологічних проектів [143, с. 159]. 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 (casestudy) з експертами в цій сфері. Респондентами виступили керівники приватних венчурних структур, зокрема венчурних фондів, та спеціалісти державних органів, зокрема Міністерства економіки України. Усі респонденти виявилися досить одностайними 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 перебуває в зародковому стані, незважаючи на те, що формально в Україні створено вже близько 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 в найбільш прибуткові сфери – будівництво, активи публічних компаній тощо, але ж очевидно, що такі інвестиції навряд чи можна вважати справді венчурними. Інвесторів можна зрозуміти, адже національним гравцям невигідно вкладати гроші у венчурні проекти (тоді як західні венчурні фонди залучають кошти під 40% річних, в Україні донедавна нерухомість давала майже такий самий 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 підприємців, який уміє працювати з венчурними фондами. 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 сегмента в Україні слід віднести зародження сектора приватних венчурних інвесторів, яких на Заході ще називають “бізнес-янголами”, котрі вкладають кошти в проекти, що перебувають на рівні бізнес-ідеї; на цей момент зростає кількість східноєвропейських і пан’європейських фондів, які починають розглядати українські проекти не лише з позиції економії на інфраструктурі та робочій силі, а й технічного потенціалу; очікується підвищення активності з боку російських фондів; спостерігаються позитивні тенденції й 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 всі 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.

На нашу думку, на сьогодні 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 займаються переважно розробкою й виведенням на ринок наукоємної продукції на базі високих технологій, тому доволі часто можна спостерігати венчурне фінансування за кордоном з прямими інвестиціями в компанії саме технологічного сектора. Водночас в Україні є й насправді венчурні фонди, які фінансують виробництво наукоємної продукції, наприклад, нового виду оптичних носіїв DVD формату, зразки якого на сьогодні не мають аналогів у світі як за об'ємом записаної на них інформації й собівартістю порівняно зі звичайними оптичними носіями DVD формату, так і за спрощеним процесом виробництва. Крім того, ринок інтелектуальної власності все більше й більше використовує венчурні фонди як інструмент для свого розвитку. Основні перешкоди, що заважають розвитку та ефективному функціонуванню системи венчурного фінансування в Україні, можна умовно поділити на чотири категорії [158, с. 101]:

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

2. Недостатній рівень розуміння бізнес-складової венчурних проектів їх розробниками, а також низький рівень сприйняття венчурних проектів суспільством, тобто недостатня інноваційна та бізнес-культура суспільства. За словами директора венчурної компанії, сьогодні багато вітчизняних інноваторів не готові до ринкових умов реалізації своїх проектів, не звикли ділити ризики з інвесторами – нести спільну відповідальність у разі невдачі проекту; 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 кардинальних відмінностей бізнесу в 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 українських інвестиційно-інноваційних проектів і пропозицій, відсутність належного оформлення (техніко-економічного та юридичного) інноваційних пропозицій; брак справді цікавих проектів.

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 в наукоємні проекти, 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 проекти венчурних фондів та державної страхової компанії щодо страхування гарантій кредитів, які надаються ринковими фінансово-кредитними установами середньому та малому підприємництву під реалізацію інноваційних проектів.

На нашу думку, існуюче законодавство є цілком адекватним потребам венчурного сектору, незначного доопрацювання потребують деякі підзаконні та регламентуючі акти. Створювати пільги для інвесторів, які фінансують розробки, 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 сполучною 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.

Цікавими є погляди фахівців, 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 шар для регулювання цієї сфери, а надати максимальний рівень свободи для венчурного бізнесу як одного з найбільш ризикованих. Необхідне також покращення корпоративного законодавства, що регулює відносини 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". [153, с. 38].

Навіть зважаючи на значну кількість цікавих проектів, більшість з них абсолютно не готові до впровадження з погляду розробленої бізнес-пропозиції та, відповідно, не готові до венчурного інвестування. Як уже було сказано, одним із суттєвих недоліків таких проектів є відсутність у них чіткого бізнес-плану. Для вирішення цього питання держава та державні підприємства мають створювати департаменти трансферу технологій при ВНЗ та НДІ, які б спільно з високотехнологічними компаніями формували конкурентоспроможні 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.

Основним критерієм, на основі якого ведеться відбір перспективних проектів для венчурного фінансування, є потенційна дохідність цих проектів, але не менш важливим є людський фактор, тобто команда професіоналів, яка представляє цей проект. Звичайно, остаточне рішення приймають на основі сукупності факторів, враховують бізнесову й технологічну складові проекту, швидкість виведення на ринок реального продукту для споживання та його потрібність на ринку товарів, не залишається поза увагою ринок, на який орієнтується проект, конкуренція на цьому ринку та партнери, з якими необхідно реалізувати цей проект, тощо. Використання венчурних інвестицій здатне суттєво збільшити кількість упроваджених високотехнологічних розробок та відповідно активізувати інноваційну діяльність у країні. Лише в поєднанні зусиль кращих українських науково-дослідних інститутів і прикладних практикуючих установ та організацій можна ставити питання щодо виникнення й упровадження високотехнологічних розробок у різних галузях народного господарства. Саме впровадженню новітніх розробок і слугуватиме венчурний капітал з метою отримання в майбутньому запланованого прибутку. Як наслідок, це сприятиме не лише створенню нових робочих місць для випускників ВНЗ та науковців, а й значному зростанню ВВП, продуктивності праці, конкурентоспроможності економіки, інтеграції у світове співтовариство.

Таким чином, можна відзначити суттєві позитивні зрушення в розвитку венчурної індустрії України, про що свідчать як статистичні дані, так і експертні оцінки. Зрозуміло, що світова криза 2008 та 2013–2015 рр. матиме певний негативний вплив на фондові ринки та, як наслідок, на ринок венчурного капіталу, але у випадку виваженої державної політики, вжитті 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, у 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 таке: створити Національний венчурний фонд, який буде виконувати дві основні функції – пряме фінансування венчурних проектів 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 надали б можливість правовласникам, зокрема вищим навчальним закладам та науково-дослідним інститутам, вільно розпоряджатися й оперувати такою інтелектуальною власністю; забезпечити належну та всебічну підтримку всіх аспектів та учасників венчурного фінансування, зокрема доцільним є створення, наприклад, у межах Національного венчурного фонду, консультаційно-інформаційного органу, метою якого була б усебічна консультаційна 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" існуючий режим оподаткування венчурних фондів сьогодні визначено законом про ІСІ, дає змогу 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 у ході таких прикладних досліджень результатів; сприяти формуванню мережі венчурних фондів в Україні, у 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 випливає 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-консультаційним забезпеченням, оскільки доступ до інформації щодо європейських ресурсів в Україні обмежений. Водночас необхідно розширити інформаційну кампанію щодо участі українських підприємців та науковців у різноманітних програмах ЄС (зокрема в 7-й Рамковій програмі ЄС, програмі CIP – 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, чинний Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення” не забороняє вкладати активи фондів у високоризикові цінні папери, проте наразі відсутній механізм, як це робити. Зокрема, у Законі доцільно визначити максимальну частку пенсійних активів, які можуть спрямовуватися на цей напрям інвестування (не більше ніж 5–10% загальної суми пенсійних активів).

Водночас існує заборона для пенсійних фондів і страхових компаній на інвестування до венчурних фондів. Заборона мотивована великим ризиком, який становлять венчурні інвестиції для певних типів інвесторів. Подібні заборони, націлені на захист невеликих інвесторів від наслідків невдач, застосовують надмірно широко, вони обмежують притік венчурного фінансування. З одного боку, ризики і справді досить значні, але, незважаючи на це, найближчим часом варто переглянути цю позицію й продумати

можливість участі цих структур у венчурних схемах, нехай і з певними обмеженнями. Прийняття Закону України “Про венчурну діяльність” обов’язково повинно супроводжуватися змінами в законодавстві України щодо оподаткування. Загальна податкова політика повинна мати стимулюючий характер щодо індустрії венчурного капіталу, включати певні пільги для венчурних фондів і 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 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, у деяких університетах тощо), діє мережа центрів науково-технічної інформації. У межах 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; всебічно сприяти створенню в країні сприятливого для інновацій бізнес-середовища та підвищенню рівня інноваційної культури суспільства.

Підсумовуючи вищесказане, слід звернути увагу, на яку саме стадію інноваційно-інвестиційного процесу буде спрямована 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 в міру того, як накопичується досвід і розвиток індустрії венчурного капіталу досягає критичної маси. Тому саме в цій сфері підтримка держави особливо актуальна. Ідеться, по-перше, про сприяння освоєнню нових передових науково-технічних розробок для створення конкурентоспроможних високотехнологічних продуктів і технологій; 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.

2.3. Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного інвестування в Україні

Інноваційна діяльність є одним із визначальних складників науково-технічного прогресу та економічного зростання. Сьогодні економічне змагання за лідерство на світових ринках пов’язано виключно з інноваціями. Більшість економічно розвинутих держав будує свою стратегію довготермінового зростання, насамперед, на основі переходу на інноваційний шлях розвитку. Одним із найбільш важливих механізмів, що забезпечує інноваційні процеси ресурсами для їх розвитку, є венчурне інвестування. Як ілюструє досвід найбільш успішних в інноваційній сфері країн, венчурне підприємництво є важливою формою фінансування інноваційних проектів, що не лише стимулює інноваційні процеси на окремо взятому підприємстві, а й позитивно впливає на ринок інновацій загалом: підвищує рівень конкуренції, стимулює до зростання рівня професіоналізму персоналу та підвищення наукового й виробничо-технічного рівня.

Венчурне фінансування – це пов’язана з підвищеним ризиком форма фінансування капіталу, за якої кредит надають не під відсотки, а під певну частку приросту капіталу чи під частку акціонерного капіталу майбутнього підприємства. В Україні його здійснюють інститути спільного інвестування. Серед різноманітних видів інститутів спільного інвестування виокремлюють венчурні ІСІ. Вони посідають особливе місце серед усіх інвестиційних фондів, тому що з погляду диверсифікації своїх активів належать до найбільш ризикових серед наявних видів ІСІ. У всьому світі розвинутий ринок венчурного капіталу не лише забезпечує пожвавлення науково-технічного розвитку, а й є ефективним механізмом пошуку, відбору та впровадження інноваційних технологій. Протягом останніх 25 років венчурний капітал вважають феноменом розвитку американської промисловості, завдяки якому було впроваджено більшість розробок у

новітніх галузях промисловості й медицини. Добре знані всіма гіганти комп'ютерного й інформаційного бізнесу: Microsoft, Lotus, Intel, Apple Computers, Compaq, Sun Microsystems, Yahoo, Google – теж свого часу виросли з ідеї, профінансованої венчурним капіталом. Не випадково країни з розвиненим ринком венчурного фінансування (США, Японія, Німеччина, Великобританія) виступають сьогодні провідними експортерами продукції високих технологій. Згідно з проектом Закону України "Про венчурну діяльність в інноваційній сфері", венчурний капітал – капітал, інвестований в інноваційний проект з високим ступенем ризику [170]. На відміну від провідних світових ринків, український фондовий ринок, а разом із ним й індустрія управління активами, у 2012 р. переживали не найкращі часи. Напружений розвиток подій на міжнародних ринках, який хоч і мав загалом висхідний тренд, не сприяв поверненню вітчизняних індексів до зростання. Позитив після прийняття довгоочікуваного Закону України "Про інститути спільного інвестування" знівелювало запровадження нового акцизного податку на операції із цінними паперами. І все це на тлі стагнації економіки, погіршення інвестиційного клімату, відсутності чітких і стабільних правил, дефіциту надійних фінансових інструментів, жорстких регуляторних норм, більше ніж 35% втрат вітчизняних фондових індексів. Загальним трендом вітчизняної індустрії управління активами у 2012 р. було продовження кількісного зростання за рахунок нових учасників. Результативність же інвестицій, особливо в публічних інвестиційних фондах, була не надто привабливою [156, с. 55]. Упродовж 2012 р. тривав процес виходу з бізнесу одних компаній з управління активами (КУА) та відкриття інших. Активізувався він наприкінці року, напередодні змін регуляторних умов їхньої діяльності у 2013 р. Аналогічно розвивалася ситуація з інститутами спільного інвестування. Зрештою, за рік загальна кількість компаній з управління активами, як і інститутів спільного інвестування, зросла. При цьому традиційно найбільш активний сектор венчурних фондів у 2012 р. ще й прискорив темпи. Сталим було і зростання ринку з погляду активів.

Сукупні чисті активи всіх ІСІ за 2012 р. прискорили зростання й сягнули 139 261 млн грн, головним чином за рахунок венчурних фондів, частка яких збільшилася до 93% за ВЧА, тоді як за кількістю фондів – до майже 80%. У 2012 р. щомісяця тривав відплив капіталу з відкритих ІСІ, це призвело до того, що річний сукупний показник перевершив минулорічний результат більше ніж удвічі (54,0 млн грн) і становив левову частку скорочення ВЧА сектору. Найбільших втрат від виходу інвесторів зазнавали збалансовані фонди й фонди грошового ринку [133, с. 100]. Консервативні ІСІ були також і серед тих, дохідність яких найбільше впала від знецінення паперів у їхніх портфелях. Однак переважали, природно, фонди акцій. Результати ІСІ за дохідністю у 2012 р. були в цілому від'ємними, хоча значно підвищилися порівняно з попереднім роком. Відкриті ІСІ показали в середньому –12,6% (із результатами окремих фондів від –56,3% до +14,9%), при цьому 23% відкритих ІСІ примножили капітал вкладників). Інтервальні фонди принесли загалом 12,1%, закриті – 2,8%. На ринку управління активами недержавних пенсійних фондів у 2012 р. спостерігалися тенденції як зростання, так і спаду. Кількість КУА, що управляли активами НПФ, як і вартість активів недержавних пенсійних фондів в управлінні, зросла. Водночас кількість НПФ в управлінні компаній продовжувала зменшуватися. Найбільшим сегментом залишалися відкриті НПФ – 66 фондів, понад 77% ринку за активами. Станом на кінець 2012 р. в управлінні КУА також були активи 8 корпоративних та 9 професійних НПФ. Ринок управління активами страхових компаній, який уперше почав суттєво зростати у 2011 р., у 2012 р. продовжив цю тенденцію: кількість КУА, які управляли активами страхових компаній, збільшилася до 5, а страхових компаній на обслуговуванні КУА – до 6. Активи страхових компаній в управлінні у 2012 р. також демонстрували зростання – до 60,7 млн грн [77, с. 115]. Однак в Україні збільшення капіталізації венчурних фондів поки що не приводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки. Головною проблемою є те, що українські венчурні фонди не виконують свого головного

призначення – залучення коштів на розвиток інновацій. У вітчизняних реаліях венчурні фонди зазвичай використовують з метою легальної оптимізації оподаткування. Крім того, спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях у новостворені інноваційні компанії в Україні зустрічається досить рідко. Основними одержувачами інвестицій венчурних фондів залишаються компанії сфер нерухомості та будівництва (понад 50%), торгівлі, готельного й туристичного бізнесу, переробки сільськогосподарської продукції, страхування, інформатизації тощо.

Згідно з даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, в Україні існує близько 50 "венчурних" фондів, 5 з яких сформовано за участю іноземного капіталу. Більшість згаданих фондів було створено протягом останніх років (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Динаміка кількості венчурних фондів та чистих активів в Україні за 2004–2014 рр. [106]

Рік	Загальна кількість, од.	Чисті активи, млн грн	Темпи зростання кількості, %	Темпи зростання чистих активів, %
2004	54	1 406,50	-	-
2005	121	4553,80	224	323
2006	256	12741,50	219	279
2007	417	24930,70	157	195
2008	652	48892,60	156	196
2009	708	62546,10	108	127
2010	750	88752,70	105	141
2011	867	103656,90	115	116
2012	973	129498,40	112	124
2013	1031	149880,80	105	115
2014	1014	170796,91	98	113
Середні значення	-	-	140	173

Отже, як свідчать дослідження, на відміну від класичних венчурних фондів, український венчурний капітал не орієнтується на інноваційні проекти. Для нього більш привабливою є реалізація інвестиційних проектів середнього рівня ризику з використанням операцій з фінансовими активами та нерухомістю. Венчурні інвестиції зазвичай спрямовують у нові компанії,

що швидко зростають. Як правило, венчурний інвестор вкладає кошти безпосередньо в компанію, а не купує її акції на вторинному ринку, що характерно для портфельного інвестора. Найважливішою ознакою венчурного інвестування є участь інвестора в господарській діяльності компанії, органах управління з метою сприяти збільшенню її вартості та подальшого продажу своєї частки [102, с. 57]. У середовищі професійних інвесторів сьогодні спостерігається зростання інтересу до венчурних інвестицій. Науковці вбачають у венчурних інвестиціях ледве не порятунок від усіх проблем і можливість одержання довгоочікуваного фінансування. Малий високотехнологічний бізнес активно звертається до венчурних фондів, сподіваючись одержати серйозного помічника, здатного дати імпульс інноваційному підприємництву. У провідних країнах розвиток венчурного бізнесу приводить до спрямування інвестицій у високоризикову інноваційну сферу, тоді як в Україні тенденції протилежні – існуючі венчурні фонди віддають однозначну перевагу низько- та середньоризиковим короткотривалим операціям з фінансовими активами та нерухомістю й поки слабо орієнтовані на хай-тек технології.

Однак, незважаючи на позитивну загалом тенденцію зростання кількості венчурних фондів (крім зменшення, за офіційними даними, їх кількості протягом 2014 р.), на українському ринку венчурного капіталу наявні певні проблеми, а саме недосконала нормативна база, більшість венчурних фондів можуть використовуватись не для здійснення венчурного фінансування інноваційних компаній, а як інструмент фінансово-промислових груп з метою легального зменшення податкового тиску та перерозподілу коштів між їх учасниками.

Існують такі особливості використання венчурного капіталу за фазами життєвого циклу: початкова, зростання, розширення, стабілізації, спаду. На кожній з виділених фаз може здійснюватися венчурний цикл фінансування, який являє собою сукупність п’яти стадій: 1) пошуку та відбору підприємств – потенційних об’єктів венчурного інвестування; 2) аналізу цих підприємств;

3) підготовки й складання угоди між венчурним інвестором і обраним інноваційним підприємством; 4) спільного управління підприємством, що інвестується; 5) виведення капіталу з інноваційного підприємства.

Після початку венчурного фінансування, на четвертій стадії, крім контролю за фінансовим станом інноваційного підприємства, плануються заходи для максимально можливого зростання бізнесу. Після цього проводиться підготовка до завершення заключної стадії венчурного циклу – виведення капіталу. Такий підхід до структурування процесу використання венчурного капіталу дає можливість венчурному інвестору більш детально визначити оптимальний момент вкладання коштів (рис. 2.1).

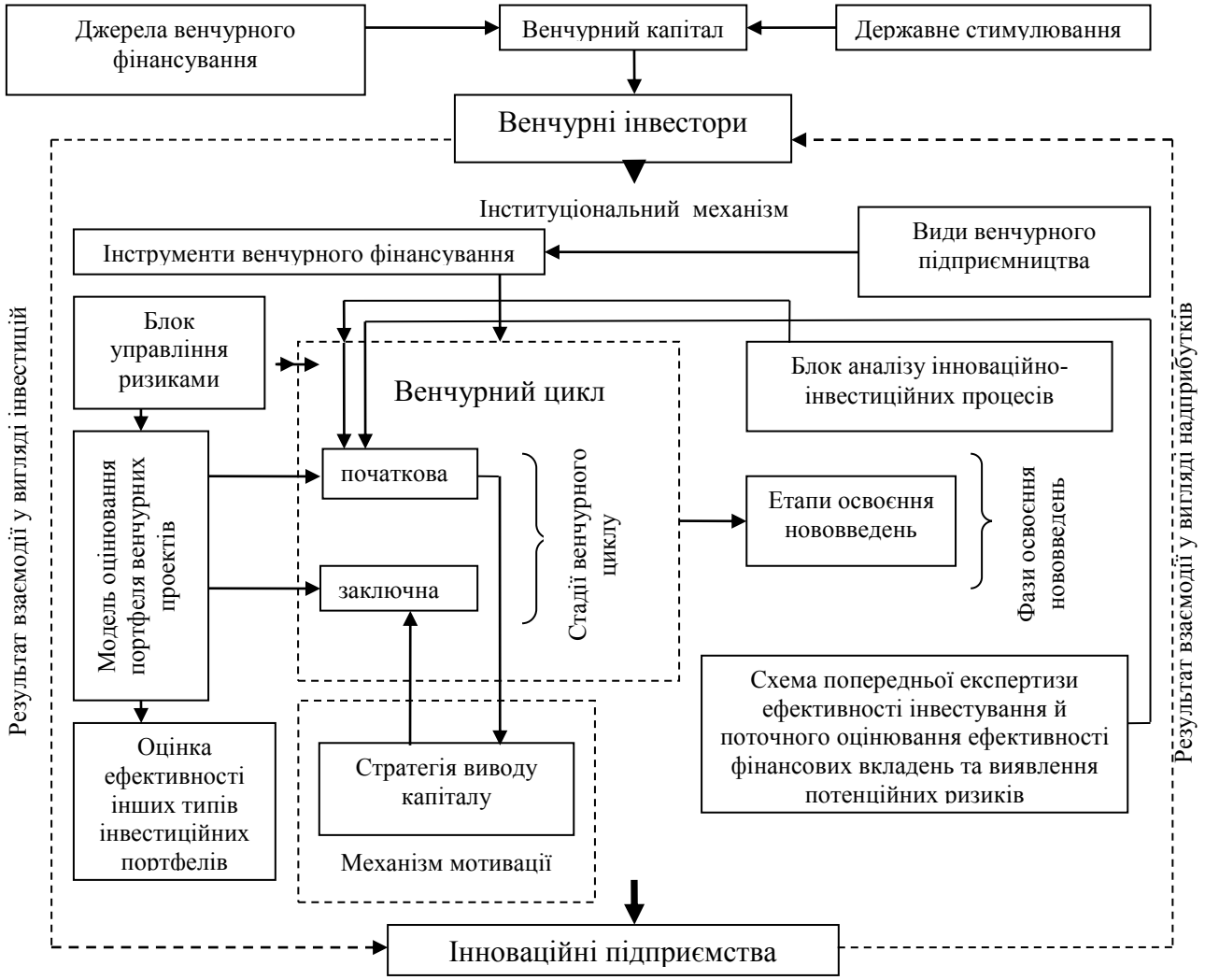

Рис. 2.1. Методичний підхід до визначення структури венчурного циклу
(розроблено автором)

Способи накопичення та інвестування венчурного капіталу визначаються сукупністю організаційно-економічних форм і структур венчурного підприємництва та інструментами венчурного фінансування.

Кожне джерело фінансування інноваційної діяльності залежно від організаційно-економічної форми венчурного підприємництва певним способом накопичує кошти й надає їх у вигляді венчурних інвестицій. Отже, кожному інноваційному підприємству принципово важливо мати інформацію про процедуру фінансування та походження капіталу інвестора. Нами визначено такі економічні характеристики джерел фінансування, на які поширюються інтереси інноваційних підприємств: обмеження напрямів використання, послідовність та умови надання коштів, рівень дохідності й ризику інвестиційних проектів, термін реалізації проектів. Показано, яким чином інноваційні підприємства та венчурні інвестори в умовах високого рівня фінансового й комерційного ризиків, крім створення венчурних фондів, використовують таку форму кооперації, як укладення партнерських угод, на всіх стадіях розробки, освоєння та впровадження інновацій.

Успішна реалізація венчурного фінансування й завершення проекту зі створення та впровадження інноваційного проекту залежить від зацікавленості в участі у венчурному проекті венчурного інвестора й інноваційного підприємства.

Механізм венчурного фінансування починається з формування венчурного капіталу, джерелами якого є фінансові, інтелектуальні та людські ресурси (рис. 2.2).

Принципова схема механізму венчурного фінансування, на наш погляд, має такий вигляд: венчурний фонд (зазвичай це професійна фінансова фірма, яка управляє капіталом від імені інших (пенсійних фондів, страхових компаній тощо)) або управляюча компанія від його імені придбають частку (пакет акцій) у молодій компанії, що швидко зростає (або в тій, що трансформується), за мінімальною вартістю й вводить до її органів управління своїх представників, які є, як правило, професійними

менеджерами. Останні беруть активну участь у регулюванні інноваційного процесу та контролюють витрати коштів. Так забезпечується блокуючий пакет венчурного інвестора при збереженні свободи підприємницької ініціативи основних власників підприємства.

Отже, поданий механізм венчурного фінансування включає такі складові: джерела венчурного капіталу, механізм акумуляції ресурсів, механізм розподілу акумульованих ресурсів, механізм контролю та повернення інвестицій.

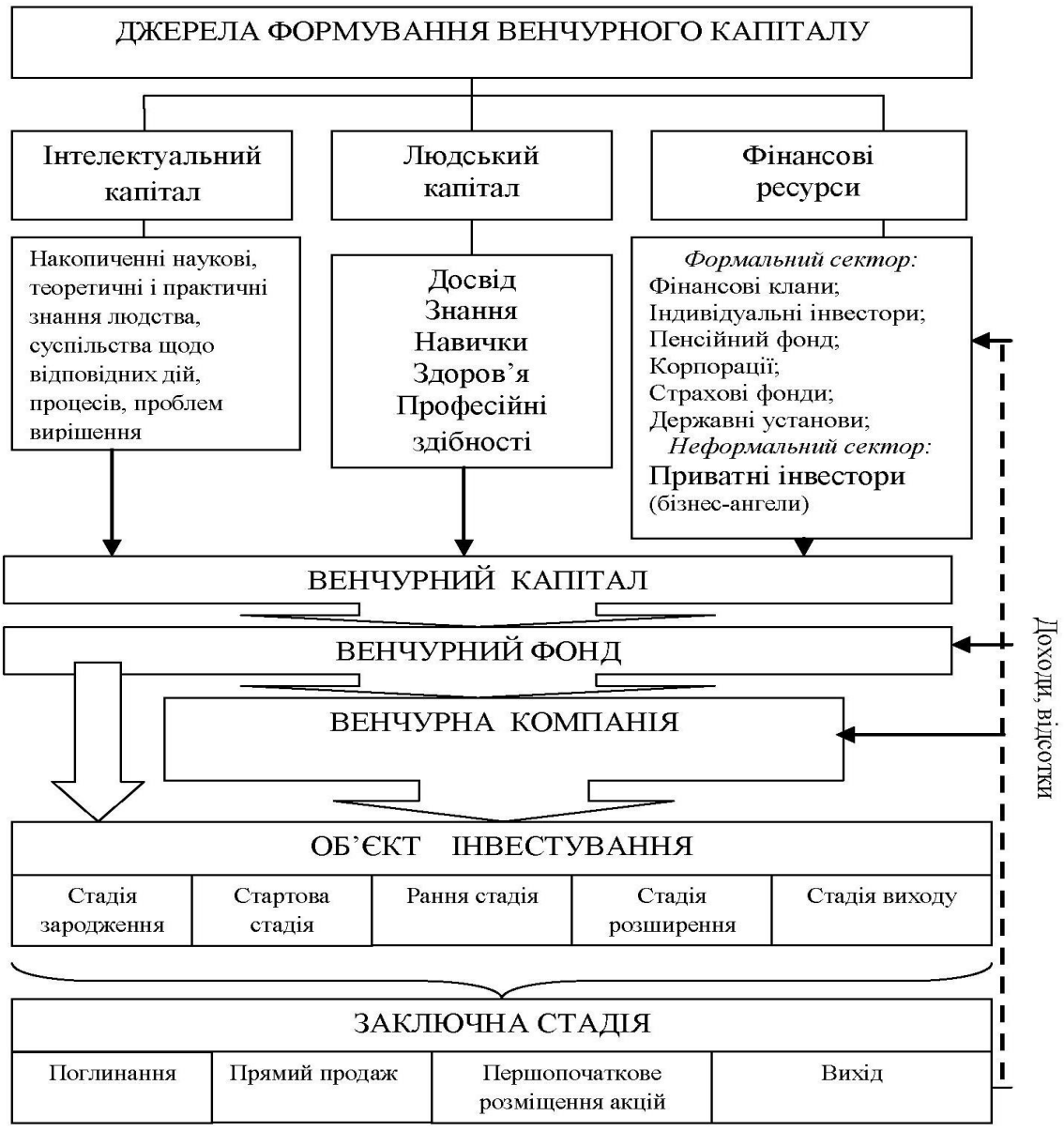

Рис. 2.2. Методичний підхід до розробки механізму венчурного фінансування *(удосконалено автором)*

Доведено, що головним регуляторним параметром у механізмі мотивації венчурного інвестора у фінансуванні інноваційного проекту й діяльності інноваційного підприємства є глибина інновації, яка відображає складність і наукоємність усього інноваційного циклу. Мотивуючим чинником, пов'язаним з глибиною інновації, є прибутковість проекту. У комплексі ці параметри дають змогу вибрати оптимальну стратегію венчурного інвестора, основною складовою якої є схема виводу вкладеного капіталу з інноваційного підприємства.

У процесі ВВК доцільно враховувати інтереси тих економічних суб'єктів, які не беруть безпосередньої участі в інноваційному проекті, але дії яких, зумовлені власними інтересами, впливають на реалізацію венчурного проекту.

Проаналізувавши декларації управління активами венчурних фондів, можна виокремити основні сфери інвестування: будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, перероблення сільгосппродукції, страхування, інформатизація [103, с. 62].

Український венчурний бізнес як такий існує лише формально, а насправді відсутні його важливіші характеристики: інноваційна компонента, ризикованість і класична орієнтація на інноваційні проекти, співпраця з технопарками, бізнес-інкубаторами та ВНЗ [111, с. 15].

Потреба українського ринку в приватному інвестиційному капіталі на сучасний момент задоволена менше ніж на 10%. Цей ринок динамічно розвиватиметься й надалі, а інвестори, що діють на ньому, безумовно, можуть розраховувати на отримання високих прибутків. Для держави важливим є активне сприяння розвитку венчурного бізнесу, тому що вигоди, які отримує суспільство від програм підтримки венчурного капіталу, не обмежуються тільки прибутками венчурних інвесторів. Венчурні інвестиції, по-перше, сприяють освоєнню нових провідних науково-технічних розробок для створення конкурентоспроможних високотехнологічних продуктів і

технологій; по-друге, створюють нові робочі місця, сприяючи зниженню безробіття та підвищуючи рівень добробуту в суспільстві, що має стратегічне значення для довготермінового зростання національної економіки [71, с. 179].

Головними чинниками, що сприяють розвитку венчурного бізнесу, є: наявність науково-освітньої бази та потужного дослідницького сектору, наукових шкіл; розвиненість фінансових інститутів і ринків страхового й пенсійного секторів; наявність фондового ринку; політична та макроекономічна стабільність, стале економічне зростання; стабільний попит з боку держави та приватного сектора на наукові дослідження й розробки; наявність вільного капіталу. Сьогодні більшість цих умов в Україні так чи інакше присутні, однак український венчурний бізнес перебуває лише на стадії раннього розвитку, хоча його формування було започатковано у 1992 р. з переважною участю іноземного капіталу. В Україні розвиток венчурної індустрії стримують такі негативні чинники: недосконала законодавча база; брак джерел фінансування інвестицій; нерозвиненість фондового ринку та відсутність гарантій для венчурного інвестора, які б обмежували його ризики; відсутність неформального сектору венчурного бізнесу, який представляють бізнес-агенти; несприятлива ситуація в секторі генерації наукових знань; відсутність фахівців у сфері венчурного менеджменту; слабкість інституту захисту інтелектуальної власності; загальна несприятлива державна політика щодо стимулювання інноваційних процесів [66, с. 88].

Незважаючи на зазначені негативні моменти, в Україні є підстави сподіватися на успіх, насамперед, зважаючи на наявність галузей, що мають потенціал зростання й велику кількість перспективних проектів, які потребують фінансування і є потенційно вигідними для венчурного інвестора. Тому першочерговою потребою є створення та реалізація ефективної державної політики стимулювання венчурного бізнесу з урахуванням провідного зарубіжного досвіду. Держава має розділити з

бізнесом ризики впровадження інновацій та вдосконалити законодавство зі стимулювання інноваційної діяльності, режимів роботи технопарків, автономії українських ВНЗ.

В Україні останнім часом поступово зростає увага влади до венчурного бізнесу. Сьогодні вже напрацьовано низку законодавчих та нормативних актів, спрямованих на врегулювання інноваційної сфери, покращення інвестиційного клімату в державі. Створення належних умов для діяльності інвестиційних фондів дасть Україні змогу мати в їх особі ефективний механізм для розвитку ринку цінних паперів, які відіграють значну роль у міжгалузевому перерозподілі капіталу, підвищують стабільність фондового ринку, стимулюють внутрішнє й зовнішнє інвестування.

За умов реформування економіки України та її орієнтації на входження в європейську спільноту перехід на новий щабель соціально-економічного розвитку означає пошук нових джерел фінансування для модернізації виробничої наявної та активізації потенційної інноваційної діяльності.

Джерелом для такого швидкого переходу є венчурний капітал. Це органічно необхідний елемент сукупного господарського механізму, що дає змогу реалізовувати нововведення на найкритичніших етапах їхнього освоєння й комерціалізації за умов великого господарського ризику.

Венчурний бізнес – сфера підприємницької діяльності, пов’язана з реалізацією ризикових проектів, ризикових інвестицій головним чином у сфері науково-технічних новинок. Фінансування беруть на себе банки, інвестиційні компанії, спеціалізовані венчурні фірми або юридично самостійні організації, зазвичай у формі товариств з обмеженою відповідальністю. Галузева належність проектів технічних новинок, пропонованих авторами, ролі не відіграє. Цей вид бізнесу пов’язаний з великим ризиком, тому його часто називають ризиковим [64, с. 77].

Як показав аналіз зарубіжного досвіду, венчурне інвестування не може компенсувати недостачу коштів з інших джерел для розвитку науково-технічної сфери. Воно корисне у своїй конкретній “ніші” розвитку

інноваційної активності господарських систем. Недарма питома вага венчурного капіталу в загальному обсязі інвестованих коштів у багатьох країнах не перевищує декількох відсотків (крім США та Великобританії). Виникнення й активний розвиток сучасного венчурного бізнесу в ряді країн (США, країнах Європи) стали можливими, насамперед, завдяки зростанню необхідності високоризикового капіталу з боку малих і середніх інноваційних виробничо-технологічних компаній, що зуміли створити високий комерційний потенціал розробок НДДКР.

Так, країни з наздоганяючою та малорозвиненою економікою створюють привабливі умови для венчурних підприємців та менеджерів із США й інших передових країн. Наприклад, Ізраїль шляхом співфінансування приватних фондів і прийняття частини ризиків на державу зумів порівняно швидко залучити іноземних венчурних інвесторів і менеджерів та перейняти їхній досвід.

Сінгапур, наприклад, пройшов інший шлях. Інвестиції проводилися в країну в 1980-х рр., прибуток там же реінвестувався. Поступово в сінгапурців склалися з американськими венчурними підприємцями і менеджерами міцні зв’язки. І таким чином зародився венчурний бізнес у Сінгапурі.

Подібним шляхом сьогодні йде й Україна. Венчурний бізнес у нашій державі існує порівняно недовго. Історія його розвитку ще коротка.

Ринок спільного інвестування в Україні все більше виявляє себе як потужний сегмент фінансового ринку України.

Водночас збільшення капіталізації венчурних фондів в Україні на сьогодні не приводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки: спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях у новостворені інноваційні компанії є винятковою. Основними акцепторами інвестицій венчурних фондів є компанії зі сфер нерухомості та будівництва, фінансів, харчової, хімічної промисловості, сільського господарства тощо [43, с. 12].

Основні причини такого явища:

– інвестиції в інвестиції в окремі галузі традиційної економіки мають надвисокий рівень дохідності за відносно короткий термін інвестування та за умов суттєво низького рівня ризику;

– можливість використання організаційної форми венчурних фондів як інструменту зниження податкових витрат [27, с. 65].

Варто зазначити, що український ринок венчурного інвестування істотно відрізняється від іноземних ринків. На світовому ринку основними сферами інвестування венчурного капіталу є виробництво напівпровідників, електронних новинок, комп'ютерної техніки, біотехнологій, інформаційної безпеки, генної інженерії тощо. У перспективі – розробка нанотехнологій. Найпривабливішими сферами для інвестицій в Україні є будівництво, переробка сільськогосподарської продукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля. Така галузева дискримінація властива для України, тому що ці галузі є привабливими, розповсюдженими та малоризиковими в нашій країні, на відміну від країн ЄС і США, де венчурні інвестиції здійснюються в інноваційні галузі промисловості.

Венчурні фонди в Україні використовують для оптимізації управління активами фінансово-промислових холдингів та зниження податкового навантаження, тоді як венчурне інвестування (або інвестування ризикового капіталу) у світі є одним із найважливіших джерел капіталу для компаній, швидке зростання та розвиток яких постійно потребують додаткових зовнішніх інвестицій (як правило, це підприємства малого та середнього бізнесу). Венчурні інвестиційні фонди повинні стати головною ланкою зв'язку між інвестиціями й інноваціями як складовими економічного зростання.

Специфіка українського ринку та робота на ньому венчурних фондів спрямовує венчурне інвестування в Україні усе далі від прийнятих у світовій практиці основ цього бізнесу. Як і раніше, найбільш важливими й активними на вітчизняному ринку є фонд прямого інвестування Western NIS Enterprise

Fund (капіталізація 150 млн дол.) і SigmaBleyzer (управляє фондом UGF у розмірі більше ніж 100 млн дол.).

Інші венчурні фонди (серед яких Euroventures Ukraine, фонд прямих інвестицій "Україна" та Commercial Capital) оперують менш значними сумами – у межах 20–40 млн дол. кожний. За даними венчурних компаній, в українські підприємства вже вкладено близько 250 млн дол. венчурних інвестицій. Суми, що найближчим роком можуть бути спрямовані венчурними компаніями на інвестиції, коливаються від 20 млн до 100 млн дол. і за наявності достатньо великої кількості ринків, що динамічно розвиваються, за оцінками експертів, є дуже незначними. Найближчим часом можливість надходження значного іноземного капіталу в Україну, як і раніше, залишається дуже низькою [13, с. 154].

Менеджери венчурних фондів констатують, що протягом останніх двох років умови їхньої роботи на українському ринку достатньо серйозно змінилися. По-перше, венчурний капітал, який за своєю природою спеціалізувався на придбанні невеликих (до 49%) пакетів акцій, після кількаразових втрат дрібних пакетів був змушений переключитися на контрольні. Це, у свою чергу, призвело до значного збільшення суми однієї інвестиції (від 1–3 млн до 7–10 млн дол.) і скоротило кількість угод. По-друге, зіткнувшись із серйозними проблемами забезпечення ефективності інвестицій, оскільки останнім часом жодний з відомих операторів українського ринку не зміг навести приклад продажу свого великого підприємства стратегічному інвестору, сьогодні венчурні фонди орієнтуються на роботу лише з компаніями, що вже сформувались. Причому такими, які спроможні найближчим часом стати лідерами на своїх ринках і, отже, у майбутньому спростити процедуру пошуку стратегічного інвестора. По-третє, дотепер більшість фахівців венчурного інвестування намагається особливо не ризикувати й вкладає венчурний капітал в українські підприємства лише на 2–3 роки. Високі політичні, законодавчі та макроекономічні ризики в Україні не дають змоги використовувати венчурні

інвестиції в довгострокових проектах (понад 5 років), хоча венчурний капітал необхідний більшості інноваційних підприємств України для впровадження (комерціалізації) їх наукових розробок саме на довгостроковий термін.

Венчурні фонди сьогодні змушені працювати на відносно невеликих за розмірами ринках, які на цьому етапі характеризує низька конкуренція серед виробників товарів і послуг, а також достатньо невисока платоспроможність населення. Насамперед, це стосується споживчих ринків, наприклад, виробництва продуктів харчування й будівельних матеріалів, а також сфери роздрібної торгівлі. Ці ринки залучають венчурних інвесторів, тому що вони динамічно розвиваються й мають прямий "вихід" на кінцевого споживача, а отже, на "живі гроші".

Звертаючи свою увагу на зарубіжний досвід венчурного інвестування, Україні варто вирішити такі завдання:

– оцінювання інвестиційного потенціалу у високотехнологічній сфері;

– надання посередницьких послуг виробникам і споживачам наукоємних проектів;

– підвищення освітнього рівня підприємців та всіх зацікавлених осіб у сфері венчурного бізнесу.

Отже, венчурний бізнес в Україні перебуває на початковій стадії. Провівши ряд економічних реформ та перейнявши світовий досвід, Україна зможе привернути до себе увагу світових країн-інвесторів та залучити в свою економіку значний венчурний інвестиційний капітал, налагодити ділові відносини з потенційними світовими партнерами.

У світовій практиці, починаючи зі стадії "старт-апу" і далі через зростання обсягу необхідних інвестицій індивідуальне інвестування поступається місцем інструментам колективного інвестування – інвестиційним фондам.

Маючи великі обсяги, вони диверсифікують свої вкладення більшою мірою, що дає їм змогу отримувати досить високу середню норму дохідності.

Другим за значущістю агентом інвестування є незалежні фірми венчурного капіталу (найефективніша форма організації яких – венчурний фонд у формі обмеженого партнерства). Незалежні фірми венчурного капіталу – це спеціалізовані фірми, які використовують грошові кошти інституціональних і приватних інвесторів для інвестування в капітал інноваційних компаній-початківців за допомогою формування венчурного інвестиційного фонду.

Найпоширенішою формою організації венчурного фонду, наприклад, у США є договір про партнерство з обмеженою відповідальністю, де представники венчурної інвестиційної компанії є генеральним партнером і відповідають за управління фондом венчурного капіталу, а інвестори фонду є партнерами з обмеженою відповідальністю. Переваги організаційно-правової форми партнерства з обмеженою відповідальністю полягають у такому:

– високий рівень компенсації менеджерам фонду. У кінці інвестиційного циклу генеральний партнер отримує винагороду за результатами діяльності фонду в розмірі 15–25% від його прибутку. Крім того, на управлінські потреби й заробітну плату витрачається 13% від суми активів;

– можливість забезпечити виконання інвесторами зобов’язань надавати кошти фонду в міру необхідності в них у межах заданого спочатку обсягу;

– податкова прозорість, тобто всі податки сплачують самі інвестори, а не фонд (відсутнє подвійне оподаткування);

– система управління фондом. У міру необхідності в структуру управління фондом вносять зміни відповідно до побажань інвесторів і управляючої компанії;

– відсутність детального контролю за інвестиціями з боку американської комісії з цінних паперів і бірж, якщо більшість інвесторів фонду будуть акредитованими інвесторами. Критерії акредитації інвесторів встановлені на рівні нормативних актів США.

На відміну від пасивних портфельних інвесторів, венчурні капіталісти (керівники венчурних фондів), як правило, активно беруть участь у розвитку своїх портфельних компаній, збільшуючи таким чином їх вартість через: надання спеціалізованої експертизи з формування й постановки бізнес-процесів компанії-початківця; за допомогою надання консалтингу зі встановлення контактів і зв'язків; надання підтримки з набором штату співробітників, підвищенням кваліфікації працівників, часто замінюючи первинних співробітників досвідченішими керівниками для потреб розвитку підприємства за рахунок безпосередньої участі в роботі ради директорів, розробці стратегічних і операційних рішень для інноваційної компанії.

Важливим інструментом управління портфельними компаніями є розподіл інвестицій по стадіях. Фірми венчурного капіталу (далі – ФВК) вносять чергову порцію коштів у компанію на підставі успішного проходження нею заздалегідь встановлених показників. Роблячи кожну подальшу виплату залежною від певних досягнень компанії, фірми венчурного капіталу не лише надають імпульс до ефективної роботи команді управляючої компанії, але також і захищають її від ризику можливих збитків, вчасно сигналізуючи про необхідність скорочення витрат, якщо виявляються ознаки спаду.

У 1984 р. в США функціонувало 450 фондів венчурного капіталу, у тому числі 233 спеціалізованих фірми венчурного капіталу (товариства з обмеженою відповідальністю), 78 корпоративних венчурних фондів і 137 інвестиційних компаній малого бізнесу. У 1986 р. налічувалися вже 532 фонди, їх капітал (19,5 млрд дол.) розподілявся таким чином: ФВК – 72,8%; корпоративні венчурні фонди – 17,5%; інвестиційні компанії дрібного бізнесу – 9,7%; до 1989 р. зросла частка ФВК (81%) і венчурних фондів корпорацій (18%) при зниженні питомої ваги інвестиційних компаній малого бізнесу (до 1%) [10, с. 685].

До кінця 1980-х рр. активи фондів венчурного капіталу досягли 30 млрд дол., у цей період налічувалося приблизно 600 активних фондів

венчурного капіталу, а максимально високий річний рівень інвестицій венчурного капіталу до цих фондів становив 4 мрлд дол. Надалі, незважаючи на деяке зниження цих показників на початку 1990-х рр., спостерігався новий сплеск високих темпів зростання обсягу венчурного фінансування. Так, у 1995 р. річний рівень інвестицій венчурного капіталу знову перевищив 4 млрд дол., а в 1997 р. – 9 млрд дол. Сукупні кошти всіх венчурних фондів у США впродовж 1977–1990 рр. зросли з 3,5 до 36 мрлд дол. [8, с. 202].

Капітал венчурних фондів складається з різних джерел: індивідуальні й сімейні вкладення; пожертвування та вклади фондів; інвестиції страхових компаній і банків, іноземних інвесторів, корпорацій та пенсійних фондів. Видатним вкладником є пенсійні фонди: їх частка збільшилася з 1984 по 1991 рр. з 34 до 42% (пік у 1990 р. – 53%). На другому місці в 1991 р. були пожертвування і вклади фондів – 24% (у 1984 р. – 5,5%). На третьому – індивідуальні й сімейні вкладники – 12,2% (у 1984 р. – 14,6%). На четвертому – іноземні інвестори – 11,7% (у 1984 р. – 16,7%). Далі йдуть страхові компанії й корпорації – 5,4 і 4,3 відповідно. Таким чином, джерелом майже 75% капіталу венчурних фондів упродовж 1980-х – начала 1990-х рр. були пенсійні та інші фонди [5, с. 78].

За даними на 1996 р., процентне співвідношення джерел фінансування венчурних фондів було таке: пенсійні фонди – 55%, корпоративні венчурні фонди – 19%, венчурні фонди – 11%, особисті і сімейні заощадження – 7%, банки і страхові компанії – 3%, іноземні інвестори – 2%. За даними на 2012 р., аналогічне співвідношення джерел фінансування становило: 45% – пенсійні фонди, 16% – страхові компанії і банки, 12% – приватні інвестори, 11% – благодійні фонди, 10% – корпорації і 6% – іноземні й інші інвестори [39, с. 94].

Третім агентом є корпоративні фінансові венчури. Корпоративне венчурне фінансування – це прямі інвестиції, що здійснюються материнською компанією та її дочірніми підприємствами в межах спеціальних програм. Материнська компанія, на відміну від незалежних фірм

венчурного капіталу, інвестує в портфельні компанії тільки свої власні кошти.

Венчурне фінансування корпорацій здійснюється трьома способами: шляхом безпосереднього фінансування малих інноваційних фірм, що займаються розробкою нового виду продукції, яка цікавить корпорацію, при цьому масове виробництво цього виду продукції корпорація здійснює сама шляхом створення венчурної фірми, керованої власним венчурним фондом. Такий корпоративний венчурний фонд здійснює інвестиції в капітал малої інноваційної компанії, що займається розробкою й освоєнням винаходів, вироблених поза материнською компанією, часто такі фонди формуються спільно з іншими корпораціями та за допомогою пайової участі корпорацій у капіталі ФВК.

На відміну від незалежних фірм венчурного капіталу, які інвестують виключно для отримання високого рівня доходу, корпорації прагнуть досягти дві основні мети: по-перше, інвестувати в компанії-початківці для отримання фінансового прибутку; по-друге, реалізувати стратегію корпоративного розвитку за рахунок науково-технічних досягнень (збільшення обсягу продажів або прибутку материнської компанії, виходу на новий ринок з принципово нової продукції, розширення обсягу вже існуючого ринку за рахунок упровадження нових споживчих якостей продукції, що випускається ними, отримання доступу до нової технології, збільшення рівня конкурентоспроможності корпорації, розвитку нової мережі збуту; підготовки до поглинання нової компанії). Більшість материнських компаній здійснює інвестиції венчурного капіталу для досягнення другої мети.

Корпоративне венчурне фінансування, на відміну від незалежних фірм венчурного капіталу, позитивно впливає на результативність своїх портфельних компаній через:

– зростання довіри контрагентів до її портфельних компаній. Репутація материнської компанії здійснює великий вплив на подальшу

роботу її портфельних компаній з іншими компаніями як у межах держави, так і на міжнародному рівні;

– зміцнення персоналу портфельних компаній висококваліфікованими фахівцями, у тому числі співробітниками материнської корпорації;

– отримання доступу до розподільчих мереж продукції материнської компанії;

– збільшення обсягу інвестицій у НДДКР своїх портфельних компаній. Часто корпорації інвестують значно більше коштів, ніж незалежні фірми венчурного капіталу;

– забезпечення своїх портфельних компаній усіма необхідними ресурсами та виробничими можливостями, які є в корпорації.

Дослідження американських фахівців у сфері венчурного фінансування показують, що в портфельних компаній корпоративних інвесторів більше шансів для здійснення первинної публічної пропозиції своїх акцій на фондовому ринку, ніж у компаній незалежних фірм венчурного капіталу. Крім того, вартість корпоративної портфельної компанії до отримання нею інвестицій вище, ніж у портфельної компанії незалежних фірм венчурного капіталу. У корпоративному венчурному фінансуванні існують два можливі ризики для портфельних компаній: по-перше, материнська компанія може перешкоджати співпраці своєї портфельної компанії з конкурентами корпорації; по-друге, материнська компанія може спробувати оволодіти технологіями портфельної компанії без обіцяної їй винагороди.

Корпоративні венчурні фонди стали з’являтися з 70-х рр. XX ст. Понад ста американських корпорацій у різний час вдалися до програм венчурного фінансування. У 1994 р. тільки 2% усього обсягу венчурних інвестицій були корпоративними. У 1996–1999 рр. кількість зовнішніх венчурних фірм, у які інвестували корпорації, збільшилася майже в 11 разів – з 30 до 330, при зростанні корпоративного венчурного фінансування з 100 млн дол. до майже 17 млрд дол. У 2000 р. обсяг корпоративного венчурного фінансування досяг свого піку і становив 16,908.2 млн дол. (це 16% усіх інвестицій венчурного

капіталу) і надалі нестримно знизився до рівня 1,136.3 млн дол. (6,2%) у 2013 р. [94].

За даними Департаменту комерції США та Національного інституту стандартів і технологій, структура обсягу корпоративного венчурного фінансування в 2010–2012 рр. склалася таким чином: 40% обсягу корпоративного венчурного інвестування перевищували обсяг 20 млн дол., 21% – від 10 до 20 млн дол., 19% – від 5 до 10 млн дол., 4% – від 3 до 5 млн дол., 6% – від 1 до 3 млн і 10% – менше ніж 1 млн дол. [112, с. 84]

Найбільш пріоритетними цілями, яких прагнули досягти материнські компанії в процесі корпоративного венчурного фінансування, були такі: отримання нових технологій для корпорації, підтримка існуючого бізнесу, вихід на нові ринки, розвиток нових продуктів і пошук нових напрямів збуту продукції.

Четвертим агентом є урядові структури. У більшості зарубіжних країн розвиваються два основні напрями прямої підтримки малого інноваційного бізнесу. По-перше, держава сприяє розвитку малих компаній, що виходять на ринок.

Часто ці фірми створюють університетські вчені. По-друге, ініціюється підтримка малих підприємств, що здійснюють інновації. Причому обидва ці напрями передбачають активне використання різноманітних венчурних механізмів.

Так наприклад, американський уряд частково фінансує малі інноваційні фірми через інвестиційні компанії малого бізнесу, закон про створення яких з’явився в 1958 р. і які створювалися за участю держави. Такі компанії малого бізнесу мають податкові і фінансові пільги, а також державні гарантії за кредитами (до 75%). Ці компанії забезпечують малі інноваційні фірми венчурним капіталом, що субсидується державою.

П’ятим додатковим агентом є венчурні підрозділи великих банків, орієнтовані на отримання високого рівня дохідності від інвестованого ними капіталу в інноваційні компанії-початківці з перспективами швидкого

зростання їх ринкової вартості, а також на надання посередницьких послуг фірмам, підтриманим венчурним капіталом, на ринку злиття і поглинань та на ринку публічного розміщення акцій.

2.4. Аналіз трансакційних витрат у механізмі венчурного фінансування

Відомо, що трансакція з'являється тоді, коли товар або послуга переходить від завершальної точки одного технологічного процесу до вихідної точки іншого, суміжного з першим. Відповідно до цього підходу поняття трансакції застосовують, коли ресурси переміщаються фізично, як усередині фірми, так і на ринку. Тому можна говорити як про внутрішні, так і про зовнішні трансакції або внутріфірмові й ринкові трансакції. Наприклад, внутрішньофірмова трансакція була розглянута А. Смітом на прикладі поділу праці при виробництві шпильок. Дж. Коммонс дав інше визначення трансакціям. На його думку, вони мають справу з передачею ресурсів, але вже в юридичному значенні слова, тобто передачею підтверджених законом прав власності.

Одне з найбільш відомих визначень трансакційних витрат належить К. Ерроу, який назвав їх витратами експлуатації економічної системи. Р. Коуз у своїй статті "Природа фірми" в 1937 р., розглядаючи ідею трансакційних витрат, говорить про витрати використання цінового механізму, пояснюючи їх наявністю існування фірми як альтернативного механізму координації діяльності. Пізніше Р. Коуз виділив такі механізми координації діяльності людей: ринок, фірму (організація, ієрархія) і державу [87, с. 200] .

Сучасна неоінституціональна теорія стверджує, що трансакційні витрати властиві всім механізмам координації діяльності, і виділяє відповідно такі види трансакційних витрат [135, с. 222]:

1. Витрати використання ринкового механізму координації діяльності людей (ринкові трансакційні витрати), які включають: витрати пошуку інформації про альтернативні угоди (пошук інформації про ціну й партнера); витрати виміру кількісних і якісних характеристик благ; витрати ведення переговорів і укладення контракту; витрати контролю за дотриманням контракту з боку партнера по угоді й запобігання опортуністичній поведінці партнерів; витрати захисту контракту від посягань третьої сторони.

2. Витрати всередині фірми – управлінські або бюрократичні витрати, що виникають, коли керівник користується правом давати команди в організації.

3. Політичні витрати: використання механізму держави, пов’язане зі створенням і підтримкою інститутів суспільства.

Основними об’єктами інвестування венчурного капіталу є малі технологічні венчурні фірми, які істотно відрізняються за структурою й принципами розвитку від фірм з традиційними факторами виробництва. Цей вид бізнесу має вищу міру інформаційної асиметрії, ніж нетехнологічні фірми. Інформаційна асиметрія пов’язана як з діями підприємця як принципала, який має більшу інформацію, на відміну від інвестора, так і в цілому з процесом комерціалізації більшості інновацій на ринку, що супроводжується високою мірою невизначеності як для підприємця, так і для інвестора.

Значна частка активів технологічних венчурних фірм є невідчутною (як, наприклад, людський капітал), тому дуже важко провести достовірну оцінку вартості технологічної венчурної фірми. Речові активи технологічної фірми так само мають високу міру специфічності (тобто існує кілька альтернативних варіантів їх використання), яка знижує вартість забезпечення за позицією “технологічних інвестицій”, зменшує вигоду від фінансового важеля (який розраховується як відношення позикового капіталу до власного капіталу та характеризує інтенсивність використання позикових коштів), а також скорочує ліквідаційну вартість (вартість активу в разі його продажу

(ліквідації) у кінці терміну його служби або на звітну дату в разі прийняття рішення про його негайний продаж).

Основні агентські витрати, пов’язані з фінансуванням технологічної фірми, включають високий моральний ризик, несприятливий відбір, призупинення або затримку розвитку проекту, практику швидкої купівлі-продажу цінних паперів клієнтом, брокера без фактичного внесення грошей, вуалювання балансу з метою створення видимості високої ліквідності й трибічне укладення оборудки. Мінімізація цих витрат повністю залежить від структури контрактних відносин між принципалом і агентом, а також від процесу постадійного інвестування.

Якщо витрати, пов’язані з моральним ризиком (з підприємцем як агентом), сприймаються як значні венчурним капіталом, а також витрати, пов’язані з несприятливим відбором, не очевидні для технологічної фірми, тоді ні прямий (звичайний) борг, оформлений у вигляді зобов’язання, ні безпосередньо звичайний акціонерний капітал не зможуть бути використані для фінансування технологічної венчурної фірми.

У зв’язку із цим окремі агенти венчурного інвестування можуть зіткнутися з проблемою оптимального витрачання капіталу на інновації, що створюються венчурним бізнесом. Такі агенти інвестування, як корпорації, ризикують отримати диспропорційно високий рівень витрат капіталу та незначний ефект. Велика диверсифікована корпорація з декількома відділеннями прагнутиме інвестувати в нові успішні проекти менш часто і менш послідовно, ніж це можуть робити професійні посередники на ринку венчурного капіталу, так звані “венчурні капіталісти”, або незалежні фірми венчурного капіталу.

Для того, щоб мати справу з проблемами морального ризику й несприятливого відбору упродовж тривалого періоду часу, професійні посередники – “венчурні капіталісти” розробили набір контрактів, які дуже добре підходять для потреб фінансування підприємницьких венчурів. Ці контракти реалізуються шляхом спільного об’єднання коштів усіх агентів

інвестування до єдиного венчурного фонду, який у західній юрисдикції існує у формі обмеженого партнерства.

Існує принаймні п’ять відмітних елементів цієї контрактної системи, що реалізовується за допомогою роботи венчурного фонду та відповідає інтересам агентів інвестування (усіх партнерів фонду, як загальних, так і обмежених партнерів), і підприємця як принципала впродовж усього періоду венчурного інвестування:

1. Угоди, що стосуються інвестиційних сфер фонду.
2. Постадійний процес інвестування й постадійні зобов’язання інвесторів перед фондом.
3. Синдиковане інвестування.
4. Інтенсивний моніторинг портфельних фірм.
5. Використання конвертованих цінних паперів і опціонів.

Угоди, що стосуються інвестиційних сфер фонду, визначають межі сфер діяльності менеджменту фонду (використання боргового зобов’язання) й обмежують сферу діяльності загальних партнерів (обмеження щодо продажу доходів партнерства третьої сторони). Ці угоди обмежують типи інвестицій, які фонд може зробити. Угоди мають на меті контроль фонду за моральним ризиком партнерів. Дослідження показують, що попит на угоди гнучкіший щодо рівня всієї пропозиції капіталу індустрії венчурного капіталу.

Постадійний процес інвестування. Оскільки існує висока невизначеність ринкової реалізації технологічних інновацій венчуру, ризики інвестицій у ці компанії надзвичайно високі на початку формування фонду, але починають знижуватися в міру того, як ці компанії починають працювати успішно. У зв’язку із цим професійні посередники “венчурні капіталісти” зазвичай надають різний обсяг фінансування на різних етапах розвитку компанії. На кожному етапі “венчурні капіталісти” оцінюють успішність роботи та кількість необхідного капіталу й інвестують додатковий капітал, якщо позитивно оцінюють потенційний дохід. Кожна додаткова стадія

інвестицій вимагає додаткових механізмів за дотриманням зобов'язань принципала – агента.

Стадія "старт-ап" є найбільш раннім етапом розвитку фірми, коли в неї є тільки концепція продукту та первинні маркетингові дослідження, або вона може мати продукт, що перебуває в процесі розробки, але ще не має комерційної перспективи. На цій стадії фірмі зазвичай потрібний помірний обсяг капіталу, і "венчурні капіталісти" мають тенденцію інвестувати в "старт-апи" на значно тривалий період до отримання конкретного результату. На цій стадії "венчурний капіталіст" як агент інвестування несе такі основні витрати: на пошук інформації про потенційно перспективні технології і їх розробників, а також про підприємців, які готові реалізувати ці технології в продукт інновації; на вимірювання кількості і якості майбутніх інновацій; на ведення переговорів і укладення контракту з підприємцем.

На цій стадії фірму характеризують чотири інституціональні фактори. По-перше, фірми цієї стадії мають значний системний ризик, оскільки повернення інвестицій, вкладених у "старт-ап", значною мірою залежить від стану економіки, при цьому її повні витрати включають витрати на НДДКР, розробку виробу та ринкові дослідження. Насправді, "старт-ап" має значний операційний важіль (частка постійних витрат у повних витратах), який є постійним до змінних витрат, це робить їх успіх ще більш невизначеним і залежним від стану економічної кон'юнктури. По-друге, "старт-ап" має високу міру несистемного ризику й асиметричної інформації, оскільки, за визначенням, має невеликий або взагалі не має комерційних досягнень у роботі.

По-третє, труднощі, з якими зазвичай стикаються "старт-апи", роблять їх успіх залежним від здібностей і завзятості підприємця. Водночас для інвестора вкрай важко оцінити ризик переваг підприємця, його нематеріальні (професійні) переваги та економічні переваги від інвестицій. У результаті витрати на несприятливий відбір будуть значні для інвестицій на цій стадії.

По-четверте, “старт-апи” мають тенденції до значних витрат, пов’язаних з моральним ризиком (у яких “венчурний капіталіст” – це принципал, а підприємець – агент). Відсутність чіткої ринкової стратегії дії може підштовхнути підприємця до більшої свободи дії та інвестувати в стратегії, вигідні для нього самого. Якщо фінансування відбувається у формі власного капіталу, підприємець може не інвестувати в ризикові проекти. Якщо фінансування відбувається у формі позикових коштів, підприємець може інвестувати в проекти, які занадто ризиковані для того, щоб перенести очікувані багатства з утримувача боргу на утримувача акціонерного капіталу.

Інвестиції на стадії розширення забезпечують підприємницьку фірму великим капіталом для розширення, маркетингового просування продукції і її дрібносерійного виробництва. Зазвичай такі інвестиції здійснюються відразу на декілька років і вимагають значно більшого капіталу, ніж на стадії “старт-ап”. Так само, як і на стадії “старт-ап”, на стадії розширення фірми мають нетривіальний рівень системного й несистемного ризику. Різноманіття альтернатив зростання, доступних для фірм стадій “старт-ап” і розширення, приводить до збільшення агентських витрат і посилення значення постадійного фінансування, оскільки періодичні рухи капіталу набагато ефективніше для полегшення моніторингу фірм, ніж інвестиція, що здійснюється з одноразовим великим початковим платежем. Переважні витрати “венчурного капіталіста” на цій стадії полягають у контролі за дотриманням контракту з боку підприємця й запобіганні його опортуністичній поведінці.

На стадії викупу фірма має більше комерційних досягнень, порівняно із стадіями “старт-ап” і розширення. Менеджери починають здійснювати свої функції з випуску продуктової лінії та її ринкового освоєння. “Венчурні капіталісти” активно вкладають свої кошти, здійснюють моніторинг і роблять управлінський внесок у сфері менеджменту, пошуку відповідних юридичних консультацій, стратегічних партнерів, андеррайтерів, постачальників, маркетологів тощо. “Венчурні капіталісти”, будучи

активними учасниками бізнес-процесів, прагнуть збільшити очікувані доходи від своїх інвестицій у проект за допомогою власних зусиль. При цьому зусилля “венчурних капіталістів” залежатимуть від величини фінансових зобов’язань щодо підприємця й форм фінансування.

Оскільки повернення інвестицій у венчурний проект залежить від зусиль як “венчурного капіталіста”, так і підприємця, виникає проблема двостороннього морального ризику. Для вирішення цієї проблеми “венчурний капіталіст” має створити всі необхідні умови, що дають змогу підприємцеві закріпити свою частку в підприємстві. Роль “венчурного капіталіста” на стадії викупу полягає в наданні підприємцеві капіталу, необхідного для виконання ним функцій провідного експерта в цій сфері бізнесу, і виконанні ним запланованої трансакції без втручання венчурного капіталіста.

Результатом наявності морального ризику є те, що зусилля агента (підприємця або венчурного капіталіста) стають функцією їх залишкової вимоги (частка в доходах), що збільшується у венчурному проекті. У результаті спільної тривалої співпраці не розташовані до ризику сторони (підприємець і “венчурний капіталіст”) здійснюють дії, які призводять до ймовірного розподілу розміру “частки”, яка має бути поділена між ними. Зусилля кожної сторони призводять до позитивного зовнішнього ефекту змін для іншої сторону, хоча водночас зусилля витратні для обох сторін. По суті, імовірність банкрутства стає незначною, зусилля підприємця (зусилля “венчурного капіталіста”) у венчурному проекті є функцією відносної кількості боргів, що збільшується (знижується), до власності, наданої “венчурному капіталістові”.

У світлі того, що викуп вимагає значних підприємницьких зусиль, а не зусиль “венчурного капіталіста”, боргове зобов’язання (позиковий капітал) може виступати апріорі як відносно привабливіша форма фінансування, ніж власний (акціонерний) капітал, сформований компанією за рахунок розміщення акцій. Суміш позикового та власного (акціонерного) капіталу

розглядають, коли фінансовий вклад з боку венчурного капіталіста значний. Більше того, оскільки фірми на стадії викупу мають стійкі досягнення, несистемний ризик порівняно нижче від системного ризику. Витрати на несприятливий відбір, проте, не такі значні для стадії викупу порівняно з іншими інвестиційними стадіями. Стадія викупу зазвичай більше здійснюється з позиковими коштами. Основні витрати для "венчурного капіталіста" на цій стадії пов'язані із захистом контракту від посягань з боку інших інвесторів.

Фірму на стадії обороту визначають як сформовану бізнес-одиницю, пік прибутковості якої вже позаду, і тепер вона заробляє менше, ніж коштує її капітал. Фірми на цій стадії мають тенденцію до високої інтенсивності відмов і високої мінливості в доходах. На цій стадії набір агентських витрат зростає. Витрати на підприємницьку некомпетентність і ризик відокремлення активів значні для цієї стадії. Ризик проблем, що змінюються, так само характерний для цієї стадії. На цій стадії вже конвертоване боргове зобов'язання може привести до зменшення проблеми ризику.

Одна з найбільш значних агентських проблем у контексті інвестиції на стадії обороту виникає з тристороннього здійснення оборудки. Проблеми тристороннього здійснення оборудки з'являються, коли третя сторона (зовнішній інвестор) укладає контракт з підприємцем (після первинного контракту "венчурного капіталіста" і підприємця) так, щоб підприємець і третя сторона отримали надлишки з первинного венчурного капиталу. Проблеми тристороннього здійснення оборудки особливо гострі, коли підприємницька фірма переживає обмежене фінансове становище, оскільки в підприємця з'явилися стимули відмовитися від контролю над фірмою для того, щоб знизити витрати зовнішнього фінансування.

Витрати на зовнішнє фінансування від третьої сторони нижчі, коли третя сторона отримує контроль над фірмою й ця сторона надає значення контролюючому праву. Прибуття інвестора третьої сторони може, проте, поліпшити ситуацію підприємця й погіршити ситуацію первинного

“венчурного капіталіста”. Ситуація в первинного венчурного капіталіста може погіршати після прибуття інвестора з третьої сторони, який почне отримувати контроль над фірмою та відокремлювати активи фірми без виплати повної вартості (вартість активів підприємницької фірми часто важко достовірно встановити в суді).

Інший найважливіший елемент контрактної системи, використовуваної “венчурними капіталістами” при інвестуванні в початкуючі венчури, – це синдикування, тобто об’єднання коштів різних агентів інвестування з метою досягнення більшого ефекту та спільного розділення ризику. На думку багатьох західних дослідників венчурного капіталу, існує декілька можливих пояснень такому виду контрактації. По-перше, синдикат агентів інвестування венчурного капіталу буде здатний виконати повніше дослідження діяльності компанії, її фінансового становища на ринку так званих “дью-дилидженс” щодо потенційних принципалів, ніж один інвестор. По-друге, “венчурний капіталіст”, який інвестує в ранні стадії компанії, шукає можливості так само інвестувати й у пізні стадії для того, щоб надіслати сигнал про якість фірми, що розвивається, іншим потенційним інвестором на пізній стадії. По-третє, синдикування фінансування є ефективним засобом зниження морального ризику при відборі проекту, опортуністичної поведінки агентів інвестування в процесі роботи фонду, а також витрат контролю за дотриманням домовленостей між агентами по угоді й цілого ряду внутрішньофірмових управлінських і бюрократичних витрат.

Фінансові контракти в постадійних і синдикованих інвестиційних відносинах мають на меті мінімізацію агентських витрат у підприємницькій фірмі й залучення синдикату інвесторів. За рахунок об’єднання інвестицій у синдикат об’єкти незалежної фінансової контрактації координують зусилля між зовнішнім і внутрішнім “венчурними капіталістами”, мінімізують перебільшення або зменшення вимог капіталу з боку внутрішніх венчурних капіталістів зовнішнім капіталістам і сприяють виробленню подальших рішень з розвитку спільного проекту.

Синдикування дає змогу звести до мінімуму ризик за рахунок його розділення між внутрішніми й зовнішніми інвесторами. Синдикування може забезпечити фірму більшою додатковою вартістю, дає змогу “венчурним капіталістам” використати інформаційну асиметрію й змовлятися між собою для того, щоб перебільшувати свою діяльність для потенційних інвесторів у момент виходу з фірми, що може збільшити привабливість фінансування власного акціонерного капіталу (чи цінних паперів, які дозволяють брати участь в акціонерному капіталі фірми). Загалом теоретичні дослідження визначають позитивні відносини між декількома постачальниками капіталу фірмі й можливості зростання інноваційної фірми в процесі синдикованого фінансування.

Інший важливий елемент контрактної системи венчурного капіталу – це інтенсивний моніторинг портфельних фірм з боку інвестора. Венчурні капіталісти здійснюють моніторинг фірм формально за допомогою членства в раді директорів і за домовленістю з підприємцем, проводячи аналіз її операцій, а також неформально за допомогою постійних контактів з різними членами команди. Моніторинг являє собою особливу цінність для підприємця на ранніх стадіях розвитку фірми, коли венчурні капіталісти часто перебувають у щоденному контакті з фірмою й допомагають підприємцеві з вирішенням широкого кола питань – від набору персоналу до розвитку усіх бізнес-процесів, включаючи контакт з покупцями.

Існує декілька пояснень, чому саме конвертовані привілейовані акції при постадійному інвестуванні є оптимальними формами фінансування з погляду мінімізації агентських витрат і досягнення ефективних результатів. На думку багатьох зарубіжних дослідників венчурного фінансування, конвертовані привілейовані акції призводять до оптимального стимулювання підприємців і венчурних капіталістів здійснювати зусилля та зменшувати проблеми агента з приводу виходу з фірми.

Конвертовані привілейовані акції зменшують проблеми з вуалюванням балансу з метою створення видимості високої ліквідності в процесі

постадійного фінансування, зменшують агентські проблеми в процесі тристороннього укладення угоди, пов’язаної з продажем фірми. Крім того, конвертовані привілейовані акції забезпечують відповідні стимули в контексті існування двостороннього морального ризику, пов’язаного з імовірністю того, що саме існування контракту призведе до зміни поведінки однієї зі сторін контракту. Таким чином, як у “венчурних капіталістів”, так і в підприємців з’являються стимули забезпечити додаткову вартість венчурним фірмам.

У результаті використання конвертованих привілейованих акцій підприємець отримує стимулюючу компенсацію у формі опціону на акції (право купити або продати певну кількість акцій компанії впродовж конкретного строку за певною ціною). Крім того, використання конвертованих привілейованих акцій дає можливість “венчурним капіталістам” збільшити цінність своєї частки порівняно із часткою підприємця, отже, ціна виконання, за якою власник опціону може купити або продати цінний папір або інший актив, що лежить в основі опційного контракту, може бути занижена.

Таким чином, конвертовані контракти створюють для “венчурного капіталіста” стимули до продовження співпраці з підприємцем і оптимального фінансувати його проекту. Водночас окупність проекту для підприємця так само безпосередньо залежить від успішної комерційної діяльності проекту, що створює йому стимули для роботи.

Ще однією причиною використання конвертованих цінних паперів є їх зручність з погляду оподаткування, головним чином, податку на приріст капіталу, зважаючи на той факт, що агенти інвестування прагнуть реалізувати “повернення” інвестицій венчурного капіталу переважно через IPO. В американському контексті показано, що вихід на IPO має значну податкову перевагу з використанням конвертованих цінних паперів.

Висновки до розділу 2

1. Встановлено, що існують серйозні правові відмінності в інститутах, що забезпечують функціонування механізму фінансування національного венчурного бізнесу. Їх поділено на вісім груп: 1) відмінності, що визначаються ідеологією національного законодавства; 2) відмінності в особливостях законодавчого захисту прав інвесторів; 3) відмінності в усталених шляхом тривалої юридичної практики механізмах примусів до виконання зобов'язань (правозастосовна практика); 4) відмінності в законодавчих особливостях організації й функціонування ринку капіталу для фінансування малого бізнесу (акціонерне та банківське фінансування); 5) відмінності в особливостях законодавчо встановлених процедур фінансової та бухгалтерської звітності; 6) відмінності в законодавчо дозволених нормах і правилах інвестування коштів у високоризикові активи для інституціональних інвесторів (пенсійні фонди, страхові компанії тощо); 7) відмінності в законодавчих особливостях оподаткування на приріст капіталу; 8) відмінності в неформальних інститутах: статус венчурного бізнесу, неформальні соціальні мережі підприємництва, культура, а також норми етики й довіри у сфері неформального високоризикового фінансування та відносини підприємця з інвесторами.

2. За результатами дослідження встановлено три інституціональні моделі фінансування національного венчурного бізнесу. Перша (найефективніша) – американська фондова (ринкова) модель, заснована на фінансуванні акціонерного капіталу малого інноваційного бізнесу. Інші країни, в яких індустрія венчурного капітал розвивається, спочатку мали різні інституціональні особливості фінансової системи, що й вплинуло на розвиток і еволюцію їх індустрії венчурного капіталу. У Європі існує друга модель – банківська модель фінансування. У ряді європейських, зокрема в західноєвропейських, країнах домінує банківська модель фінансування

венчурного бізнесу. У цих країнах банківські кредити й інші форми боргових інструментів є основним джерелом фінансових коштів для молодих компаній. У країнах Азії й особливо в Японії існує третя – змішана – банківсько-корпоративна модель, де основними інвесторами молодих компаній є корпорації.

3. Відмітною особливістю інституту венчурного фінансування є агентські відносини фінансування, що виникають у процесі співпраці агентів і інноваційних компаній-початківців. Ключовими моментами ефективних агентських відносин є інститут довіри, інститут оцінювання експертиз, інститут зниження трансакційних витрат, інститут розподілу довіри між агентами, особлива бізнес-культура й етика.

4. З’ясовано, що держава в створенні та розвитку інституту венчурного фінансування відіграє найважливішу роль: забезпечує формалізацію діяльності основних агентів інвестування, створює умови, що стимулюють інвесторів спрямовувати свої кошти в інноваційні компанії, розробляє механізми зниження ризику. Держава забезпечує функціонування основних політичних інститутів, що створюють усі необхідні умови для довгострокового та стабільного розвитку інноваційного підприємництва й інноваційної економіки в цілому. Використовуючи як основний інструмент розвитку спеціальні державні програми, вбудовані в існуюче національне законодавство й економічну систему, уряд може створити інституціональне середовище для всіх суб’єктів інноваційної економіки – як агентів венчурного інвестування, так і інших залучених у цей процес сторін, включаючи уряд, науково-дослідні інститути та університети, малий венчурний бізнес, великі виробничі компанії тощо. Держава формує національне корпоративне законодавство в напрямі зближення з фінансовою системою та створення ринково-орієнтованої системи інноваційного бізнесу. Уряд може створити законодавство, що регулює приплив капіталу до венчурних фондів для всіх агентів венчурного інвестування.

5. Механізм венчурного фінансування, заснований на ефективних формальних і неформальних інститутах, створює такі ефекти: формування повного циклу фінансування венчурного бізнесу й перетворення його з високоризикового на стабільний інноваційний бізнес; зниження ризику, а також створення всіх необхідних стимулів для довгострокового інвестування; зменшення інформаційної асиметрії при пошуку та інвестуванні у високоризикові технологічні проекти; зниження рівня морального ризику, ризику опортуністичної поведінки, несприятливого відбору при відносинах інвестора, менеджера й розробника; оптимальне витрачання капіталу на високотехнологічні проекти для великих корпорацій і координація як агентів венчурного інвестування, так і інших суб'єктів інноваційної економіки.

6. На сьогодні венчурні фонди в Україні використовують 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 займаються переважно розробкою та виведенням на ринок наукоємної продукції на базі високих технологій, тому доволі часто можна спостерігати венчурне фінансування за кордоном з прямими інвестиціями в компанії саме технологічного сектора.

7. За результатами дослідження встановлено, що основним критерієм, на основі якого здійснюється відбір перспективних проектів для венчурного фінансування, є потенційна доходність цих проектів, але не менш важливим є людський фактор, тобто команда професіоналів, яка представляє цей проект. Звичайно, остаточне рішення приймають на основі сукупності факторів, враховують бізнесову та технологічну складові проекту, швидкість виведення на ринок реального продукту для споживання і його потрібність на ринку товарів, не залишаються поза увагою ринок, на який орієнтується проект, конкуренція на цьому ринку та партнери, з якими необхідно реалізувати цей проект, тощо.

8. Запропоновано методичний підхід до визначення структури венчурного циклу при фінансуванні інновацій. З’ясовано, що важливим аспектом венчурного бізнесу є вдосконалення структури процесу використання венчурного капіталу, тобто встановлення етапів інвестування капіталу та визначення послідовності дій, що повторюються від моменту вкладення коштів до завершення реалізації інноваційного проекту. Запропоновано нову характеристику процедури венчурного фінансування – венчурний цикл. Розкриття сутності циклу й більш точне визначення його основних стадій дає можливість венчурному інвестору детально визначити оптимальний момент вкладення коштів, здійснювати процедуру контролю, а отже, знижувати ризик процесу інвестування капіталу.

9. Запропоновано методичний підхід до впровадження механізму венчурного фінансування, який складається з таких елементів, як джерела венчурного капіталу, механізм акумуляції ресурсів, механізм розподілу акумульованих ресурсів, механізм контролю та повернення інвестицій. Доведено, що венчурний капітал є основою механізму венчурного фінансування, принципова схема якого полягає в такому: венчурний фонд або управляюча компанія від його імені придбають частку в молодій компанії, що швидко зростає, за мінімальною вартістю і вводить до її органів управління своїх представників, які є, як правило, професійними менеджерами. З’ясовано, що на ефективність венчурних проектів впливає глибина реалізації інновації, що визначає така стадія реалізації інновації, наприкінці якої здійснюється виведення капіталу з інноваційного проекту. Тому глибину реалізації інновації запропоновано розглядати як змінний параметр стратегії виведення венчурного капіталу, що підлягає вибору. Механізм венчурного фінансування базується на формуванні оптимальної взаємовигідної для учасників венчурного інноваційного проекту стратегії виведення капіталу.

10.Відповідно до способів накопичення та інвестування венчурного капіталу визначено економічні характеристики венчурного бізнесу, що дає

змогу інноваційним фірмам використовувати найбільш привабливий варіант фінансування, а інвесторам – знизити ступінь ризику шляхом розподілу витрат на різних стадіях інноваційної діяльності. Визначено, що основними характеристиками для існування венчурного бізнесу в Україні є: присутність духу підприємництва і схильність до ризику; високий рівень освіти населення; наявність численних науково-дослідних інститутів; постійне зростання кількості приватних малих та середніх підприємств; збільшення попиту на фахівців інженерної спеціальності останніми роками; високий кваліфікаційний рівень трудових ресурсів і їх схильність до вдосконалення та опанування нових ланок; наявність галузей, що мають потенціал зростання й велику кількість перспективних проектів.

РОЗДІЛ 3
РОЗРОБКА КОНЦЕПЦІЇ РОЗВИТКУ НАЦІОНАЛЬНОЇ СИСТЕМИ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

3.1. Удосконалення інституту фінансування венчурного бізнесу

Конкуренція, зумовлена інтенсифікацією науково-технічного прогресу, що є безпосереднім елементом інноваційної економіки, вимагає впровадження й розвитку відповідних інститутів, що забезпечують ефективну взаємодію господарюючих суб'єктів у нових умовах. Здатність української економіки до адаптації в умовах постійних технологічних змін безпосередньо залежить від імплантації й розвитку таких інститутів, які на всіх рівнях – від окремих індивідів до організацій – здатні забезпечити стимулювання взаємодії всіх агентів інноваційної економіки: національного уряду, національних дослідницьких університетів, фінансових інститутів, приватних фірм тощо.

Процес еволюційного розвитку нових інститутів передбачає безпосередній зв'язок із цілеспрямованим і ретельно відпрацьованим упровадженням механізмів регулювання і примусу до виконання зобов'язань сторін. Саме механізми примусу до виконання здійснюють безпосередній вплив на характер діяльності професійних організацій і груп спеціальних інтересів. Необхідність розвитку формальних інститутів української інноваційної економіки, що формується, вимагає від держави відповідних механізмів їх підтримки, зокрема, таких як незалежна судова система, державні гарантії дотримання прав господарюючих суб'єктів тощо.

Стан сучасної української індустрії венчурного бізнесу не відповідає потребам розвитку інноваційної економіки. Неефективні інститути, що стихійно виникли на початку 90-х рр. XX ст., перешкоджають розвитку

інвестиційно-фінансового механізму, що підтримує технологічні компанії-початківці на ранніх стадіях. Найважливішою причиною нездатності використати адекватні потребам інноваційних підприємств механізми фінансування є нерозвиненість інституціональної системи, результатом чого стає конфлікт інтересів держави й бізнесу, відсутність стимулів до розвитку інноваційного потенціалу вітчизняної економіки.

Для створення конкурентоспроможного й ефективно діючого вітчизняного венчурного бізнесу як структурного елементу інноваційної економіки необхідні базові інститути інноваційної економіки, що забезпечують взаємодію всіх агентів державного й приватного сектора економіки в процесі повного циклу виробництва інновацій: від генерації фундаментальних ідей до організації дрібно- і крупносерійного виробництва інноваційної продукції. Разом із базовими інститутами, що створюють середовище для індустрії венчурного бізнесу, потрібні й інститути, що безпосередньо впливають на функціонування інвестиційно-фінансового механізму венчурного бізнесу й мобілізації, що виконують функції перерозподілу, інвестування та отримання доходу від венчурного капіталу.

Проблеми розвитку інституціонального середовища венчурного бізнесу полягають, на нашу думку, у такому:

1. Недосконаліть інституту інтелектуальної власності. Існуюча законодавча система захисту інтелектуальною не дає змоги забезпечити ефективне регулювання відносин розробників інтелектуальної продукції та керівництва підприємства і при створенні об’єктів інтелектуальної власності на підприємстві вирішити проблеми придбання, передачі й оплати майнових прав, а також справедливих виплат роялті за використання об’єктів інтелектуальної власності, створених на кошти держави. Крім того, існують численні проблеми комерційного використання інтелектуальної, промислової власності як майна (нематеріальних активів) підприємства. Додатковими є і фінансово-економічні проблеми використання результатів інтелектуальної власності й організації її бухгалтерського обліку, які включають:

інвентаризацію об’єктів інтелектуальної власності, підтвердження прав власності, оцінку інтелектуальної власності, бухгалтерський облік і аудит інтелектуальної власності, а також спеціальний режим оподаткування на продукцію, створену з використанням інтелектуальної власності.

2. Неефективність антимонопольного законодавства. Відсутність прозорої системи контрактних, субпідрядних відносин між державою і малим венчурним бізнесом. Найважливішою проблемою в українському законодавстві є непрозорість контрактних відносин і конкурсного відбору інноваційних проектів в органах влади при державних замовленнях. На сьогодні не існує прозорого механізму контрактних відносин по державних замовленнях, як і чітких критеріїв відбору проектів. Держава сьогодні не сприяє створенню конкурентного середовища між розробниками за державні замовлення, що стає сприятливим для корупції та, як наслідок, відсутності довіри між підприємцями й органами влади.

3. Відсутність нормативно-правової бази, яка б визначала статус інноваційного венчурного бізнесу в межах співпраці науково-дослідних організацій і промислових компаній.

4. Неадекватність корпоративного законодавства потребам розвитку інноваційного венчурного бізнесу.

Проблеми прямих інститутів венчурного фінансування. Сьогодні законодавство, що регулює інститут венчурного інвестування в Україні, все ще перебуває на стадії формування. Його статус визначається базовими нормативно-правовими актами, що регулюють інвестиційну сферу діяльності в країні. Поруч із законодавчими актами, на формування й функціонування механізму венчурного фінансування впливають нормативно-правові акти органів державної влади всіх рівнів. У законодавстві досі не розмежовано визначення термінів “капіталовкладення” і “інвестиції”, що підриває права й інтереси інвестора, а отже, не може не позначитися негативно на оцінюванні іноземними інвесторами правової бази інвестиційної діяльності в Україні. Загалом чинне російське законодавство, що визначає регуляторний інститут

венчурного фінансування недостатньо пристосований до потреб венчурного бізнесу. Корпоративне законодавство України не забезпечує повноцінного захисту прав інвесторів і не дає змоги сформувати необхідні для венчурного інвестування контрактні відносини інвестора й підприємця. Між тим, статутний капітал у більшості компаній є символічною величиною, а його багатократне нарощування пов'язане зі значними витратами.

Через це багато інвесторів стикаються з пропозицією розподіляти обсяг вкладень на порівняно невеликий обсяг власне інвестицій, що відповідає їх частці в капіталі нової компанії, й основну частку фінансування, що оформляється як довгостроковий кредит. Такий підхід може не відповідати принципам інвестиційної політики багатьох фінансових інститутів, і переговори можуть бути перервані вже на початковій стадії. Водночас пропозиції інвестора передбачити конвертацію в майбутньому довгострокового кредиту в акції нової компанії може виявитися неприйнятним для авторів проекту (засновників компанії).

Проблеми підвищення капіталізації компанії також багато в чому зумовлені непрозорістю бізнесу в Україні. Агент венчурного інвестування ("венчурний капіталіст") вимагає від принципала (підприємця) прозорості як фінансової звітності його компанії, так і всіх необхідних процедур корпоративного управління (зокрема участь агента в раді директорів компанії, чітке розмежування повноважень тощо). В Україні засновникові компанії такі процедури здаються урізуванням його впливу на бізнес і зайвою бюрократією. У зв'язку із цим агенти інвестування венчурного капіталу стикаються з проблемою проведення процедури, в ході якої визначають вартість бізнесу, оцінюють фінансовий стан компанії і юридичні ризики.

Відсутність можливості ефективно розподілити частку власності в підприємстві й визначити всі необхідні процедури управління для агента інвестування породжує, на нашу думку, такі основні негативні ефекти:

1. Ризик опортуністичної поведінки однієї зі сторін (підприємця як принципала або інвестора як агента) у разі зміни комерційних перспектив компанії. Наприклад, при різкому погіршенні ринкової кон'юнктури інвестор може не надати вже обіцяні кошти, а засновник компанії – передати частину ноу-хау конкурентам.

2. Незгода сторін щодо розділу виручки при "виході" з компанії, її ліквідації або продажу. Імовірність конфлікту особливо висока, якщо виручка не відповідає прогнозним показникам, а первинна сума й обумовлений відсоток можуть бути повернені інвесторам лише на шкоду іншим сторонам.

3. Ризик "розмивання" частки якої-небудь сторони, коли вона може значно скоротитися при отриманні чергового раунду фінансування з інших джерел (особливо у разі сильного зниження вартості компанії).

4. Інвестор стає міноритарним акціонером у результаті початкових умов угоди або ж у процесі "розмивання", і в ході цього він втрачає ряд позицій у контролі над проектами. Ця ситуація може бути використана іншими акціонерами проти нього.

5. Високий моральний ризик при відносинах принципала (підприємця) й агента інвестування на стадії після укладення контракту, що збільшує й рівень невизначеності для агента. Фактично йдеться про постійний пошук компромісу між збереженням конкурентоспроможності та підвищенням вартості компанії.

Результатом недосконалого корпоративного законодавства стає взаємна недовіра між агентом і принципалом, схильність до корупції при прийнятті рішення, здороження проектів, тривалі процедури аналізу й затвердження. Інноваційну компанію, що інвестується, часто не вдається представити як повноцінний об'єкт для інвестицій, що або спричиняє необхідність платити занадто високу "ціну" за інвестиції, або є причиною невдачі переговорів з інвестором.

Додатковою перешкодою на шляху розвитку ефективного інституту венчурного фінансування є відсутність у чинному законодавстві України необхідних правових норм, що дають змогу українським інвестиційним компаніям здійснювати ефективне податкове планування. Практика інвестування показує, що правове й податкове середовище в інвестиційній сфері не стимулює створення венчурних фондів в українській юрисдикції і знижує їх активність в Україні. Головний акцент при створенні стимулюючого податкового режиму для венчурної індустрії необхідно робити на перенесенні податкового тягаря з компаній, що інвестуються, на інвесторів. Але при цьому самі фонди й інвестори не повинні ставати об'єктами надмірного оподаткування.

Класична схема венчурного фонду, що використовується в різних зарубіжних країнах, насамперед у США і Великобританії, припускає створення фонду у формі обмеженого партнерства, де венчурні інвестори є вкладниками у формі "обмежених партнерів", а управляюча компанія – "генеральним партнером".

Американське товариство з обмеженою відповідальністю прозоре для цілей сплати податків, і всі податки на результати його діяльності сплачуються тільки один раз вкладниками особисто. За чинним законодавством України, командитним товариством є товариство, у якому разом з учасниками, які здійснюють від імені товариства підприємницьку діяльність і солідарно несуть додаткову (субсидіарну) відповідальність за зобов'язаннями товариства усім своїм майном (повними учасниками), є один чи кілька учасників (вкладників), які несуть ризик збитків, пов'язаних із діяльністю товариства, у межах сум зроблених ними вкладів та не беруть участі в діяльності товариства.

У США венчурні фонди – це партнерства, що розміщуються саме серед таких інвесторів, завдяки чому вони звільняються від держрегулювання, спрямованого на захист прав інвесторів. Увесь тягар з оцінювання якості інвестиційної пропозиції лягає на самих партнерів.

Проводячи аналіз когнітивних інститутів венчурного фінансування, необхідно розглянути стан неформальних комунікативних соціальних мереж і перспективи їх розвитку. Українська політика приватизації і ліберальних реформ привели до жорстокого руйнування як існуючих великих організацій промислових підприємств, регіональних і індустріальних мереж, так і професійних асоціацій. Проте ті підприємства, які залишилися, не є конкурентоспроможними й не генерують інновації.

Завдання, поставлене Урядом України, з модернізації економіки й переходу на інноваційний шлях розвитку та скорочення частки експорту сировинних товарів у структурі ВВП не може бути вирішене без створення взаємозв'язаного комплексу високотехнологічних виробництв і механізмів його регулювання. У зв'язку з цим створення нових підприємницьких мереж і кластерів має стати першочерговою метою для Уряду України. Це може збільшити розмір особистих мереж упродовж часу.

Сьогодні в Україні не існує домінуючого принципу організації мереж, які змогли б структурувати зв'язки між її членами. Українські підприємницькі мережі характеризуються більшою ієрархічністю, виходячи з впливу і статусу їх членів, меншою щільністю й великими структурними дірками, що визначають як відсутність зв'язку між двома контрагентами.

Українські зв'язки відрізняються короткочасністю, слабкістю в інтенсивності і частотою взаємодії між членами мереж, контакти агентів ізольовані й не спрямовані на максимізацію прибутку. Це породжує велику дистанцію у відносинах членів мереж. Як результаті – відсутній взаємні зобов'язання й довіра в міжособистісних відносинах, не розвинені механізми соціального контролю та соціальних санкцій. Агенти взаємодії вимушені покладатися більше на "механічні" облаштування контролю й моніторингу, що, у свою чергу, призводить до високих витрат, заснованих на збільшення соціальних зобов'язань. Водночас соціальні санкції, що використовують для покарання за девіантну поведінку, менш ефективні, а отже, мережі більш автономні від загального економічного розвитку.

Відсутність розвинених неформальних мереж взаємодії безпосередньо впливає на процес взаємодії розробників та інвесторів венчурного капіталу, внаслідок чого утворюються декілька негативних ефектів. По-перше, в таких умовах витрачання на пошук потенційно прибуткових технологічних розробок значно вище, ніж у країнах з розвиненими зв'язками. Незважаючи на те, що сьогодні в Україні існують багато перспективних технологій і науково-технічних розробок, вони не відповідають вимогам венчурних інвесторів, оскільки створені у вітчизняних НДІ, які не інтегровані в ці мережі і, відповідно, не можуть дотримуватися стандартів західних технологій.

По-друге, в агентів венчурного інвестування відсутній доступ до контролю за розробкою перспективних технологій, що призводить до того, що "венчурні капіталісти" не можуть оцінити комерційний потенціал технологій, які розробляють, у майбутньому через декілька років, відповідно, не можуть здійснювати інвестиції в технологічні проекти на тривалий період часу.

По-третє, відсутність розвинених каналів збуту високотехнологічної продукції, оскільки у венчурних капіталістів в Україні немає розвинених механізмів взаємодії з корпоративними клієнтами. У країнах з розвиненою національною інноваційною системою розвинені мережі забезпечують агентів венчурного інвестування ефективними каналами інформації про збут продукції фірми.

По-четверте, відсутність поруч з агентами венчурного інвестування таких додаткових агентів взаємодії, що сприяють розвитку компаній-початківців, як юридичні фірми, що вирішують питання захисту інтелектуальної власності; консалтингові фірми, що ведуть бухгалтерський облік; рекрутингові агентства, що наймають персонал тощо.

Крім нерозвинених мереж взаємодії є проблема нерозвиненої технологічної інфраструктури підтримки венчурного бізнесу в Україні. Сьогодні в деяких регіонах країни вже існує первинна інноваційна

інфраструктура у вигляді бізнес-інкубаторів і додаткових їм науково-технічних комплексів, що формуються. Проте ця інфраструктура не відповідає всім необхідним потребам розвитку інноваційного бізнесу, а саме: немає достатньої кількості конкурентоспроможних бізнес-інкубаторів, щоб надати всі необхідні умови для розвитку високотехнологічного бізнесу, у тому числі оснащеність науково-дослідним і дослідно-конструкторським устаткуванням, і пільгові умови доступу до нього, відсутні консалтингові агентства й необхідні зв'язки з постачальниками тощо.

У результаті нерозвиненої інфраструктури в Україні вартість розробки зазвичай нижча, а витрати з організації масового виробництва у зв'язку зі зношеністю виробничих ліній і необхідністю придбавати майже 100% необхідного устаткування вищі, як і частка витрат з просування на ринок готової продукції.

Особливості національної підприємницької культури та психології відбиваються на моделях підприємницьких мереж і відносин, що різняться, зокрема розмір мережі, щільність, сила зв'язку і довіра серед членів мережі, у тому числі особливості неформальних відносин між принципалом і агентом в українському венчурному бізнесі.

Національний менталітет, зумовлений особливостями українського культурного розвитку, ліг в основу управлінської та корпоративної культури, сформувавши її цінності й етику. Одна з особливостей російської підприємницької культури проявилася в незбіганні загальних цінностей і норм поведінки, необхідних для взаємодії принципала (підприємця) і агента венчурного інвестування ("венчурного капіталіста").

Венчурне інвестування – це тривалий процес, що розпочинається зі знайомства інвестора й підприємця та триває у вигляді подальших зустрічей для обговорення деталей. У ході тривалих контактів агенти інвестування прагнуть отримати максимальну інформацію про потенційні можливості підприємця, його репутацію, комерційні досягнення в попередніх підприємницьких проектах, зв'язки в діловому середовищі тощо.

“Венчурний капіталіст” має прагнути оцінювати команду, яка працює в проекті, тобто для нього “первинною” є оцінка людського капіталу компанії, їх підприємницьких талантів і компетенцій, знання технологічних процесів, на основі яких фірма випускає й реалізує свою високотехнологічну продукцію.

В Україні не розвинена культура ризику й ризикового інвестування загалом, а статус підприємця в Україні не підтримує більшість суспільно-політичних структур. Сьогодні тільки починають формуватися неформальні об’єднання приватних інвесторів, так званих “бізнес-янголів”. Проте їх кількість незначна, як і обсяги інвестицій, що надають приватні інвестори, а структура цих професійних об’єднань непрозора. Ці об’єднання представляють, в основному, інтереси іноземних інвесторів. Відсутні тісні неформальні відносини “бізнес-янголів” (добровільних інвесторів) і підприємців. Те, що в західній літературі прийнято називати “FFF”, коли ідеї підприємця фінансують “друзі, сім’я”, що приводить до того, що проекти на ранніх стадіях, коли в розробника є тільки ідея, не фінансуються.

Результатом структури неформального інституту венчурного фінансування, що не сформувалася, в Україні стає відсутність довіри між агентами інвестування і принципалами в особі підприємців, високий ризик опортуністичної поведінки принципала (“бізнес-ангели” переживають чималий ризик, вкладаючи кошти в новий проект, оскільки немає гарантій того, що кошти інвестора не будуть втрачені) і високий рівень невизначеності. Відсутність інтенсивної взаємодії між агентами, як наслідок, приводить до нерозвиненості процедурних механізмів взаємодії між розробниками й інвесторами. Розробники погано представляють структуру витрат на розробку й просування продукту на ринок. Підприємці не розділяють цінностей “венчурних капіталістів”, а “венчурні капіталісти” розглядають підприємців як опортуністів, відповідно не можуть ставитись до них як до надійних і рівноправних партнерів по бізнесу.

Діяльності венчурних і інвестиційних структур в Україні довіряють не більше ніж 23% інноваційних компаній. Водночас 77% представників інвестиційного співтовариства не мають довіри до венчурних фондів і їх діяльності. Фонди й організовувані ними заходи розглядають швидше як майданчики для спекулянтів, які бажають нажитися на підприємствах, що мають у своєму арсеналі оригінальні науково-технічні розробки й перебувають у складному економічному становищі.

Наслідком відсутності налагоджених процедурних механізмів взаємодії принципала й агента венчурних інвестицій є високі трансакційні витрати на пошук інформації про потенційних реципієнтів інвестицій. Як результат – розробники не знають критеріїв відбору проектів, а інвестори не бачать комерційно привабливих технологій.

Відсутність розвинених інститутів, що координують механізм фінансування венчурного бізнесу в Україні призводить до того, що виконання домовленостей між окремими агентами інвестування і принципалами забезпечується, в основному, приватно, тобто або взагалі без використання легального арбітражу й судової системи, або з використанням їх як формального прикриття. Відносини між економічними агентами в сучасному венчурному бізнесі ґрунтується на принципі належності кожного суб’єкта до тієї або іншої групи, яка й бере на себе роль гаранта виконання домовленостей. Інформація про реальне фінансове становище підприємства, як правило, у своєму поширенні обмежується членами тієї самої групи й ретельно оберігається від зовнішніх щодо неї підприємств та інститутів. Це стосується й питання реальних власників, схеми організації управління й фінансових потоків тощо – уся відповідна інформація, як правило, закрита для тих, хто не входить до вузького кола втаємничених.

Дефіцит довіри в сучасному венчурному бізнесі має системний характер. Оскільки гарантією виконання господарських зобов’язань є не державна машина, а власні сили й можливості економічних агентів, які з природних причин є обмеженими, виникає ситуація системного дефіциту

довіри. Власники й підприємці не вірять державі, державні органи – бізнесу. Банки не довіряють “венчурним капіталістам”, розробникам і підприємцям, а “венчурні капіталісти” – вітчизняному капіталу й вітчизняним підприємцям.

Водночас дефіцит довіри призводить до того, що межі господарського планування для кожного з економічних суб’єктів неминуче звужуються, а їх можливості – скорочуються. Довгострокові інвестиції можливі тільки для найпотужніших і найупевненіших у своїй неофіційній силі та впливовості структур, але й для них вони пов’язані з дуже високими ризиками, що майже виключає залучення для інвестиційних потреб довгострокових позикових коштів з приватних джерел на прийнятних умовах. Для переважної ж частини венчурного бізнесу строки конкретного господарського планування, а також окупності інвестицій скорочуються до півтора-двох років, що практично унеможливлює їх вихід на перспективні високотехнологічні ринки й отримання подальшого фінансування.

3.2. Концептуальні засади розвитку системи венчурного інвестування

Серед сформованих інститутів, здатних забезпечити ефективний механізм венчурного фінансування, протягом майже 20 років поступово з’являлися різні фінансові агенти, що декларують своїми цілями пряме й венчурне інвестування в інноваційні компанії-початківці. Європейський банк реконструкції і розвитку на зустрічі міністрів країн “Великої вісімки” іноді приймає рішення про організацію регіональних венчурних фондів у різних країнах. ЄБРР виділяє на цю програму кошти в партнерстві з країнами-донорами (Франція, Німеччина, Італія, Японія, США, Фінляндія, Норвегія і Швеція), які виділяють кошти також у вигляді безвідплатних позик. Регіональний венчурний фонд капіталізується певним чином: певна сума

коштів призначається для інвестування, а інша – для використання як технічної допомоги на утримання управляючої компаній, зокрема, для покриття витрат, пов'язаних з функціонуванням управляючих компаній і підготовкою відібраних вітчизняних фірм до отримання інвестицій, у тому числі технічну допомогу проінвестованим компаніям.

Ці додаткові кошти виділяє уряд тієї країни, звідки походить компанія або консорціум, що складається з компаній того або іншого регіону. Офіційну мету створення фондів задекларовано як сприяння зміцненню підприємств, що приватизувалися, за допомогою прямих інвестицій в акціонерний капітал. Фонд повинен здійснювати інвестиції в певному розмірі.

Слідом за ЄБРР, завдяки якому формується ринок прямих приватних і венчурних інвестицій в Україні, з'явилася Міжнародна фінансова корпорація – інвестиційний підрозділ Світового банку, що спеціалізується на фінансуванні приватного сектору в країнах з перехідною економікою.

Солідність фондів і надійність вкладення в них капіталів забезпечується гарантіями, що захищають акціонерів від можливої втрати капіталів. Проте наявність цих гарантій накладає певні обмеження на здійснювані фондами операції. Разом із загальновизнаними обмеженнями, пов'язаними з недопущенням шкоди довкіллю, здоров'ю, добробуту та правам людини, існує заборона інвестицій у проекти, що завдають збитків торгівлі, комерційним зв'язкам і зайнятості населення США. Більше того, перед схваленням інвестиційного проекту оцінюють його узгодженість з економічними та зовнішньополітичними інтересами США.

Таким чином, діяльність фондів цієї групи враховує національні інтереси капіталів, які сформували їх, що ніскільки не зменшує її значення для підтримки економіки та просування на ринок держави технологій венчурного бізнесу.

Галузеві переваги фондів цієї групи багато в чому збігаються з фондами ЄБРР: сільське господарство й харчова промисловість, споживчі

товари та послуги, телекомунікації, будівництво, фармацевтика тощо. Окремо в цій групі стоїть Фонд оборонних підприємств, основне завдання якого – надання допомоги новим незалежним державам – Росії, Україні, Казахстану і Білорусії в проведенні приватизації оборонних підприємств і конверсії військових технологій та виробничих потужностей.

Фактично фонд здійснює співінвестування спільних конверсійних проектів оборонних підприємств з обов'язковою участю зарубіжних партнерів відповідного профілю.

Упродовж 2000-х рр. іноземні фонди прямих і венчурних інвестицій, утворені в Україні на початку XXI ст., домінували на ринку прямих і венчурних інвестицій. Частка українського капіталу останніми роками лише трохи збільшилася. При цьому іноземні фонди орієнтовані переважно на сектор прямих приватних інвестицій на стадії розширення й реструктуризації бізнесу.

У цих умовах діяльність іноземних структур фінансування вітчизняного венчурного бізнесу відрізняється непрозорістю і низьким впливом на його розвиток у межах національної економіки. Характерними рисами "непрозорості" механізмів фінансування вищезгаданих структур є невідповідність цільового сегмента інвестицій регіональних венчурних фондів ЄБРР цільовим сегментам "класичного" венчурного фінансування. Значну частину коштів фондів ЄБРР спрямовано у формі прямих приватних інвестицій на підтримку середніх і великих підприємств, що використовують традиційні технології.

Згідно з даними за галузевим розподілом прямих і венчурних інвестицій, найбільший обсяг інвестицій іноземними фондами зроблений у галузі споживчого ринку й телекомунікацій. При цьому більшість телекомунікаційних компаній використовує технології, що імпортуються. Головна причина такої орієнтації є розвиток переважно галузей сировинної промисловості, споживчого сектору, нерухомості й торгівлі, що створюють умови для великої кількості потенційно рентабельних вкладень, а

слаборозвинені високотехнологічні галузі не здатні принести своїм інвесторам доходи вищі за середній рівень.

Проте, частка венчурних інвестицій у загальному обсязі капіталу зарубіжних фондів усе-таки є, хоча й незначна. Механізм венчурних інвестицій іноземними фондами має певну специфіку в Україні й можна виділити високотехнологічні галузі, найпривабливіші для зарубіжного венчурного капіталу в Україні: 1) компанії інтернет-бізнесу; 2) виробництво програмного забезпечення; 3) сектор комп'ютерних ігор; 4) телекомунікації; 5) біотехнологія, нанотехнології і приладобудування.

Основною стратегією іноземних фондів прямих і венчурних інвестицій в українському секторі виробництва високотехнологічної продукції є купівля вже існуючих українських компаній з метою подальшого їх перепродажу більшим компаніям, у тому числі й зарубіжним.

Основними суб'єктами фінансування високотехнологічних венчурних проектів за такою схемою в Україні виступає ряд іноземних венчурних фондів, а також змішаний іноземний і вітчизняний капітал.

"Бізнес-янголи", що фінансують вітчизняний венчурний бізнес, також непрозорі, оскільки немає точних даних про обсяг і належність їх інвестиційного капіталу. На нашу думку, значний обсяг коштів, зосереджених у цих структурах, належить іноземним інвесторам. В Україні цей сектор перебуває на початковій стадії розвитку. "Бізнес-янголи" ще не ідентифіковані як суб'єкти економічного життя ні державою, ні суспільством. Багато фізичних і юридичних осіб, які могли б стати "бізнес-янголами", інвестуючи в перспективні проекти, ще не усвідомлюють, що це високоприбутковий інвестиційний сектор, дохідність від вкладення в який перевищує дохідність від вкладення в нерухомість, у споживчий сектор, в акції сировинних компаній. Причина – роз'єднаність існуючих нині "бізнес-янголів", недостатній обсяг інформації про їх діяльність і "історії" успіху.

Зарубіжні корпоративні венчурні фонди здійснюють пошук перспективних технологій на території України для їх подальшого

трансферту за кордон або інвестиції в українські технологічні компанії з метою продажу великим іноземним інституціональним інвесторам.

Враховуючи сучасний стан цієї сфери діяльності, з метою налагодження венчурного бізнесу, каналів венчурного інвестування, пропонуємо Концепцію розвитку національної системи венчурного інвестування, яка має містити систему поглядів на певне явище; спосіб розуміння, тлумачення якихось явищ. Крім того, запропонована концепція визначає стратегію дій, тобто послідовність реалізації якогось проекту. Таким чином, можна стверджувати, що Концепція розвитку національної системи венчурного інвестування – це комплексна система поглядів на економічні інтереси у сфері венчурного інвестування, принципи, методи, засоби та способи їх реалізації. Основною метою розробки цієї Концепції має стати розвиток необхідних елементів національної системи венчурного інвестування та сприяння їх розвитку з боку держави шляхом забезпечення адекватного правового та економічного середовища. Оскільки ми говоримо про систему венчурного інвестування, то слід зазначити, що вона охоплює не тільки венчурні фонди, інвесторів, компанії та підприємства, а й фондовий ринок (як варіант “виходу” інвестицій), ринок інновацій (де встановлюється попит і пропозиція на об’єкти інвестування), ринок венчурного капіталу (що є специфічним видом капіталу, який проходить декілька життєвих фаз і повинен відтворюватись). Тому розвиток системи венчурного інвестування передбачає забезпечення розвитку фондового ринку, запровадження законодавчих та економічних заходів щодо стимулювання розвитку інституту первинного публічного розміщення акцій (IPO) на фондовому ринку, створенню структурних елементів фондового ринку – електронних бірж, проведенню венчурних ярмарків тощо.

Основні завдання, що мають бути передбачені Концепцією: створення сприятливих умов для розвитку науково-технічного й інноваційного підприємництва та механізмів, що забезпечують залучення інвестицій у наукоємні інноваційні проекти, що реалізуються венчурними

підприємствами; забезпечення на законодавчому рівні захисту прав венчурних інвесторів та стимулювання їх діяльності; створення найсприятливіших фінансових, кадрових, організаційних та нормативно-правових умов для венчурного інвестування інноваційних проектів, що забезпечать підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товарів на світових ринках; залучення в господарський оборот інвестиційних ресурсів заощаджень населення.

Запропонована Концепція розвитку національної системи венчурного інвестування має певну структуру (рис. 3.1). Концепція складається із чотирьох етапів, кожен з яких пояснює терміни, явища, процеси, пов’язані з розвитком системи венчурного інвестування, тобто шляхи реалізації запропонованих заходів, що і як саме буде здійснено і які матиме результати.

Реалізація заходів, передбачених Концепцією, дасть змогу отримати позитивні результати, які полягатимуть у такому: зниження падіння числа малих підприємств, що приведе до збільшення кількості робочих місць у сфері наукоємного виробництва; збільшення обсягу інвестицій в основний капітал (останні два роки він перебуває на рівні 13–16% ВВП, тоді як у країнах ЄС цей показник становить мінімум 30%); підвищення частки інноваційно активних підприємств у промисловості; збільшення частки інноваційної продукції в прирості валового внутрішнього продукту; зниження відтоку капіталу за кордон і формування умов для його повернення та інвестування у вітчизняну економіку; активізація залучення об’єктів інтелектуальної власності, матеріальних, фінансових і кадрових ресурсів для забезпечення технологічного розвитку національної економіки.

Відомо, що венчурне інвестування є одним з основних інструментів забезпечення інноваційного розвитку економіки шляхом активного інвестування та підтримки бізнесу з високим потенціалом зростання в існуючих і новостворюваних секторах промисловості та сфери послуг, а відтак, підвищує її конкурентоспроможність та забезпечує економічну безпеку.

Рис. 3.1. Концепція розвитку національної системи венчурного інвестування *(розроблено автором)*

Проаналізувавши правові основи забезпечення венчурного інвестування в Україні, можна зробити висновок, що вітчизняне законодавство в цій сфері є досить недосконалим, і навіть більше того, таким, що не визначає основних умов здійснення венчурних інвестицій, їх основного призначення (інноваційної спрямованості) та всіх учасників, необхідних для успішного функціонування системи венчурного інвестування.

Для реалізації Концепції розвитку національної системи венчурного інвестування пропонуємо створити Венчурний інноваційний фонд (ВІФ) як

інструмент державної підтримки венчурного інвестування в Україні. Основною метою його діяльності буде формування інфраструктури для залучення в науково-технічний сектор економіки України приватних інвестицій. Для формування організаційної структури системи венчурного інвестування ВІФ може виступати співзасновником комерційних венчурних фондів в Україні з метою розподілу їх інвестиційних ризиків.

У межах програми ВІФ передбачено, що державно-приватні венчурні фонди реєструватимуться у формі договорів простих товариств. Цей шлях, на нашу думку, один із найзручніших для приватних інвесторів, оскільки форми закритого пайового інвестиційного фонду (ЗПІФ) на той час не існувало.

Робота регіональних венчурних фондів може виявити певні труднощі, передусім дефіцит проектів у регіонах, у яких працює фонд. Як результат – у деяких випадках діяльність венчурних компаній штучно (через відкриття представництва) переноситься у відповідний регіон; малий розмір деяких фондів першої черги, через що вони стають непривабливими для управляючих компаній, інвестори не бачать можливості покриття витрат на управління фондом або управляючої компанії, починають орієнтуватися на “дешевих” фахівців недостатньої кваліфікації; труднощі із залученням приватного капіталу до фондів через недосконаліть правової форми ЗПІФ; неадекватність команд щодо якості фахівців (кваліфікації та успішного досвіду інвестиційного менеджменту), а також якості роботи (перевантаження проектами). Крім того, через відсутність розвиненої мережі і недостатність власних коштів регіональні фонди можуть фінансувати проекти на пізній стадії розвитку і в традиційних галузях економіки.

З метою ведення інвестиційної і зовнішньоекономічної діяльності з реалізації проектів у сфері нанотехнологій в Україні та за кордоном, у тому числі за участю іноземного капіталу, має бути створена Держкорпорація “Укрнанотех” (Укрнанотех). Основна діяльність Корпорації – співфінансування в інвестиційні проекти спільно з приватними інвесторами. Серед інструментів, що може використовувати ДК “Укрнанотех”, можна

виділити: участь у статутному капіталі юридичних осіб, венчурних і пайових інвестиційних фондів, що інвестують кошти в проекти у сфері нанотехнологій, у некомерційних організаціях, що створюються з метою розвитку нанотехнологій; надання грошових коштів у формі позик на пільгових умовах, придбання облігацій і конвертованих боргових зобов'язань, надання поручительств за кредитами та іншими зобов'язаннями, а також здійснення лізингових операцій; укладення договорів з юридичними й фізичними особами на виконання проектів (для НДДКР); надання грошових коштів у вигляді грантів; надання грошових коштів у вигляді грантів у більшому розмірі – за рішенням Наглядової Ради.

У роботі з підбору проектів для фінансування і виведення їх у бізнес-напрями можна використовувати метод "Форсайт" для визначення того, в яких секторах, які технології і продукти вже існують, а які ще належить створити. Таким чином Укрнанотех визначатиме галузевий попит на інновації. Крім того, Укрнанотех може використовувати експертну оцінку провідних експертів у сфері нанотехнологій у межах існуючої структури вітчизняних наукових організацій.

Особливостями діяльності вітчизняних венчурних фондів, на нашу думку, є:

1. Більшість проектів не є технологічними, відповідно, ризик їх фінансування пов'язаний не з комерційною перспективністю технології, що розробляється ними, а з відсутністю бізнес-плану та чіткої опрацьованості.

2. Вартість технологічних проектів в Україні значно вища через нерозвиненість інфраструктури й неформальних мереж взаємодії і, як наслідок, високих витрат. Створюючи в Україні нову компанію, венчурні фонди стають для неї ще й інкубатором, надаючи самостійно менеджмент НДДКР, бухгалтерські, юридичні й адміністративні ресурси. Що стосується західних моделей організації венчурної справи, то там багато що віддане фондами на аутсорсинг. Через нерозвиненість неформальних комунікативних

мереж в Україні сьогодні аутсорсинг є або занадто ризикованим, або дуже дорогим.

3. Відсутність механізму контрактних відносин і розподіл часток у венчурному бізнесі призводять до нездатності об'єктивного оцінювання вкладу різних сторін, у тому числі й розробника в проект. Як результат – частки доводиться розподіляти порівну, обмежуються можливості знайти кваліфікованих і якісних менеджерів для невеликих проектів, хто готовий працювати за майбутній продаж опціону на біржі.

4. Керівники венчурного фонду вимушені самостійно здійснювати пошук потенційно перспективних технологій і оцінювання їх галузевого попиту, що надзвичайно витратно.

5. Основні інвестиційні стадії фінансування – стадія зростання й розширення.

6. Фактично у фондах представлений іноземний капітал, і фонди при виборі об'єктів інвестування орієнтуються на зарубіжні ринки.

7. Основні об'єкти для інвестування в Україні – це інтернет-бізнес і програмне забезпечення, телекомунікаційна інфраструктура та інформаційні технології.

8. Інвестиційний портфель компаній цих фондів не великий, у середньому від 13 до 25 компаній.

9. Фонди фактичні поглинають компанії, не даючи їм можливості розвиватися.

10. Основний спосіб виходу з проекту – продаж стратегічному інвесторові або корпорації.

Отже, за відсутності розвиненого середовища інвестори вимушені самостійно займатися пошуком відповідних технологічних проектів, залучаючи як провідних експертів співробітників наукових установ, які, у свою чергу, погано знайомі із стандартами комерціалізації. Крім того, інвестор самостійно займається дослідженням галузевого попиту на інновації.

В умовах нерозвиненого середовища та інститутів людського капіталу інвестори стикаються із серйозним моральним ризиком при відносинах з менеджерами. Так, вітчизняні менеджери часто не схильні до тривалої роботи, що стимулюється опційними виплатами, вимагають високого окладу із самого початку, що суперечить “класичним” відносинам між “венчурним капіталістом” і менеджером на Заході.

В умовах нерозвиненого фондового ринку й відпрацьованих “виходів” інвестора з капіталу фірми за допомогою первинного розміщення акцій, інвестор вимушений визначити галузевий попит на інновації й орієнтуватися на стратегічних інвесторів при продажу своєї частки. При цьому основними стратегічними інвесторами залишаються іноземні компанії.

3.3. Інституціональні основи посилення ролі держави як гаранта безпеки суб’єкта венчурного фінансування

Сьогодні в Україні існує велика кількість чинних нормативно-правових актів, які певною мірою регулюють науково-технічну та інноваційну діяльність. Проте результативність їх діяльності не можна визнати ефективною. Основним їх функціональним недоліком є розрізненість, несистемність і відсутність координації та спрямованості на досягнення єдиної мети – переходу економіки на інноваційній шлях розвитку.

Несистемність законодавчих актів у сфері науково-технічного розвитку є головною причиною того, що сьогодні не можна імплантувати й розвивати ефективний інститут інноваційної економіки, зокрема інститут фінансування венчурного бізнесу. Найважливішою умовою еволюції механізму ефективності діючого інституту фінансування венчурного бізнесу є створення спеціальної нормативно-правової бази, що забезпечує поєднання національних пріоритетів у сфері науково-технічного розвитку з розвитком

наукоємних виробництв. Необхідна інституціональна інтеграція малого наукоємного венчурного бізнесу в систему національного наукоємного виробництва з використанням спеціальних державних програм як основного інструменту розвитку.

Інститут фінансування вітчизняного венчурного бізнесу повинен сприяти гармонійному поєднанню інтересів усіх учасників венчурного бізнесу: неформальних приватних інвесторів-добровольців (так званих "бізнес-янголів"), венчурних фондів і незалежних фірм венчурного капіталу, підприємців і державних фондів фінансування.

Для досягнення цієї мети необхідні такі напрями розвитку інституту фінансування венчурного бізнесу: перетворити венчурний бізнес на особливу підсистему національної науково-інноваційної системи та сформувати систему відносин між усіма агентами інвестування, зокрема, такими як національні та іноземні приватні венчурні фонди, венчурні фонди національного уряду, приватні національні фірми венчурного капіталу та інвестори-добровольці (так звані "бізнес-янголи").

У зв'язку із цим еволюція інституту венчурного фінансування передбачає вдосконалення інституціонального середовища та створення прямих інститутів фінансування національного венчурного бізнесу. Основні шляхи вдосконалення інституціонального середовища венчурного бізнесу, на нашу думку, мають полягати в такому:

1. У межах спеціально створених державних програм необхідно розробити конкретні механізми економічного співробітництва міністерств і відомств, а також великих приватних компаній з малим наукоємним венчурним бізнесом в окремих сферах науково-технічних досліджень і комерційних проектів, пов'язаних з пілотною комерціалізацією інноваційної продукції. У межах цих спеціалізованих програм необхідно забезпечити прозорість конкурсного відбору проектів у межах державних замовлень, а також розробити механізм визначення попиту, інновації та місце венчурного бізнесу в задоволенні цього попиту.

Ще однією умовою цього інституту є вдосконалення правових механізмів забезпечення ефективності бюджетного й приватно-публічного (змішаного) інвестування та створення системи контролю за витрачанням коштів, що виділяють на інновації. Необхідність розробки правового забезпечення змішаного інвестування зумовлена тим, що в усіх структурах такого типу управління здійснюється професіоналами – приватними особами й компаніями, державна присутність передбачає введення представника держави в раду директорів або консультативну раду.

Другим найважливішим напрямом державної політики у сфері розвитку інституту венчурного фінансування є створення правил діяльності державних агентів венчурного інвестування, що чітко регламентовані. При цьому державі в цьому процесі відведено роль не лише агента інвестування, а й основного гаранта прав і інвестицій для інших агентів. Виступаючи гарантом прав для інших агентів, держава забезпечує найважливішу для венчурного фінансування умову – зниження ризиків для інвесторів венчурного капіталу.

2. Необхідно внести цілу низку поправок до чинного законодавства України про інтелектуальну власність. Для венчурного фінансування, спрямованого на створення інноваційних продуктів, питання правового регулювання прав на результати інтелектуальної діяльності набувають важливого значення, оскільки основним активом фінансованих підприємств є інтелектуальна власність. Основними нормативними актами у сфері інтелектуальної власності є Цивільний кодекс України, Закон України “Про авторське право і суміжні права”, а також міжнародні договори України. Названі акти законодавства України визначають загальні поняття у сфері інтелектуальної власності, питання володіння, користування та розпорядження правами на результати інтелектуальної діяльності і їх захисту. Окрім цього, на сьогодні у сфері реалізації прав держави на результати інтелектуальної діяльності діють окремі норми підзаконних нормативно-правових актів України, зокрема Постанова Кабінету Міністрів

України “Порядок державної реєстрації авторського права і договорів, які стосуються права автора на твір” від 27.12.2001 р.

Найважливішим питанням при здійсненні діяльності з венчурного інвестування в цій галузі правового регулювання є конкретний момент виникнення виняткового права у правовласника щодо існуючих правових режимів охорони прав на інтелектуальну власність. Відповідь на це питання дає змогу визначити момент, починаючи з якого певному об’єкту інтелектуальної власності надається охорона і він може бути введений у цивільний обіг, у тому числі й застосовуватися в процесі венчурного фінансування. Додатковою умовою є визначення розміру платежу за використання результатів інтелектуальної власності тим організаціям, на кошти і з використанням устаткування яких його було створено.

Враховуючи вищезазначене, шляхами вдосконалення законодавчого захисту прав на інтелектуальну власність щодо розвитку системи венчурного фінансування мають бути:

– розробка конкретних режимів передачі виняткового права на об’єкти інтелектуальної власності;

– досконаліть усіх необхідних процедур оформлення прав на службовий результат інтелектуальної діяльності;

– забезпечення розробнику всіх необхідних прав на єдину технологію;

– створення ефективної системи обліку й відображення інтелектуальної власності в бухгалтерському обліку;

– формування справедливої системи виплати винагород за участь у розробці інтелектуальної власності для державних наукових організацій.

3. Удосконалювати нормативно-правову базу функціонування наукоємного венчурного бізнесу. Із цією метою необхідно внести ряд поправок до чинного законодавства України про малий бізнес, зокрема до Податкового кодексу України, щоб чітко визначити статус наукоємного венчурного бізнесу. Найзручнішою організаційно-правовою формою для

вітчизняного інноваційного венчурного бізнесу, на наш погляд, є товариство з обмеженою відповідальністю (ТОВ).

У межах цієї організаційно-правової форми учасники ТОВ можуть розробити спільний договір про здійснення прав учасників товариства, за яким вони зобов'язуються реалізувати певним чином свої права і (чи) утримуватися від реалізації вказаних прав, у тому числі: голосувати на загальних зборах учасників товариства, погоджувати варіант голосування з іншими учасниками, продавати частку або частину частки за визначеною цим договором ціною і/або при настанні певних умов, утриматися від відчуження частки або частини частки до настання певної умови, а також здійснювати погоджено іншу дію, пов'язану з управлінням товариства, зокрема, щодо створення, реорганізації та ліквідації такого товариства.

Отже, подібний договір може регулювати майже всі сфери діяльності товариства, у тому числі питання управління, що так цікавлять інвестора залежно від умов укладеного з інноватором договору, а не від кількості часток, що належать інвесторові. При формуванні умов цього договору, крім дотримання основних начал цивільного законодавства, учасники можуть керуватися розробленими Державною комісією з ринку цінних паперів та фондового ринку принципами корпоративної поведінки, запропонованими для акціонерних товариств, які мають не меншу актуальність і для товариств з обмеженою відповідальністю.

Правове регулювання закритих акціонерних товариств істотно відрізняється від розглянутого вище регулювання товариств з обмеженою відповідальністю. Однією з основних проблем венчурних інвесторів при венчурному фінансуванні малих підприємств є формування структури капіталу акціонерного товариства. При створенні нового акціонерного товариства, особливо у венчурному бізнесі, в інноваційних галузях, акціонери нерідко стикаються з необхідністю закріплення специфічної структури управління і контролю, яка відображала б унікальні характеристики проекту, відмінності між вкладами й ролями партнерів.

Найзручнішим інструментом для цього є акціонерні угоди, укладені в межах ЗАТ.

Проте, для того, щоб досягти ефективнішого функціонування інноваційного венчурного бізнесу, вимагається внести ряд поправок до чинного законодавства України про малий бізнес. Ці поправки повинні точніше визначати величину виручки й балансової вартості підприємства, а також визначати вартість активів індивідуального підприємця, який не веде бухгалтерський облік. Необхідно прийняти Закони України "Про розвиток малого і середнього підприємництва в Україні", "Про державну підтримку малого підприємництва в Україні". В останньому законі України необхідно прописати обов'язки органів державної влади й місцевого самоврядування для розвитку малого й середнього підприємництва, а не якими правами, гарантованими законом, можуть скористатися суб'єкти малого та середнього бізнесу.

Заходи із підтримки суб'єктів малого й середнього підприємництва у сфері інновацій і промислового виробництва, які можуть здійснювати органи державної влади й органи місцевого самоврядування: створення організацій, що утворюють інфраструктуру підтримки суб'єктів малого й середнього підприємництва та надають підтримку суб'єктам малого й середнього підприємництва; сприяння патентуванню винаходів, корисних моделей, промислових зразків і селекційних досягнень, а також державній реєстрації інших результатів інтелектуальної діяльності, створених суб'єктами малого і середнього підприємництва; створення умов для залучення суб'єктів малого і середнього підприємництва до укладення договорів субпідряду в сфері інновацій і промислового виробництва, а також створення акціонерних інвестиційних фондів і закритих пайових інвестиційних фондів.

На нашу думку, можна також прийняти Закон України "Про створення бюджетними науковими і освітніми установами господарських товариств з метою практичного застосування (впровадження) результатів інтелектуальної діяльності".

Цей закон вимагатиме таких основних положень для забезпечення повноцінного функціонування малих інноваційних підприємств при ВНЗ: розробити конкретні заходи, що дають змогу вносити бюджетним установам науки і освіти грошові кошти в статутний капітал створюваних господарських товариств; передбачити процедуру внесення майна, устаткування і приладів, придбаних за рахунок позабюджетних засобів, а також процедуру надання бюджетними установами майна в оренду малим інноваційним підприємствам на пільговій основі; чітко позначити компенсацію бюджетних установ у разі спільної з авторами розробки інтелектуальної власності; внести до Податкового кодексу України зміни щодо введення "податкових канікул" для інноваційних підприємств при ВНЗ на строк від 1 до 3 років.

Наступною умовою у розвитку інституту венчурного фінансування є створення нормативно-правової бази функціонування професійних посередників на ринку венчурного капіталу. На нашу думку, у сфері венчурного інвестування немає необхідності створювати спеціальний закон, що регулює діяльність індустрії венчурного фінансування в Україні. Як і будь-яка інша фінансово-економічна діяльність, індустрію прямого й венчурного інвестування регулює цивільне законодавство, яке наразі вимагає вдосконалення шляхом доопрацювання вже існуючих правових норм чинного законодавства України. Діяльність у сфері венчурного бізнесу регулюють Закони України "Про інноваційну діяльність" від 04.07.2002 р. № 40-IV, "Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності" від 16.01.2003 р. № 433-IV, "Про загальнодержавну комплексну програму розвитку наукоємних технологій" від 09.04.2004 р. № 1676-IV, "Про наукову і науково-технічну діяльність" від 13.12.1991 р. № 1977-XII, "Про охорону прав на промислові зразки" від 15.12.1993 р. № 3688-XII; Розпорядження Президента України "Про створення технопарків та інноваційних структур малого бізнесу" від 23.01.1996 р. № 17/96-рп.

На нашу думку, необхідно створити інститут кваліфікованого інвестора, встановити умови, порядок і наслідки віднесення фізичних і юридичних осіб до кваліфікованих інвесторів. Введення інституту кваліфікованих інвесторів дасть змогу створити нові види акціонерних і пайових інвестиційних фондів для кваліфікованих інвесторів, що характеризуються високою потенційною доходністю і водночас високими ризиками, стимулює розвиток інвестиційних фондів, що фінансують венчурні проекти.

Проте необхідні законодавчі доопрацювання у сфері спрощення вимог до реєстрації венчурних інвестицій, заміна дозвільної системи на повідомну. Форма закритого пайового інвестиційного фонду (ЗПІФ) особливо ризикових (венчурних) інвестицій не відповідає “класичним” механізмам венчурного фінансування і, як наслідок, є незручною для потенційних приватних інвесторів і керівників фондами. І це незважаючи на те, що виконані такі базові критерії, як відсутність “подвійного оподаткування” і обмеженість інвесторів. Сьогодні майже всі існуючі ЗПІФ особливо ризикових (венчурних) інвестицій – це фонди прямих інвестицій, орієнтованих на компанії пізніх стадій, або організації, що працюють на фондовому ринку. Більшість підприємців і аналітиків визнає, що найбільш відповідною для реєстрації венчурного фонду формою є англоамериканська (обмежене партнерство, командитне товариство) або еквівалентна їй форма в інших юрисдикціях.

У межах ЗПІФ, передусім, привертає увагу неможливість практичної реалізації принципу “поетапного фінансування”, оскільки, згідно із законом ЗПІФ, має бути закритий до певного моменту часу (це стосується і додаткової емісії паїв). Крім того, ЗПІФ передбачає наявність обтяжливої звітності й регламентації вкладень з метою забезпечення гарантованої дохідності для інвесторів, що також суперечить принципам венчурного фінансування.

Компанія управляючого ПІФ зобов'язана надавати щомісячно баланс майна фонду, звіт про підвищення (зниження) вартості майна фонду, довідку про вартість активів фонду, а щокварталу – бухгалтерську звітність управляючої компанії і звіт про власника паїв. Така звітність надмірна порівняно з обмеженим партнерством. Таким чином, ЗПІФ особливо ризикових (венчурних) інвестицій є неприйнятною організаційно-правовою формою "класичних" механізмів венчурних інвестицій.

Сьогодні в Україні процес імплементації інституту венчурного фінансування має несистемний характер. Впроваджуються окремі законодавчі акти, що суперечать іншим законам і галузям права. Для того, щоб прискорити процес упровадження й розвитку інститутів, що координують усі елементи й ланки механізму фінансування вітчизняного венчурного бізнесу, потрібна чітка державна науково-технічна політика в сукупності зі збалансованим ринково-орієнтованим корпоративним законодавством.

У межах чинних національних нормативно-правових актів мають бути створені всі необхідні умови для здійснення функцій усіх агентів взаємодії, у тому числі національного уряду (одночасно як агента інвестування і як гаранта безпеки вкладених коштів), приватних інвесторів (добровільних інвесторів, або так званих "бізнес-янголів"), "венчурних капіталістів", інституціональних інвесторів. Такий механізм взаємодії дасть змогу створити стійкі канали зв'язку між агентами, які в умовах сприятливої економічної кон'юнктури приведуть до формування системи фінансування, що генерує високоризикові технологічні проекти в стабільний венчурний бізнес.

Досягнення поставлених цілей будуть можливі за умови послідовної імплантації окремих інститутів і процедурних механізмів взаємодії. Так, об'єктивно існуючі правові проблеми, що стримують розвиток венчурної індустрії, можуть бути вирішені прийняттям пакетних змін до чинних нормативних актів. Загалом немає необхідності в ухваленні спеціального закону щодо венчурної діяльності. Венчурна діяльність як один з видів

підприємництва не потребує будь-якого спеціального регулювання. Введення спеціального закону, задекларованого як допомога в розвитку венчурної діяльності, може призвести до зворотного результату – ця діяльність ускладнюється, продовжується й посилюється тенденція останніх років – відхід венчурних компаній в іноземні юрисдикції.

Таким чином, створюваний сьогодні інститут венчурного фінансування має включати сукупність різних інститутів, організаційних структур, безліч взаємопов'язаних інноваційних, інвестиційних, технологічних, інформаційних та інших процесів, що визначають цілісний набір організаційно-функціональних елементів, їх взаємодію та взаємозалежність, у тому числі технологічну інфраструктуру розвитку й підтримки.

Висновки до розділу 3

1. За результатами дослідження встановлено проблеми розвитку інституціонального середовища венчурного бізнесу:

а) недосконаліть інституту інтелектуальної власності. Чинна законодавча система захисту інтелектуальної власності не дає змоги забезпечити ефективного регулювання відносин розробників інтелектуальної продукції та керівництва підприємства, при створенні об'єктів інтелектуальної власності на підприємстві вирішити проблеми придбання, передачі й оплати майнових прав, а також справедливих виплат роялті за використання об'єктів інтелектуальної власності, створених на кошти держави. Крім того, існують численні проблеми комерційного використання інтелектуальної, промислової власності як майна (нематеріальних активів) підприємства;

б) неефективність антимонопольного законодавства.

Відсутність прозорої системи контрактних, субпідрядних відносин між державою й малим венчурним бізнесом. Найважливішою проблемою у

вітчизняному законодавстві є непрозорість контрактних відносин і конкурсного відбору інноваційних проектів в органах влади при державних замовленнях. На сьогодні не існує прозорого механізму контрактних відносин за державними замовленнями, а також чітких критеріїв відбору проектів;

в) відсутність нормативно-правової бази, яка б визначала статус інноваційного венчурного бізнесу в межах співпраці науково-дослідних організацій і промислових компаній;

г) неадекватність корпоративного законодавства потребам розвитку інноваційного венчурного бізнесу.

2. В Україні не розвинена культура ризику й ризикового інвестування загалом, а статус підприємця в Україні не підтримується більшістю суспільно-політичних структур. Сьогодні тільки починають формуватися неформальні об'єднання приватних інвесторів, так званих "бізнес-янголів". Проте їх кількість незначна, й обсяги інвестицій, які надають приватні інвестори, також малі, а структура цих професійних об'єднань – непрозора. Ці об'єднання представляють, переважно, інтереси іноземних інвесторів. Відсутні тісні неформальні відносини "бізнес-янголів" (добровільних інвесторів) і підприємців.

3. В Україні стала відсутність довіри між агентами інвестування та принципалами в особі підприємців, високий ризик опортуністичної поведінки принципала ("бізнес-янголи" зазнають чималого ризику, вкладаючи кошти в новий проект, оскільки немає гарантій того, що кошти інвестора не будуть втрачені) і високий рівень невизначеності. Відсутність інтенсивної взаємодії між агентами, як наслідок, призводить до нерозвиненості процедурних механізмів взаємодії між розробниками й інвесторами. Розробники погано уявляють структуру витрат на розробку й просування продукту на ринок. Підприємці не розділяють цінностей "венчурних капіталістів", а венчурні капіталісти розглядають підприємців як

опортуністів, відповідно, не ставляться до них як до надійних і рівноправних партнерів по бізнесу.

4. У ході дослідження запропоновано Концепцію розвитку національної системи венчурного інвестування. Реалізація заходів, передбачених Концепцією розвитку національної системи венчурного інвестування, дасть змогу отримати позитивні результати, які, насамперед, полягатимуть у такому: зниження падіння числа малих підприємств, що приведе до появи великої кількості робочих місць у сфері наукоємного виробництва; збільшення обсягу інвестицій в основний капітал; підвищення частки інноваційно активних підприємств у промисловості; збільшенні частки інноваційної продукції в прирості валового внутрішнього продукту; зниження відтоку капіталу за кордон і формування умов для його повернення та інвестування у вітчизняну економіку; активізація залучення об’єктів інтелектуальної власності, матеріальних, фінансових і кадрових ресурсів для забезпечення технологічного розвитку національної економіки.

5. Для реалізації Концепції розвитку національної системи венчурного інвестування запропоновано створити Венчурний інноваційний фонд (ВІФ) як інструмент державної підтримки венчурного інвестування в Україні. Основною метою його діяльності є формування інфраструктури для залучення в науково-технічний сектор економіки України приватних інвестицій. Для формування організаційної структури системи венчурного інвестування ВІФ може виступати співзасновником комерційних венчурних фондів в Україні з метою розподілу їх інвестиційних ризиків. У межах програми ВІФ передбачено, що державно-приватні венчурні фонди реєструватимуться у формі договорів простих товариств. Цей шлях, на нашу думку, є одним з найзручніших для приватних інвесторів.

6. З метою ведення інвестиційної та зовнішньоекономічної діяльності з реалізації проектів у сфері нанотехнологій в Україні та за кордоном, у тому числі за участю іноземного капіталу, запропоновано створення Держкорпорації “Укрнанотех” (Укрнанотех), основна діяльність якої

полягатиме в співфінансуванні інвестиційних проектів з приватними інвесторами. Серед інструментів, що може використовувати ДК “Укрнанотех” виділено: участь у статутному капіталі юридичних осіб, венчурних і пайових інвестиційних фондів, що інвестують кошти в проекти у сфері нанотехнологій, у некомерційних організаціях, що створюються з метою розвитку нанотехнологій; надання грошових коштів у формі позик на пільгових умовах, придбання облігацій і конвертованих боргових зобов’язань, надання поручительств за кредитами та іншими зобов’язаннями, а також здійснення лізингових операцій; укладення договорів з юридичними і фізичними особами на виконання проектів (для НДДКР); надання грошових коштів у вигляді грантів; надання грошових коштів у вигляді грантів у більшому розмірі – за рішенням Наглядової ради.

7. Щодо діяльності вітчизняних венчурних фондів, то більшість проектів не є технологічними і, відповідно, ризик їх фінансування пов’язаний не з комерційною перспективністю технології, що розробляється ними, а з відсутністю бізнес-плану й чіткої опрацьованості. Вартість технологічних проектів в Україні значно вища через нерозвиненість інфраструктури й неформальних мереж взаємодії і, як наслідок, високі витрати. Створюючи в Україні нову компанію, венчурні фонди стають для неї ще й інкубатором, надаючи менеджмент НДДКР, бухгалтерські, юридичні й адміністративні ресурси. Відсутність механізму контрактних відносин і розподілу часток у венчурному бізнесі призводить до нездатності об’єктивного оцінити вклад різних сторін, у тому числі розробника, у проект. Частки доводиться розподіляти порівну, тому обмежуються можливості знайти кваліфікованих і якісних менеджерів для невеликих проектів, готових працювати за майбутній продаж опціону на біржі. Керівники венчурного фонду вимушені самостійно шукати потенційно перспективні технології й оцінювати їх галузевий попит, що надзвичайно витратно. Фактично у фондах представлений іноземний капітал, і фонди при виборі об’єктів інвестування орієнтуються на зарубіжні ринки. Основними об’єктами для інвестування в Україні є інтернет-бізнес і

програмне забезпечення, телекомунікаційна інфраструктура та інформаційні технології. Фонди фактичні поглинають компанії, не даючи їм можливості розвиватись. Основним способом виходу з проекту є продаж стратегічному інвесторові або корпорації.

8. Запропоновано напрями вдосконалення інституціонального середовища венчурного бізнесу:

а) у межах спеціально створених державних програм необхідно розробити конкретні механізми економічного співробітництва міністерств і відомств, а також великих приватних компаній з малим наукоємним венчурним бізнесом в окремих сферах науково-технічних досліджень і комерційних проектів, пов’язаних з пілотною комерціалізацією інноваційної продукції. У межах цих спеціалізованих програм необхідно забезпечити прозорість конкурсного відбору проектів у межах державних замовлень, а також розробити механізм визначення попиту, інновації та місце венчурного бізнесу в задоволенні цього попиту.

Ще однією умовою цього інституту є вдосконалення правових механізмів забезпечення ефективності бюджетного й приватно-публічного (змішаного) інвестування та створення системи контролю за витрачанням коштів, виділених на інновації. Необхідність розробки правового забезпечення змішаного інвестування зумовлена тим, що в усіх структурах такого типу управління здійснюється професіоналами – приватними особами й компаніями, державна присутність передбачає введення представника держави до ради директорів або консультативної ради;

б) другим найважливішим напрямом державної політики у сфері розвитку інституту венчурного фінансування є створення правил діяльності державних агентів венчурного інвестування, що чітко регламентовані. Державі в цьому процесі відведено роль не лише агента інвестування, а й основного гаранта прав і інвестицій для інших агентів. Як гарант прав для інших агентів держава забезпечує найважливішу для венчурного фінансування умову – зниження ризиків для інвесторів венчурного капіталу.

9. Необхідними елементами вдосконалення законодавчого захисту прав на інтелектуальну власність щодо розвитку системи венчурного фінансування мають бути такі: а) розробка конкретних режимів передачі виняткового права на об’єкти інтелектуальної власності; б) досконаліть усіх процедур оформлення прав на службовий результат інтелектуальної діяльності; в) забезпечення розробнику всіх необхідних прав на єдину технологію; г) створення ефективної системи обліку й відображення інтелектуальної власності в бухгалтерському обліку; д) формування справедливої системи виплати винагород за участь у розробці інтелектуальної власності для державних наукових організацій.

10. За результатами дослідження запропоновано створити інститут кваліфікованого інвестора, встановити умови, порядок і наслідки віднесення фізичних і юридичних осіб до кваліфікованих інвесторів. Введення інституту кваліфікованих інвесторів дасть змогу створити нові види акціонерних і пайових інвестиційних фондів для кваліфікованих інвесторів, для яких характерні висока потенційна дохідність і водночас високі ризики; стимулювати розвиток інвестиційних фондів, що фінансують венчурні проекти.

ВИСНОВКИ

У дисертації подано теоретичне узагальнення й нове вирішення наукового завдання обґрунтування механізмів і розробки практичних рекомендацій щодо розвитку інституціонального аспекту венчурного бізнесу в інноваційній економіці України. Отримані в процесі дослідження результати дали змогу сформулювати висновки та внести пропозиції, що мають теоретичне й практичне значення.

1. Обґрунтовано необхідність функціонування інституту фінансування венчурного бізнесу. Сучасні процеси інтеграції та глобалізації сприяють появі в Україні нової моделі розвитку інвестиційно-інноваційної діяльності, яка б мала за основу венчурний бізнес. Механізм венчурного фінансування інноваційних процесів допоможе вирішити ряд життєво важливих для української економіки питань, дасть змогу залучити Україну в процеси глобальної конкуренції й рівноправно та незалежно інтегрувати у світовий інноваційний простір у довгостроковій перспективі. Найважливішими завданнями, які можна вирішити за допомогою венчурного фінансування в Україні, є: активізація інноваційного розвитку; формування потужної політики малого та середнього підприємництва; залучення приватного капіталу в розвиток науково-технологічної сфери, обсяг якого здатен у багато разів перевищити державні інвестиції; модернізація української промисловості зі створення нових виробництв на основі хай-тек; формування ефективної системи залучення в українську промисловість інтелектуальної власності та інших результатів інтелектуальної діяльності; забезпечення умов для раціонального використання основних фондів багатьох підприємств, які втратили свою конкурентоспроможність; залучення цільових іноземних інвестицій в інноваційну сферу; мобілізація коштів населення для розвитку науково-технологічної сфери; зменшення безробіття і як результат –

вирішення актуальних соціально-економічних проблем; збільшення загальної ділової активності українських підприємств.

2. Узагальнено досвід організації венчурного бізнесу та запропоновано науково-практичні підходи щодо виявлення інституціональних основ інноваційної економіки. Встановлено, що венчурне інвестування є специфічним різновидом фінансових вкладень у високотехнологічне виробництво, перспектива отримання значних прибутків у якому межує з високим ступенем ризикованості. З'ясовано, що ефективна діяльність венчурних фондів, критично необхідних для фінансової підтримки інноваційних та інвестиційних проектів в Україні, неможлива без участі держави. Тому на перший план виступає проблема законодавчого врегулювання діяльності венчурних структур. З метою її вирішення слід забезпечити вдосконалення українського законодавства в напрямах визначення сутності, функцій та принципів діяльності саме венчурних фондів і венчурних компаній та переорієнтації венчурного сектора на співпрацю з українською науково-технологічною сферою. Нормативно-правова база повинна забезпечувати державну підтримку системи венчурного інвестування, у тому числі шляхом внесення відповідних змін та доповнень до податкового, митного й банківського законодавства, створення належних правових механізмів для розвитку вторинного фондового ринку, зокрема біржової торгівлі цінними паперами венчурних підприємств, системи електронних торгів тощо. Головним завданням венчурного бізнесу повинні стати встановлення зв'язків між науково-дослідними інститутами, вишами й підприємствами та стимулювання фінансування наукових досліджень і прикладних розробок.

3. Запропоновано методичний підхід щодо визначення структури венчурного циклу при фінансуванні інновацій. З'ясовано, що важливим аспектом венчурного бізнесу є вдосконалення структури процесу використання венчурного капіталу, тобто встановлення етапів інвестування капіталу та визначення послідовності дій, що повторюються від моменту

вкладення коштів до завершення реалізації інноваційного проекту. Запропоновано нову характеристику процедури венчурного фінансування – венчурний цикл. Розкриття сутності циклу і його основних стадій дає можливість венчурному інвестору детально визначити оптимальний момент вкладення коштів, здійснювати процедуру контролю, а отже, знижувати ризик процесу інвестування капіталу.

4. Запропоновано методичний підхід щодо впровадження механізму венчурного фінансування, який складається з джерел венчурного капіталу, механізму акумуляції ресурсів, механізму розподілу акумульованих ресурсів, механізму контролю та повернення інвестицій. Доведено, що венчурний капітал є основою механізму венчурного фінансування, принципова схема якого полягає у такому: венчурний фонд або управляюча компанія від його імені набувають частку у молодій компанії, що швидко зростає, за мінімальною вартістю і вводить до її органів управління своїх представників, як правило, професійних менеджерів. З’ясовано, що на ефективність венчурних проектів впливає глибина реалізації інновації на стадії виведення капіталу з інноваційного проекту. Тому глибину реалізації інновації запропоновано розглядати як змінний параметр стратегії виведення венчурного капіталу, що підлягає вибору. Механізм венчурного фінансування ґрунтується на формуванні оптимальної взаємовигідної для учасників венчурного інноваційного проекту стратегії виведення капіталу.

5. Відповідно до способів накопичення та інвестування венчурного капіталу визначено економічні характеристики венчурного бізнесу, що дає змогу інноваційним фірмам використовувати найпривабливіший варіант фінансування, а інвесторам знизити ступінь ризику шляхом розподілу витрат на різних стадіях інноваційної діяльності. Визначено, що основними характеристиками для існування венчурного бізнесу в Україні є: присутність духу підприємництва і схильність до ризику; високий рівень освіти населення; наявність численних науково-дослідних інститутів; постійне зростання кількості приватних малих та середніх підприємств; збільшення

попиту на фахівців інженерної спеціальності останніми роками; високий кваліфікаційний рівень трудових ресурсів і їх схильність до вдосконалення та опанування нових ланок; наявність галузей, що мають потенціал зростання й велику кількість перспективних проектів.

6. Розроблено Концепцію розвитку національної системи венчурного інвестування. Реалізація заходів, передбачених Концепцією розвитку національної системи венчурного інвестування, дасть змогу отримати позитивні результати, а саме: зниження падіння числа малих підприємств, що передбачає збільшення робочих місць у сфері наукоємного виробництва; збільшення обсягу інвестицій в основний капітал; підвищення частки інноваційно активних підприємств у промисловості; збільшення частки інноваційної продукції в прирості валового внутрішнього продукту; зниження відтоку капіталу за кордон і формування умов для його повернення та інвестування в українську економіку; активізація залучення об’єктів інтелектуальної власності, матеріальних, фінансових і кадрових ресурсів для забезпечення технологічного розвитку національної економіки.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Акельев Е. С. Венчурный бизнес: состояние и перспек- тивы Томской области / Е. С. Акельев // Вестник Томского государственного университета. – 2007. – № 300 (II). – С. 12–14.

2. Амосов Ю. П. Венчурный капитализм: от истоков до современности / Ю. П. Амосов. – Санкт-Петербург : РАВИ, 2004. – 409 с.

3. Аналіз трансакційних витрат в механізмі венчурного фінансування / М. М. Поляк // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – Черкаси : ЧДТУ, 2013. – С. 101–104.

4. Аналітичний огляд ринку управління активами у 2012 році [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/-analituaib/publ_ici_quart/182563.html.

5. Андреюк Н. В. Інститути венчурного інвестування в Україні: стан та перспективи розвитку / Н. В. Андреюк // Теоретичні та прикладні питання економіки. – 2010. – Вип. 23. – С. 77–85.

6. Андреюк Н. В. Венчурне фінансування як фактор інноваційного розвитку економіки України / Н. В. Андреюк // Наукові праці Національного університету харчових технологій. – 2009. – № 30. – С. 6–8.

7. Андрощук Г. А. Фінансування інновацій і роль венчурного капіталу: бізнес-ангели / Г. А. Андрощук // Інтелектуальна власність. – 2011. – № 9. –С. 25–29.

8. Антонюк Л. Л. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації : монографія / Л. Л. Антонюк, А. М. Поручник, В. С. Савчук. – Київ : КНЕУ, 2003. – 394 с.

9. Ассоциация бизнес-ангелов Украины [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.uaban.org/.

10. Бажал Ю. М. Інвестиційні ресурси та приорітетні напрямки інноваційного розвитку / Ю. М. Бажал, І. В. Одотюк // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / за ред. акад. НАН України В. М. Гейця. – Київ : Ін-т екон. прогнозув. Фенікс, 2003. – С. 684–694.

11. Баранецький І. О. Особливості та перспективи розвитку венчурного підприємництва в Україні / І. О. Баранецький // Формування ринкових відносин в Україні : збірник наукових праць НДЕІ Мінекономіки України. – Київ, 2004. – № 4 (35). – С. 46–52.

12. Берест М. М. Статистичний аналіз процесів банкрутства в Україні / М. М. Берест // Бізнесінформ. – 2012. – № 6. – С. 89–92.

13. Бодров В. Г. Державне регулювання економіки та економічна політика : навч. посіб. / В. Г. Бодров, О. М. Сафронова, Н. І. Балдич. – Київ : Академвидав, 2010. – 520 с.

14. Бражнікова Л. М. Деякі підходи до мінімізації інноваційних ризиків: проблеми керування венчурним капіталом в Україні / Л. М. Бражнікова, І. С. Грозний // Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. праць. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2003. – Вип. 177. – Т. ІІ. – С. 401–409.

15. Бреус С. В. Інноваційні зрушення на сучасному етапі розвитку України / С. В. Бреус // Економіка і управління. – 2003. – № 4. – С. 44–48.

16. Бузаджи І. О. Венчурний капітал в Україні як джерело фінансування інвестиційних проектів [Електронний ресурс] / І. О. Бузаджи // Ефективна економіка : електронне наукове фахове видання. – 2011. – № 9. – Режим доступу: http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=697.

17. Букало А. М. Венчурні фонди в активізації інноваційної діяльності корпоративного сектора України / А. М. Букало // Проблеми науки. – 2011. – № 8. – С. 6–10.

18. Варналій З. С. Державна політика підтримки малого підприємництва : монографія / З. С. Варналій. – Київ : НІСД, 1996. – 130 с.

19. Варфоломєєва В. О. Венчурний бізнес у сфері малого інноваційного підприємництва і форми його забезпечення / В. О. Варфоломєєва // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 12. – С. 121–127.

20. Васенко В. К. Агропарки як важливий інструмент активізації інноваційної діяльності в аграрному секторі економіки України / В. К. Васенко // Економіка АПК. – 2004. – № 9 (119). – С. 84–88.

21. Веб-сторінка Європейської асоціації венчурного капіталу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.evca.eu.

22. Венчурне інвестування: стан та перспективи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rvf.ru/rus/news-info.php?ni=86.

23. Венчурний капітал 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://wep.wharton.upenn.edu/gis/article.aspx?gisID=152.

24. Гайдуцький А. П. Економічні механізми забезпечення інвестиційної конкурентоспроможності аграрного сектора економіки / А. П. Гайдуцький // Економіка України. – 2003. – № 2. – С. 69–73.

25. Галиця І. О. Активізація діяльності інноваторів в сучасних умовах економічного розвитку / І. О. Галиця // Проблеми науки. – 2006. – № 11. – С. 2–6.

26. Гарбузюк О. О. Мале інноваційне підприємництво в Україні [Електронний ресурс] / О. О. Гарбузяк. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/27_NII_2008/Economics/35079.doc.htm.

27. Геоекономічна політика України : навч. посіб. / І. В. Розпутенко, Н. А. Малиш, О. І. Кілієвич та ін. ; за заг. ред. І. В. Розпутенка. – Київ : НАДУ, 2010. – 128 с.

28. Глэдстоун Д. Инвестирование венчурного капитала : подроб. пособие по инвестированию в частные компании для получения максимальной прибыли / Д. Глэдстоун, Л. Глэдстоун. – Москва : Баланс Бизнес Букс, 2006. – 416 с.

29. Головінов О. М. Венчурне фінансування як умова активізації інноваційної діяльності / О. М. Головінов // Економіка та підприємства. – 2010. – № 14 (42). – С. 37–47.

30. Гоменюк О. Венчурний капітал як спосіб фінансування інноваційних проектів [Електронний ресурс] / О. Гоменюк. – Режим доступу: http://udau.edu.ua/library.php?pid=705.

31. Горшунова І. В. Фінансове забезпечення венчурного інвестування в регіоні [Електронний ресурс] / І. В. Горшунова. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vcndtu/2009_38/35.htm.

32. Грига В. Ю. Сучасний стан венчурного фінансування в Україні: статистичний розріз та експертна характеристика / В. Ю. Грига, О. В. Красовська // Science and Science of Science. – 2009. – № 3. – С. 18–30.

33. Грозна О. С. Инновационная деятельность как системный процесс в конкурентной экономике (Синергетические эффекты инноваций) / О. С. Грозна, И. С. Грозний, В. П. Соловьев. – Киев : Феникс, 2004. – 560 с.

34. Грозний І. С. Венчурне фінансування фаз та етапів еволюційно-прогресуючого розвитку інноваційного підприємства / І. С. Грозний // Схід. – Донецьк, 2006. – № 1. – С. 9–12.

35. Грозний І. С. Організаційні форми венчурного фінансування та його інфраструктура / І. С. Грозний, О. С. Грозна // Науковий вісник БДФЕІ : зб. наук. праць. Серія: економічні науки. – Чернівці, 2003. – Вип. 4. – С. 107–108.

36. Гук О. В. Світові тенденції венчурного фінансування інноваційної діяльності / О. В. Гук, Ю. М. Боярин // Економічний простір. – 2010. – № 44 (2). – С. 26–33.

37. Гулькин П. Г. Венчурное финансирование: разные страны – разные подходы [Электронный ресурс] / П. Г. Гулькин. – Режим доступа: http://www.deloshop.ru/?id=226&lid=18&laid=546&getcont=82&nocont=l.

38. Гулькин П. Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики / П. Г. Гулькин. – Санкт-Петербург : Альпари СПб, 2003. – 240 с.

39. Данілов О. Д. Венчурне фінансування інноваційної діяльності в Україні: проблеми та перспективи / О. Д. Данілов, Т. В. Наєнко // Бізнес-Інформ. – 2014. – № 9. – С. 92–97.

40. Дворжак И. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы [Электронный ресурс] / И. Дворжак, Я. Кочишова, П. Прохазка // Проблемы теории и практика управления. – 2000. – № 5. – http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?action=view&num=342231&razdel=40&w=0.

41. Девиль Ф. Обзор прямых инвестиций и венчурного капитала в Европе: Курс обучения вечурному предпринимательству / Ф. Девиль. – Санкт-Петербург : Феникс, 2006. – 44 с.

42. Дежина И. Г. Механизмы стимулирования коммерциализации исследований и разработок / И. Г. Дежина, Б. Г. Салтыков. – Москва : ИЭПП, 2004. – 152 с.

43. Денисюк В. А. Венчурне інвестування в національній інноваційній системі: аналіз механізмів розвитку, основи концепції для України / В. А. Денисюк // Проблеми науки. – 2010. – № 12. – С. 9–17.

44. Денисюк В. А. Венчурний капітал як джерело фінансування в інноваційному процесі / В. А. Денисюк // Проблеми науки. – 2001. – № 8. – С. 12–23.

45. Грозна О. С. Деякі підходи до удосконалення механізму венчурного фінансування інноваційних проектів / О. С. Грозна, І. С. Грозний // Науковий вісник ЧТЕІ КНТЕУ. Серія: економічні науки. – Чернівці : АНТ Лтд., 2003. – Вип. 1. – С. 285–288.

46. Джерела венчурного капіталу. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/204/15_4.pdf.

47. Динамічне зростання ІСІ виводить вітчизняний інвестиційний бізнес на новий рівень // Українська асоціація інвестиційного бізнесу http://www.uaib.com.ua/files/articles/245/2_4.do.

48. Диха М. В. Венчурне підприємництво в Україні: особливості функціонування та розвитку / М. В. Диха, Ю. В. Цвігун, П. П. Гаврилко // Вісник Хмельницького національного університету. – 2012. – № 1. – С. 203–208.

49. Діяльність ІСІ у 4 кварталі 2013 року : аналітичний огляд [Електронний ресурс] // УАІБ. – 2014. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/194289.html.

50. Добрунов С. С. Шляхи оптимізації системи фінансового забезпечення інноваційно-промислової політики в Україні [Електронний ресурс] / С. С. Добрунов // Державне управління: удосконалення та розвиток. – 2010. – № 10. – Режим доступу: http://www.dy.nayka.com.ua.

51. Долгова Л. І. Проблеми та шляхи розвитку венчурного бізнесу в Україні [Електронний ресурс] / Л. І. Долгова. – Режим доступу: www.kneu.kiev.ua/data/.../3-rkeowgj.doc.

52. Долгополова Л. М. Венчурне інвестування – панацея інноваційної діяльності: приклад США та країн Європи [Електронний ресурс] / Л. М. Долгополова. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/21_NIEK_2007/Pravo/24534.doc.htm.

53. Долішня М. М. Обґрунтування напрямів підвищення ефективності управління процесами розвитку венчурного бізнесу в Україні / М. М. Долішня // Регіональні суспільні системи. – 2004. – Вип. 3. – С. 255–260.

54. Економіка та організація інформаційного бізнесу : навч. посіб. – Київ : КНЕУ, 2002. – 667 с.

55. Євтушенко В. М. Розвиток венчурного бізнесу в зарубіжних країнах та Україні : аналітичний огляд / В. М. Євтушенко. – Київ : УкрІНТЕІ, 2006. – 36 с.

56. Жорнокуй Ю. М. Договірна основа здійснення венчурного підприємництва / Ю. М. Жорнокуй // Право і безпека. – 2002. – № 3. – С. 34–37.

57. Закон України “Про інноваційну діяльність” [Електронний ресурс] // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 36. – Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/40-15.

58. Закон України “Про інститути спільного інвестування” від 5 липня 2012 року № 5080-VI// Відомості Верховної Ради (ВВР), 2013, № 29, ст.337.

59. Зикіна В. О. Формування інноваційної діяльності венчурним капіталом / В. О. Зикіна // Академічний огляд. – 2011. – № 1 (34). – С. 44–48.

60. Зябрева Н. Особенности украинского венчура / Н. Зябрева // Компаньон. – 2002. – № 41. – Ст. 32–35.

61. Ілляшенко С. М. Управління інноваційним розвитком: проблеми, концепції, методи : навч. посіб. / С. М. Ілляшенко. – Суми : Університетська книга, 2003. – 410 с.

62. Ивина Л. В. Основные понятия и термины венчурного финансирования : учеб. пособ. / Л. В. Ивина, В. А. Воронцов. – Москва : Академический Проект, 2002. – 255 с.

63. Инновационный менеджмент : учебник / под ред. С. Д. Ильенковой. – 3-е изд. перераб. и доп. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 335 с.

64. Каржаув А. Т. Национальная система венчурного инвестирования / А. Т. Каржаув, А. Н. Фоломьёв. – Москва : Экономика, 2006. – 239 с.

65. Каширин А. И. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – Москва : Вершина, 2008. – 384 с.

66. Кириленко І. В. Роль венчурного фінансування у розвитку інноваційної діяльності / І. В. Кириленко, М. М. Спіцин // Вісник КНУ ім. Тараса Шевченка. – 2010. – № 24–25. – С. 87–91.

67. Кисіль В. Л. Венчурний бізнес в Україні, його стан та характерні риси [Електронний ресурс] / В. Л. Кисіль, Р. В. Садловський. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/13_NPN_2010/Economics/65283.doc.htm.

68. Ковалишин П. Інститут "бізнес-ангелів" у США та Європі / П. Ковалишин // Економіст. – 2013. – № 8. – С. 52–55.

69. Ковальова О. М. Проблеми обліку інноваційної діяльності / О. М. Ковальова, В. В. Кірсанова, Т. О. Сухарева // Збірник наукових працьОДЕУ. – Одеса, 2011. – Вип. 41 (2). – С. 315–320.

70. Колодізєв О. М. Методологічні засади фінансового забезпечення управління інноваційним розвитком економіки : монографія / О. М. Колодізєв. – Харків : ВДІНЖЕК, 2009. – 278 с.

71. Корецька-Гармаш В. О. Проблеми венчурного фінансування в Україні / Т. В. Калінеску, В. О. Корецька-Гармаш // Вісник Східноукраїнського національного університету ім. В. Даля. – 2005. – № 1 (83). – С. 175–180.

72. Костюк І. В. Венчурне інвестування: потенційні можливості розвитку [Електронний ресурс] / І. В. Костюк. – Режим доступу: http:// www.archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Venu/2011_1/14.pdf.

73. Костюченко В. М. Концептуальні засади розвитку венчурного бізнесу в контексті забезпечення економічного суверенітету України / В. М. Костюченко // Вісник ЖДТУ. – Житомир, 2012. – № 3 (61). – С. 316–320.

74. Краснокутська Н. В. Інноваційний менеджмент : навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисципліни / Н. В. Краснокутська, С. В. Гарбуз. – Київ : КНЕУ, 2005. – 276 с.

75. Красовская О. В. Венчурное финансирование: мировые тенденции и ситуация в Украине / О. В. Красовская. – Киев : Конус-Ю, 2013. – 108 с.

76. Красовская О. В. Венчурное финансирование: мировые тенденции и ситуация в Украине / О. В. Красовская ; Нац. акад. наук Украины, Центр исслед. науч.-техн. потенциала и истории науки им. Г. М. Доброва. – Киев : Конус-Ю, 2013. – 106 с.

77. Краус Н. М. Венчурне інвестування як пріоритетний напрям інноваційного розвитку економіки країни / Н. М. Краус, Я. О. Копиця // Економічний простір. – 2013. – № 74. – С. 112–121.

78. Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України / М. І. Крупка. – Львів : Вид-во Львів. нац. ун-ту, 2001. – 68 с.

79. Кублікова Т. Б. Напрямки розвитку інститутів спільного інвестування в Україні / Т. Б. Кублікова // Збірник наукових праць ОДЕУ. – Одеса, 2009. – № 11. – С. 114–118.

80. Кузнєцова І. С. Інститут венчурних інвестицій: стан та перспективи розвитку в Україні / І. С. Кузнєцова // Наука та інновації. – 2008.– Т. 4. – № 1. – С. 87–95.

81. Кузьмін О. Є. Венчурний бізнес : навч. посіб. / О. Є. Кузьмін, І. В. Литвин. – Київ : Знання, 2012. – 350 с.

82. Кузьмін О. Є. Сутність та розвиток венчурного підприємництва / О. Є. Кузьмін, І. В. Литвин // Вісник національного університету “Львівська політехніка”. – 2005. – № 527: Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку. – С. 92–98.

83. Лапко О. О. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку економіки / О. О. Лапко // Економіка і прогнозування. – 2006 – № 3. – С. 25–42.

84. Литвин І. В. Планування венчурного фінансування інноваційної діяльності машинобудівних підприємств / І. В. Литвин // Вісник НУ “Львівська політехніка”. – 2007. – № 606. – С. 39–45.

85. Литвин І. В. Сутність та розвиток венчурного підприємництва / О. Є. Кузьмін, І. В. Литвин // Вісник НУ “Львівська політехніка”. – 2005. – № 527. – С. 93–98.

86. Литвин І. Венчурні підприємства “spin-off” та “spin-out” в системі підприємницької діяльності університетів / О. Кузьмін, І. Литвин // Вища школа. – 2008. – № 1. – С. 86–98.

87. Литвин І. В. Особливості фінансування початкових етапів розвитку венчурного підприємства / О. Є. Кузьмін, І. В. Литвин // Вісник соціально-економічних досліджень : збірник наукових праць Одеського державного економічного університету. – 2007. – № 25. – С. 198–204.

88. Лобанов А. Венчурное инвестирование – украинский аспект [Электронный ресурс] / А. Лобанов. – Режим доступа: http://www.business-investor.info/journal/authors.htm&journal_ath=lobanov.

89. Лобойко С. В. Позитивний досвід венчурного інвестування в український експортний ІТ-сектор / С. В. Лобойко // Наука та інновації. – 2006. – Т. 2. – № 1. – С. 97–104.

90. Малашенкова О. Ф. Венчурное инвестирование: мировой опыт / О. Ф. Малашенкова // Журнал международного права и международных отношений. – 2008. – № 1. – С. 92–97.

91. Мертенс А. Венчурные фонды и инвестиции. Как это работает? / А. Мертенс // Финансовый директор. – 2005. – № 1. – С. 61–67.

92. Микитюк П. П. Аналіз інвестиційно-інноваційної діяльності підприємств : монографія / П. П. Микитюк. – Тернопіль : Терно граф, 2009. – 304 с.

93. Михальченко Г. Г. Механізм функціонування венчурного бізнесу в Україні / Г. Г. Михальченко, О. В. Черняева // Економічний простір. – 2008. – № 18. – С. 118–125.

94. Можливості використання українськими венчурними фондами досвіду діяльності зарубіжних фондів. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/204/11_4.pdf.

95. Москвін С. О. Венчурні фонди компаній з управління активами як феномен спільного інвестування інвестування в Україні / С. О. Москвін // Ринок цінних паперів України. – 2003. – № 9–10. – С. 79–85.

96. Нарышкин С. Инновационная составляющая инвестиционных процессов / С. Нарышкин // Вопросы экономики. – 2007. – № 5. – С. 52–64.

97. Нежиборець В. Венчурне інвестування: стан, проблеми, закордонний досвід / В. Нежиборець // Теорія і практика інтелектуальної власності. – 2008. – № 4. – С. 56–60.

98. Новиков В. А. Фонды венчурного капитала и их методы финансирования предприятий / В. А. Новиков // Український інвестиційний журнал. – 1998. – № 9. – С. 27–37.

99. Новікова І. В. Досвід та проблеми розвитку венчурного фінансування / І. В. Новікова // Проблеми науки. – 2000. – № 11. – С. 23–31.

100. Олейников А. Венчурные фонды в Украине: внутрикорпоративная оптимизация или высокотехнологический прорыв? [Электронный ресурс] / А. Олейников. – Режим доступа: http://www.inventure.com.ua/analytycs/formula.

101. Онишко С. В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку : монографія / С. В. Онишко ; Ін-т економіки і прогнозування НАН України, Нац. акад. держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. акад. ДПС України, 2004. – 434 с.

102. Опанасюк В. В. Венчурний капітал в Україні / В. В. Опанасюк // Економіст. – 2004. – № 1. – С. 56–58.

103. Орлюк О. В. Венчурне фінансування: світова практика та вітчизняні реалії / О. В. Орлюк // Теорія і практика інтелектуальної власності. – 2007. – № 6. – С. 60–67.

104. Отецький В. Л. Інвестиції та інновації: проблеми теорії і практики : монографія / В. Л. Отецький. – Київ : ІАЕ УААН, 2003. – 412 с.

105. Офіційний сайт Державної статистичної служби України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/.

106. Офіційний сайт Національної асоціації венчурного капіталу США [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http:// www.nvca.org.

107. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua.

108. Офіційний сайт фонду Євровенчурз Україна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.evu.kiev.ua.

109. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом | А. А. Пересада. – Київ : Лібра, 2002. – 472 с.

110. Пікуліна Н. Про підходи до вивчення венчурного капіталу / Н. Пікуліна // наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету імені Володимира Гнатюка. Серія: економіка. – 2001. – № 8. – С. 10–14.

111. Погорєловська І. Д. Особливості венчурного бізнесу та перспективи його розвитку в Україні / І. Д. Погорєловська, О. І. Черній // Науковий вісник Національної академії ДПС України. – 2006. – № 4–5 (35). – С. 12–18.

112. Поляк М. М. Державна підтримка розвитку венчурного бізнесу в Україні з урахуванням зарубіжного досвіду / М. М. Поляк // Стратегії інноваційного розвитку економіки України: проблеми, перспективи, ефективність : матер. IV Міжнар. наук.-практ. Internet-конференції студентів та молодих вчених (20 грудня 2013 р., м. Харків). – Харків : НТУ“ХПІ”, 2013. – С. 84–85.

113. Поляк М. М. Інституціонально-правові основи посилення ролі держави як “гаранта” безпеки і суб’єкта венчурного фінансування / М. М. Поляк // Регіональна бізнес-економіка та управління. – Вінниця : Вінницький фінансово-економічний інститут, 2013. – № 2 (41). – С. 161–166.

114. Поляк М. М. Напрями розвитку венчурного бізнесу в Україні / М. М. Поляк // Тенденції розвитку економіки у 2014 р.: аналітичний та теоретико-методологічний аспекти : Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпропетровськ, 31 січня 2014 р.) : у 2-х ч. – Дніпропетровськ : Перспектива, 2014. – Ч. 1. – С. 120–122.

115. Поляк М. М. Особливості інституціональної структури механізму венчурного фінансування / М. М. Поляк // Економічний вісник університету : зб. наук. праць учених та аспірантів. – Переяслав-Хмельницький, 2012. – Вип. 19/2. – С. 254–258.

116. Поляк М. М. Проблеми розвитку венчурного підприємництва в Україні та проблеми їх вирішення / М. М. Поляк // Економічний вісник Донбасу. – 2012. – № 3 (29). – С. 163–168.

117. Поляк М. М. Проблеми та перспективи розвитку венчурного бізнесу в Україні / М. М. Поляк // Соціально-економічний розвиток України і регіонів : тези доп. ІІ Міжнар. наук.-практ. конф., м. Запоріжжя, 22 листопада 2013 р. / Класичний приватний університет. – Запоріжжя : Вид-во КПУ, 2013. – С. 180–181.

118. Поляк М. М. Роль державної підтримки розвитку венчурного бізнесу для збільшення випуску високотехнологічної та інноваційної продукції / М. М. Поляк // Пріоритети розвитку економіки України та інших країн : матер. Міжнар. наук.-практ. конф., 29–30 листопада 2013 р. // Чернігівський державний технологічний університет. – Чернігів : Гельветика, 2013. – С. 200–202.

119. Поляк М. М. Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного інвестування в Україні / М. М. Поляк // Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. – 2013. – № 5. – С. 113–116.

120. Поляк М. Н. Особенности венчурного бизнеса и перспективы его развития в Украине / М. Н. Поляк // Новые перспективы развития экономических наук: инновации и риски : XXII Междунар. науч.-практ.

конф. для студентов, аспирантов и молодых ученых, г. Москва 01.02.2014 г. – Москва : Экономика и финансы, 2014. – С. 26–29.

121. Поляк М. Н. Роль венчурной индустрии в формировании национальной инновационной системы / М. Н. Поляк // Экономика и право Казахстана. – 2014. – № 1. – С. 49–51.

122. Посталюк М. П. Венчурный капитал в инновационных экономических системах: функциональный анализ [Электронный ресурс] / М. П. Посталюк, Т. М. Посталюк // Вестник ТИСБИ. – 2013. – № 2. – Режим доступка: http://www.tisbi.ru/assets/Site/Science/Documents/29POSTALUK.pdf.

123. Поручник А. М. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми ста-новлення в Україні : монографія / А. М. Поручник, Л. Л. Антонюк. – Київ : КНЕУ, 2000. – 172 с.

124. Присяжнюк А. Ю. Особливості розвитку венчурного капіталу в Україні / А. Ю. Присяжнюк // Економіка та держава. – 2007. – № 5. – С. 20–21.

125. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 05.07.2012 р. № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17.

126. Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні : Закон України від 08.09.2011 р. № 3715-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3715-17.

127. Редіна Н. І. Венчурний капітал у ринковій економіці : монографія / Н. І. Редіна, Н. Ю. Пікуліна. – Дніпропетровськ : ДДФА, 2004. – 124 с.

128. Романішин О. В. Венчурне фінансування інноваційних підприємств / О. В. Романішин // Наукові записки. – Київ : Києво-Могилянська академія, 2001. – Т. 19. – Ч. 2. – С. 351–356.

129. Романішин О. В. Перспективи венчурних фондів в Україні як джерела фінансування інноваційної діяльності підприємств / О. В. Романішин // Наука молода. – 2004. – № 2. – Тернопіль, 2004. – С. 158–163.

130. Романішин О. В. Перспективи венчурних фондів в Україні як джерела фінансування інновацій- ної діяльності підприємств / О. В. Романішин // Наука молода. – Тернопіль, 2004. – № 2. – С. 158–163.

131. Рузавина Е. Венчурний капитал и инновации / Е. Рузавина, Н. Шеховцова // Росийский экономический журнал. – 1992. – № 7. – С. 100–108.

132. Савченко В. Ф. Проблеми венчурного інвестування в Україні / В. Ф. Савченко, Д. В. Шатирко // Науковий вісник ЧДІЕУ. – 2013. – № 2 (18). – С. 7–13.

133. Симоненко Д. С. Основні підходи щодо визначення сутності та джерел фінансування інноваційної діяльності підприємств України / Д. С. Симоненко // Вісник соціально-економічних досліджень. – 2012. – Вип. 4 (47). – С. 98–104

134. Сіржук Р. Участь венчурного капіталу в розвитку акціонерних товариств / Р. Сіржук // Цінні папери України. – 2003. – № 19 (257).– С. 7.

135. Соловьев В. П. Инновационная деятельность как системный процесс в конкурентной экономике (Синергетические эффекты инноваций) / В. П. Соловьев. – Киев : Феникс, 2004. – 560 с.

136. Стан розвитку організаційних форм венчурного підприємництва і його інфраструктури в країнах світу та в Україні / О. П. Зінченко, В. П. Ільчук, Л. Ф. Радзієвська, В. М. Євтушенко. – Київ : НДІСЕП, 2014. – 80 с.

137. Стариченко О. Особливості та можливості венчурних інвестиційних фондів в Україні / О. Стариченко // Фінансовий ринок України. – 2012. – № 5. – С. 11–14.

138. Стратегічний розвиток національної економіки : монографія / В. Д. Жидченко, І. П. Булєєв, Т. Л. Іванова, Т. Л. Цибулько та ін. ; за ред. Т. Л. Іванової. – Донецьк : ВІК, 2012. – 323 с.

139. Сухоребська О. Я. Ринок венчурних інститутів спільного інвестування в Україні: стан та перспективи розвитку / О. Я. Сухоребська //

Науковий вісник НЛТУ України : зб. наук.-тех. праць. – Львів, 2010. – Вип. 20.3. – С. 260–263.

140. Тарадайко Д. О. Сутність і особливості формування ринку венчурного капіталу в умовах інноваційного розвитку / Д. О. Тарадайко // Вісник Донецького університету економіки і права. – Донецьк : ДонУЕП. – 2005. – № 2. – С. 49–58.

141. Тарадайко Д. О. Удосконалення організації системи венчурного фінансування на рівні регіонів країни / Д. О. Тарадайко // Вісник ДонДУЕТ. – Донецьк : ДонДУЕТ, 2006. – № 3 (31). – С. 205–212.

142. Тарасова Г. О. Шляхи удосконалення використання венчурного капіталу на ринку інновацій / Г. О. Тарасова // Актуальні проблеми сучасності : монографія. – Донецьк : СПД Купріянов В. С., 2010. – С. 347–351.

143. Тарасова Г. О. Визначення оптимальної стратегії виведення капіталу з венчурного проекту / І. С. Грозний, Г. О. Тарасова // Економічний вісник Донбасу. – 2008. – № 4 (14). – С. 157–168.

144. Тарасова Г. О. Аналіз підходів до виведення венчурного капіталу з проінвестованих проектів / Г. О. Тарасова // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії. Економічні науки : зб. наук. праць. – Чернівці : БДФА, 2008. – Вип. 4 (13). – С. 52–59.

145. Тарасова Г. О. Аналіз вітчизняної практики використання та виведення венчурного капіталу / Г. О. Тарасова, Г. О. Блажевич // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою : зб. наук. праць. Серія “Економіка”. – Донецьк : ДонДУУ, 2011. – Т. XII. – Вип. 190. – С. 149-158.

146. Українська асоціація венчурного бізнесу. Аналітичний огляд ринку ICI в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua.

147. Фирсов В. А. Венчурное финансирование в малый инновационный бизнес / В. А. Фирсов // США: Экономика. Политика. Идеология. – 1993. – № 12. – С. 18–27.

148. Фоломьев А. Венчурний капітал / А. Фоломьев, М. Норберт. – Санкт-Петербург : Наука, 1999. – 142 с.

149. Фрезер А. Інтерв'ю із Головою Державного Агентства України з інвестицій та інновацій Віктором Івченко / А. Фрезер // Business Ukraine : англомовний щотижневий журнал. – 2007. – Т. 1. – № 1. – С. 26–27.

150. Хома І. Б. Венчурне інвестування як спосіб реалізації інноваційно-інвестиційного потенціалу держави / І. Б. Хома // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.3. – С. 292–298.

151. Цихай Т. В. Роль венчурної індустрії у формуванні національної інноваційної системи / Т. В. Цихай // Теорія і практика управління. – № 11. – 2010. – С. 32–40.

152. Цихан Т. В. Роль венчурной индустрии в формировании национальной инновационной системы / Т. В. Цихан // Теория и практика управления. – 2004. – № 11. – С. 96–104.

153. Чабан В. Г. Складова інноваційної інфраструктури: венчурний капітал / В. Г. Чабан // Фінанси України. – 2005. – № 4. – С. 35–40.

154. Чухно А. А. Постіндустріальна економіка: теорія і практика та їх значення для України / А. А. Чухно. – Київ : Логос, 2003. – 631 с.

155. Шевцов А. Розвиток венчурного підприємництва в Україні: проблеми та шляхи їх розв'язання [Електронний ресурс] / А. Шевцов, Р. Боднарчук, О. Гриненко // Регіональний філіал НІСД у м. Дніпропетровську. – Режим доступу: http://old.niss.gov.ua/monitor/june2009/6.htm.

156. Шевченко О. М. Венчурний капітал – основа механізму фінансування національних інноваційних процесів / О. М. Шевченко // Інноваційна економіка. – 2012. – № 4. – С. 52–56.

157. Шеховцов М. Проблемы и перспективы российского венчурного рынка [Электронный ресурс] / М. Шеховцов, И. Балашов // РЦБ. – Спецвып. “Квалифицированный инвестор”. – Март 2007 г. – Режим доступа: http://www.uaib.com.ua/print/news/mass_media/ici_dev/22921.html.

158. Шило Л. А. Венчурне фінансування як форма нагромадження капіталу в системі управління потенціалом підприємства : монографія / Л. А. Шило, В. В. Железняк ; Дніпропетр. нац. ун-т залізн. трансп. ім. В. Лазаряна. – Дніпропетровськ, 2010. – 194 с.

159. Шмігельська З. К. Зарубіжний досвід управління інноваційною діяльністю малих і середніх підприємств та можливості його адаптації в ринковій економіці України / З. К. Шмігельська // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 2 (3). – С. 119–128.

160. 2013 European private equity activity. Statistics on fundraising, investments and divestments. Official website of EVCA [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf.

161. Adapting and evolving. Global venture capital insights and trends 2014 [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_201 4/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf.

162. British venture capital association annual report – 2014. Official website of BVCA [Electronic resource]. – Mode of access: http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Research%20&%20Publications/Research%20R eports/141210%20-%20BVCA_Portfolio_report_2014_Final.pdf.

163. Funding the SBIC Program: An Owerwiew [Electronic resource] // U.S. Small business administration Website. – Mode of access: http://www.sba.gov./content/funding-sbic-program-overwiew.

164. Gil Avnimelech. VC policy: YOZMA program 15-years perspective. CBS Summer Conference-2009, Denmark, 17-19 June 2009. – CBS, 2009.

165. Joseph W. Bartlett. What is venture capital / Joseph W. Bartlett // The Encyclopedia of Private Equity. – February 2009. – 120 p.

166. Merkle E. Finanzierungmit Venture Capital / E. Merkle // If Wist Wirst – schaft wissenschaftliches. Studium 13. – 1984. – № 5. – S. 32–44.

167. Metrick A. Venture Capital and the Finance of Innovation / Andrew Metrick. – John Wiley&Sons, 2007. – 176 p.

168. Sabaliauskas L. Recent developments of the Baltic Venture Capital Market [Electronic resource] / Linas Sabaliauskas // Triniti. – Tallinn ;Vilnius, 2013. – Mode of access: http://triniti.ee/en/archives/4249.

169. Silverstein E. Silicon Valley Venture Capitalists Visit Russia for Investment Search, Networking [Electronic resource] / E. Silverstein // INFOTECH Spotlight. – 2010. – May 26. – Mode of access: http://it. tmcnet. com/topics/it/articles/86597-silicon-valleyventure-capitalists-visit-russia-investment-search.htm.

170. The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, 2011/2012 annual [Electronic resource]. – Mode of access: www.hkvca.com.hk/hkvcpea/files/mar10r01.pdf.

171. Venture Capital White Paper 2010/EVCA [Electronic resource]. – Mode of access: http://iri.jrc.ec.europa.eu/concord-2010/presentations/fricke.pdf.