



ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ: СВІТОВА ПРАКТИКА ТА ВІТЧИЗНЯНІ РЕАЛІЇ

Олена Орлюк,
*директор НДІ інтелектуальної власності АПРН
України, доктор юридичних наук*

Україна проголосила пріоритетом свого розвитку запровадження національної інноваційної системи. Відповідно, подальшої актуальності набувають дослідження як економічної, так і правової складових інноваційних процесів. Серед ключових позицій у процесі забезпечення інноваційного шляху розвитку ринкових економік займає формування і розвиток національних венчурних систем, що виступають однією з основних компонентів інноваційної інфраструктури і засновуються на венчурному капіталі.

Останні роки характеризуються істотним зростанням обсягів венчурного фінансування, що пов'язується з підйомом інноваційної діяльності та розвитком тих секторів економіки, які базуються на високих технологіях. Адже суспільство не даремно і небезпідставно очікує віддачі від здійснених раніше інвестицій в освіту та науку. За результатами багаточисельних досліджень, економічна віддача інвестицій в інновації перевищує окупність у будь-яких інших сферах застосування фінансових ресурсів та перебуває на рівні 35 — 50%. Супутні ж вигоди для суспільства в цілому нерідко можуть перевищувати прямий ефект первинного призначення розробки.

Саме тому інвестиції в інновації та науку, що їх насичує, є високоефективним способом розміщення фінансових ресурсів.

При цьому доступ індустрії до фінансів є визначальним моментом в інноваційному процесі при переведенні результатів досліджень і розробок у комерційний продукт. Оскільки лише концентрація фінансових ресурсів на найбільш перспективних, професійно відібраних на ранніх стадіях інноваційних проектах, із майбутньою швидкою комерціалізацією розробок, може забезпечити повернення вкладених коштів. Лише такий підхід дозволяє забезпечити співвідношення темпу та рівня отримання доходів із зростанням витратності та ризиковості відповідних науко- та фондомістких розробок.

Серед основних чинників, що сприяють розвиткові венчурної індустрії, можна виділити наступні:

- 1) наявність науково-освітньої бази, представлені сильним дослідницьким сектором, розвиненими науковими школами, які проводять безперервний цикл досліджень;
- 2) стабільний попит з боку державного і приватного секторів на наукові дослідження і розробки;



- 3) зрілість фінансового ринку, який характеризується розвиненими різноманітними фінансовими інститутами та ринками страхового і пенсійного секторів, наявністю фондового ринку;
- 4) наявність вільних "довгих" грошей в економіці;
- 5) політична і макроекономічна стабільність, стабільне економічне зростання.

Венчурний капітал використовується переважно для фінансування діяльності фірм, що характеризуються швидкими темпами розвитку, і тому відіграє важливу роль у забезпеченні конкурентоспроможності промисловості в цілому. Це пояснює, зокрема, чому країни із розвинутим ринком венчурного фінансування (США, Японія, Німеччина, Великобританія, Нідерланди та ін.) виступають як найбільш великі експортери продукції, виробленої із застосуванням високих технологій. У багатьох країнах існують юридичні та консалтингові бюро, що спеціалізуються у даній сфері і об'єднують більшість великих інвесторів відповідної країни.

Венчурний капітал виступає специфічним типом фінансів, які надаються фірмами, що інвестують і одночасно беруть участь у керуванні молодими компаніями, які не котуються на фондовому ринку. Фактично, мова йде про малі, орієнтовані на нові технології фірми, повз які, здебільшого, проходять великі компанії і традиційні фінансові інститути.

Адже практика доводить, що основною перепоною розвитку малих інноваційних підприємств та фірм, особливо із "проривними" технологіями та неструктурованими ринками, є саме недостатність фінансових ресурсів. Їх засновники не мають

власних ресурсів і, водночас, мають, щонайменше, три перешкоди на шляху отримання кредиту у фінансових посередників:

- 1) надзвичайно високі ризики, пов'язані із несформованістю ринку;
- 2) порівняно тривалий термін (понад 2-3 роки) виходу проекту на прибутковість;
- 3) відсутність заставного забезпечення, оскільки основним видом власності інноваційного підприємства є інтелектуальна власність, ідеї, секрети виробництва, спеціалізоване обладнання або ресурси, які в цілому є низьколіквідними на початкових стадіях розвитку.

Допоки у науці не існує єдиного узгодженого визначення венчурного капіталу. Здебільшого його характеризують як економічний інструмент, що використовується для фінансування введення у дію компанії, її розвитку, захоплення або викупу інвестором при реструктуризації власності [1, 2]. Інвестор надає фірмі необхідні кошти шляхом вкладення їх у статутний капітал та/або виділення пов'язаного кредиту. За це він отримує визначену долю (не обов'язково у формі контрольного пакету) у статутному фонді компанії, яку залишає за собою до тих пір, доки не продасть її та не отримає належного йому прибутку. Інвестиції у формі венчурного капіталу характеризуються рядом особливих рис, що дозволяють виокремити їх з-поміж інших форм інвестицій: тривалі строки, елементи ризику, участь у керуванні компанією, в яку інвестуються кошти, форма отримання доходів (переважно у формі приросту капіталу, а не у вигляді дивідендів).

Інституційний аналіз національних інноваційних систем доводить, що більшість структур венчурного капіталу являють собою незалежні фонди, які об'єднують капітали фінансових інститутів. Венчурний капітал (venture capital), за визначенням Європейської Асоціації венчурного капіталу (EVCA — European Private Equity and Venture Capital Association)¹, є професійним пайовим капіталом, що надається підприємцям для вкладення коштів на ранній стадії розвитку або при ризиковому розширенні підприємства. Супроводжується високим ризиком, який бере на себе інвестор, і водночас, очікуванням вищого доходу, ніж середня окупність інвестицій.

Відповідно, венчурними фондами (venture fund) прийнято називати фонди приватного капіталу (private equity funds), які інвестують у підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку. У свою чергу венчурне інвестування являє собою відокремлену частину інвестиційної галузі, що має стандартні методи оцінки проектів, критерії успіху інвестицій, заходи із диверсифікації ризиків.

В індустрії прямих приватних та венчурних інвестицій загальнозастосованим є наступне розділення процесу росту і розвитку непублічної компанії на певні стадії [3,4]:

Seed ("посівна") — компанія перебуває на стадії формування, є лише проект або бізнес-ідея, йде про-

цес створення управлінської команди, проводяться НДДКР та маркетингові дослідження;

Start-up ("старт-ап") — компанія недавно утворена, володіє дослідними зразками, намагається організувати виробництво та вихід продукції на ринок;

Early stage, early growth ("раннє зростання") — компанія здійснює випуск та комерційну реалізацію готової продукції, хоча поки не має стійкого прибутку. На цю стадію приходить "крапка беззбитковості";

Expansion ("розширення") — компанія займає певні позиції на ринку, стає прибутковою, їй необхідні розширення виробництва та збуту, проведення додаткових маркетингових досліджень, збільшення основних фондів та капіталу;

Exit ("вихід") — етап розвитку компанії, на якому відбувається продаж долі інвестора іншому стратегічному інвестору, їх первинне розміщення на фондовому ринку (IPO) або викуп менеджментом (MBO). Продаж здійснюється за цінами, що набагато перевищують вкладення, що дозволяє інвесторам зафіксувати значні обсяги прибутку.

Саме перші декілька років існування інноваційного проекту (що отримали назву "долина смерті"), коли ризики є максимальними, й характеризуються найбільшими ускладненнями у залученні фінансових ресурсів; вони часто супроводжуються від'ємним грошовим пото-

¹ European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) — Європейська Асоціація венчурного капіталу — заснована у 1983 р. у Брюсселі. Асоціація представляє інтереси європейського приватного сектору акціонерного капіталу і просуває відповідні класи фінансових активів як у межах Європи, так і у всьому світі. Із приблизно 1150 членами в Європі, ЄВРОПЕЙСЬКА Асоціація венчурного капіталу відіграє значну роль у представленні інтересів промисловості перед державними національними регуляторами; впливає на розвиток професійних стандартів; замовляє і фінансує наукові дослідження; забезпечує професійний розвиток, організує проведення форумів, тренінгів тощо; полегшує взаємодію між членами Асоціації і ключовими учасниками ринку, включаючи інвесторів, підприємців, вищих чиновників, академіків // Джерело: сайт EVCA: <http://www.evca.com>.



ком самого проекту [4, с. 17]. Пік "долини смерті" припадає на перехід від стадії "старт-ап" до "раннього зростання". У силу своєї специфіки фінансування "старт-апів" вимагає розвитку особливих інвестиційних механізмів, що можуть дозволити залучати у цей сектор достатньо великі обсяги капіталу та оптимізувати структури ризиків. У світі такий механізм був створений у вигляді венчурного фінансування, що являє собою нині окремий інвестиційний сектор.

Не викликає заперечень той факт, що виникнення й активний розвиток сучасного венчурного бізнесу став можливим, насамперед, завдяки потребі високоризикового капіталу з боку малих і середніх інноваційних виробничо-технологічних компаній, що спромоглися створити високий комерційний потенціал розробок НДДКР.

При цьому саме малий і середній інноваційний бізнес є основним венчурним середовищем капіталу. На частку дрібних високотехнологічних фірм у світі доводиться більше 85 % обсягу коштів ризикового фінансування [5]. Можна цілком погодитися з тим, що розвиток малого інноваційного підприємництва є найважливішим напрямком формування національної системи венчурного інвестування. Його нерозвиненість, а отже, відсутність повноцінного попиту на ризиковий капітал, є головними причинами, що стримують розвиток венчурного фінансування інноваційної діяльності.

У той же час особливе місце у системі венчурного інвестування займають інноваційно орієнтовані корпорації, що здійснюють наступальну ринкову стратегію. Пов'язане це із рядом обставин. По-перше, великі

корпорації є найважливішим джерелом інновацій, оскільки в них виконується велика питома вага національних НДДКР. Наприклад, питома вага наукових досліджень, виконуваних 100 найбільшими компаніями в загальному обсязі промислових НДДКР у США становить 82 %, в Англії — 69,5 %. у Франції — 81,9 %. По-друге, великі промислові корпорації мають значну питому вагу у поповненні венчурного капіталу, у формуванні венчурних фондів. При цьому корпорації беруть участь у венчурному фінансуванні трьома основними способами [2, с. 59-60].

Насамперед, вони безпосередньо фінансують створення малих фірм. Венчурні операції у такому випадку не відриваються від кругообігу продуктивно-функціонуючого фінансового капіталу, а лише тимчасово відволікаються на позичкові операції. Розроблена ними технологія створення нового продукту належить, як правило, материнській компанії, що дозволяє одержати значну вигоду у випадку його успіху на ринку інновацій. Масове виробництво продукту налагоджується вже великою компанією на основі дрібної фірми, існування якої у цих випадках є тимчасовим.

Наступним варіантом венчурного фінансування, яке стимулюється великими корпораціями, служить створення цілком належних їм філій дрібних венчурних фірм, але вже не науково-дослідних, а інвестиційних. У формі інвестиційної венчурної фірми створюється фонд, який використовується довгостроково й спеціально для надання позичок на розробку й освоєння винаходів, зроблених поза межами материнських компаній. Часто такі фонди формуються об'єднаними зу-



силлями декількох великих корпорацій. Багато хто з них створює десятки дрібних інвестиційних фірм, які утворюють мережу, призначену для перевірки, відбору й використання наукових ідей.

Третім, найбільш розвиненим і ефективним способом участі корпорації у ризиковому фінансуванні служить їхня діяльність із створення самостійно функціонуючих спеціалізованих інвестиційних фірм венчурного капіталу. Створюються такі фірми шляхом об'єднання коштів різними власниками. Тут корпорації є важливими, але і єдиними учасниками. За допомогою зазначених фірм венчурного капіталу корпорації фінансують малі фірми. І діють вони не тільки як власники грошового капіталу, зацікавлені в одержанні відсотку по позичкових операціях, але і як замовники нових технологічних рішень, що оплачують витрати на їхню розробку.

Водночас аналіз ролі великих інноваційно орієнтованих корпорацій дає підстави для висновку про те, що важливим напрямком формування системи венчурного інвестування є розвиток взаємодії, інтеграції великих, малих підприємницьких структур і вищої фахової освіти та науки. Ця цілісна тріада дозволяє:

- збільшити пропозицію інновацій на якісно новій науковій основі й попит на них у виробничій сфері;
- підсилити інтеграцію науки, утворення, виробництва й ринку;
- істотно полегшити процес створення і розвитку венчурних фірм та підвищити їхню економічну стабільність;
- розширити фінансові можливості венчурних інноваційних

підприємств за рахунок доступу до банківських кредитів;

- заощаджувати час і кошти великих корпорацій на НДДКР і на перебудову технологічних виробничих програм, на розвиток диверсифікованості власного виробництва [6, с. 21].

Водночас, якщо у країнах Європи і США венчурний капітал є одним із найважливіших інструментів фінансування науково-дослідних робіт і розвитку високих технологій, підтримки малого і середнього бізнесу, який працює у цій сфері, в Україні роль венчурного капіталу у зазначених сферах залишається незначною.

Легальне поняття венчурних фондів введено Законом України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15.03.2001 р. № 2299-III (із змінами) [7]. Під венчурним фондом розуміється недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більш ніж на 50 % складаються з корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі.

Ризик венчурного інвестування повністю лежить на інвесторі, внаслідок чого діяльність венчурних фондів порівняно з іншими інститутами спільного інвестування є не настільки зарегульованою. Склад і структура активів венчурного фонду визначається тільки його учасниками. До складу його активів можуть входити боргові зобов'язання емітентів, частка у корпоративних правах яких входить до складу активів цього фонду. Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями,



облігаціями (у тому числі конвертованими) та договорами позики.

Зокрема, венчурний інвестиційний фонд може інвестувати всі свої кошти в неліквідні цінні папери одного емітента, купувати векселя й надавати позики компаніям, якими він володіє тощо. Водночас надання позик третім особам за рахунок грошових коштів венчурного фонду не дозволяється. Немає обмежень і на кількість учасників венчурного інвестиційного фонду — учасником фонду може бути й одна особа.

Водночас принциповим моментом у діяльності венчурних фондів є норма, яка обмежує коло учасників венчурних фондів виключно юридичними особами. Цінні папери фонду не підлягають публічному розміщенню й розміщуються тільки серед юридичних осіб. Варто зауважити, що у більшості промислово розвинених країн таке обмеження є відсутнім, і поряд із юридичними особами кошти у венчурні фонди вкладають і фізичні особи. Крім того, на відміну від світової практики, де венчурні фонди є одним з інструментів вкладень пенсійних фондів, вітчизняний регулятор (Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України) наполягає на забороні пенсійним фондам передавати свої ресурси в керування венчурним, оскільки такі ресурси також являють собою, у кінцевому рахунку, кошти фізичних осіб.

Хоча якщо порівняти українське законодавство із законодавством промислово розвинених країн, де венчурний бізнес є розвиненим, то є підстави погодитися із висновком, що у нас навіть до диверсифікова-

них фондів існують більше легкі вимоги по вкладеннях, чим у них до венчурного. Наявні там надзвичайно тверді вимоги до прибутковості й до напрямків вкладень коштів фондів пояснюються необхідністю забезпечення інтересів інвесторів.

Крім того, одним із недоліків вітчизняного законодавства, на якому наголошують експерти, є відсутність закону про акціонерні товариства, прийняття якого, окрім усього іншого, поліпшить культуру корпоративного керування. Венчурні інвестори в Україні не погоджуються, як правило, інвестувати в підприємства, якщо їм не вдається викупити пакет статутного фонду підприємства, що становить як мінімум 25 % +1 акція [8].

Вітчизняний венчурний капітал представлений нині майже 6 сотнями венчурних фондів². При цьому значна кількість венчурних фондів обслуговує проекти своїх засновників. Фонди або консолідує кошти, необхідні для власних інвестиційних проектів, або використовуються для оптимізації податкових платежів засновників. Хоча і відмічають зацікавленість деяких засновників українських фондів у використанні венчурного механізму за прямим призначенням. Що ж до банків та фінансово-промислових груп, то вони тільки починають брати участь у венчурних фондах.

Кінцевою метою венчурного інвестування є продаж активів, придбаних венчурним фондом, стратегічному інвесторові. Однак, за твердженням представників фондів, заключний продаж бізнесу є дуже складною проблемою для венчурних

² За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу внесеними до ЄДРІСІ станом на 30.09.2007 р. були 591 венчурних фондів // Джерело: <http://www.uaib.com.ua/institutes.html>



інвесторів в Україні. Якщо в розвинених країнах традиційно стратегічні інвестори шукають венчурного капіталіста для придбання в нього пакета того або іншого підприємства, то в Україні венчурним інвесторам самим доводиться докласти зусиль, щоб знайти "стратега". Іншим варіантом продажу бізнесу венчурним капіталістом є, як уже зазначалося вище, випуск ІРО.

Водночас українські венчурні фонди не поспішають інвестувати кошти в акції на організованих ринках, оскільки інвестиції у фондовий ринок в Україні приносять відносно низьку прибутковість при високому рівні неконтрольованих ризиків. Інвестиції ж у невеликі підприємства шляхом придбання контролю над ними дозволяють контролювати фінансові й інші ризики.

Найбільш же суттєвим моментом є спрямування коштів венчурних фондів. Як зазначалося, у світовій практиці венчурні фонди розглядаються переважно як своєрідні інтелектуальні диверсифікати, тісно пов'язані із багаточисельними впроваджувальними наукомісткими організаціями. Разом із такими організаціями вони спільно розробляють план робіт, вирішують питання збуту, здійснюють підбір висококваліфікованих кадрів, здійснюють патентний аналіз тощо. Фактично, венчурні фонди виступають однією з провідних структурних ланок так званих інкубаторів венчурного інвестиційного бізнесу, що пов'язаний із реалізацією ризикових проектів, ризикових інвестицій, у першу чергу, у галузі науково-технічних новацій.

Основні ж сфери використання венчурних інвестиційних фондів в Україні — це використання цінних паперів для податкової оптимізації

будівництва й продажу нерухомості. Фонд або виступає співзасновником будівельної компанії, або придбає частину акцій на вкладену суму, або виділяє так званий зв'язаний (інвестиційний) кредит і вводить у правління свою довірену особу, забезпечуючи безперервний контроль над витратою коштів. Наявні ж механізми реінвестування дозволяють оптимізувати одержуваний прибуток.

Кошти, отримані від емісії цінних паперів фонду, і доходи фонду (операції із цінними паперами, дивіденди, нараховані на акції, і відсотки по облігаціях, операції з нерухомістю) не обкладаються податком на прибуток, а реінвестування відстрочених податкових платежів інвесторів дозволяють підвищити прибутковість фонду, що призводить до кінцевого збільшення доходів інвесторів. Безпосередньо ж оподаткування податком на прибуток підприємств за базовою ставкою у 25 % відбувається лише при виплаті доходів учасникам венчурного фонду (при продажу цінних паперів фонду) під час закриття такого фонду. Однак термін заснування фонду чинним законодавством не обмежується.

Наявна ситуація із венчурним капіталом в Україні вимагає переосмислення його ролі і значення у контексті світової практики з метою орієнтування хоча б частково венчурного фінансування на науково-технологічну сферу. Відповідно, в якості основних напрямів розвитку системи венчурного інвестування доцільно виділити такі:

- 1) нормативно-правове забезпечення — необхідність розробки і прийняття нормативно-правових актів, що забезпечують ефектив-



не функціонування системи венчурного інвестування у науковій, науково-технічній і інноваційних сферах. У рамках цього напряму слід передбачити: по-перше, формування нормативно-правової бази, що регулює відносини у сфері венчурного інвестування; по-друге, забезпечення державної підтримки системи венчурного інвестування, у тому числі шляхом внесення відповідних змін та доповнень у податкове, митне і банківське законодавство; по-третє, створення належних правових механізмів для розвитку вторинного фондового ринку, у тому числі біржової торгівлі цінними паперами венчурних підприємств, системи електронних торгів й інших механізмів ринку;

- 2) організаційний — створення регіональних і галузевих венчурних інвестиційних інститутів,

у тому числі інноваційних центрів, технопарків, технополісів, наукових парків, інноваційних бізнес-інкубаторів тощо, інфраструктури венчурної діяльності;

- 3) кадровий — створення центрів, курсів із підготовки, підвищення кваліфікації, перепідготовки кадрів, що зможуть забезпечити необхідні для венчурної індустрії спеціальності та спеціалізації.

Зараз є слушний момент, коли можна проаналізувати зарубіжний досвід, співставити його з нашою практикою й можливостями і створити умови для того, щоб венчурний бізнес в Україні запрацював у класичному його розумінні. І основною передумовою у цьому виступає зацікавленість держави. ●

Література:

1. Эмиль Ван дер Бург. Развитие европейской венчурной индустрии в конце 90-х годов и процессы развития в Восточной Европе. — СПб.: РАВИ, 2001.
2. Венчурный капитал и прямое инвестирование в России. Сборник статей и выступлений. — СПб.: РАВИ, 2000.
3. Глэдстоун Д., Глэдстоун Л. Инвестирование венчурного капитала. - Днепропетровск: Баланс Бизнес Брук, 2006.
4. Каширин А.И. Венчурное инвестирование в России / А.И. Каширин, А.С. Семенов. — М.: Вершина, 2007.
5. К вопросу о концепции национальной системы венчурного инвестирования // http://lottomobile.ru/library/invest_blqz.htm
6. А. Н. Фоломьев, В. Г. Ревазов. Инновационное инвестирование. — СПб.: Наука, 2001.
7. Закон України "Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)" від 15 березня 2001 р. N 2299-III (із змінами) // Відомості Верховної Ради (ВВР), 2001, N 21, ст.103.
8. Венчурное инвестирование — украинский аспект // <http://www.prostobiz.com.ua>.