

ДЕРЖАВНА ПОЛІТИКА ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В ІННОВАЦІЙНІЙ МОДЕЛІ РОЗВИТКУ УКРАЇНИ

У статті розглянуто сутність, роль і місце венчурного механізму інвестування в контексті інноваційного розвитку економік розвинутих країн й України, а також досліджено його роль у процесах інвестування інновацій підприємствами.

Ключові слова: інвестиції, інноваційна діяльність, венчурний фонд, венчурний механізм, інститути спільного інвестування, пайові інвестиційні фонди, корпоративні інвестиційні фонди, відкриті інвестиційні фонди, інтервальні інвестиційні фонди, закриті диверсифіковані інвестиційні фонди, закриті недиверсифіковані невенчурні інвестиційні фонди.

Розвиток конкурентної вітчизняної промисловості неможливий без інноваційної діяльності, без державної підтримки, удосконалення схем та інструментів фінансування інновацій. У світовій практиці вже давно плідно використовують механізми формування фінансових ресурсів для забезпечення процесів упровадження нових технологій, в основі яких лежать принципи венчурного фінансування. Ринки венчурного капіталу в країнах поширення механізмів венчурного інвестування досліджували такі вітчизняні науковці, як: В. Денисюк, І. Дворжак, П. Ковалишин, Е. Лебедева, К. Пинюгин. У їх працях розглянуто загальні особливості й тенденції розвитку ринків венчурного капіталу у країнах США та Європи тощо. Водночас проблеми державної підтримки розвитку венчурної діяльності в українській науці розроблені недостатньо мірою й потребують подальшого дослідження.

Мета статті – визначити роль і місце венчурного механізму фінансування в процесі переходу економіки України на інноваційний шлях розвитку. Виходячи з поставленої мети, необхідно вирішити такі завдання: визначити роль і місце венчурного механізму в системі інноваційного розвитку; проаналізувати досвід венчурного фінансування в розвинутих країнах; дослідити та оцінити рівень розвитку венчурного механізму інвестування й перспективи розвитку венчурного бізнесу в Україні.

Існує безліч визначень венчурного фінансування, але найбільш поширеним є таке: це фінансування приватним підпри-

ємницьким капіталом проекту, успішна реалізація якого не гарантована.

Поняття "венчур" (venture) у перекладі з англійської означає "ризик", "ризикове починання", "ризикове підприємство". Історично так склалося, що найцікавішими об'єктами для застосування венчурного капіталу були малі інноваційні компанії, орієнтовані на розробку й вихід на ринок наукоємної продукції на базі високих технологій, тому часто венчурне фінансування пов'язується з прямими інвестиціями в компанії саме технологічного сектору. Звичайний термін венчурної інвестиції становить три-п'ять років, рідше (якраз у випадку житлово-комунального господарства, де термін окупності проектів довший) – сім-вісім років.

Венчурний капітал – це прямі інвестиції, зроблені на стадіях розвитку або розширення бізнесу. У США термін "венчурний капітал" вживають для позначення інвестицій у компанії, що перебувають на ранніх стадіях свого розвитку, а також інвестицій у високотехнологічні компанії, не зареєстровані на фондовій біржі. Закономірність зростання венчурного капіталу в тому, що залучення інвестицій спрямовано на підприємства, які стануть у найближчому майбутньому стратегічними об'єктами в країні. Умовами зацікавленості венчурних інвесторів у діяльності підприємств можуть бути: отримання контрольного пакета акцій; доступ до ринку збуту продукції, робіт та послуг; вплив на нормативно-законодавчу базу; визначення завищеного дисконту; вплив на валютно-фондовий ринок країни.

Венчурна діяльність зародилася в США. Починаючи з 1930-х рр., кілька сімейних інвестиційних груп стали вперше екс-

периментувати з інвестиціями в підприємство та нові технології. Трохи пізніше, у кінці 1930-х рр., потужний поштовх венчурному руху надала знаменита Силіконова долина, де випускники Стенфордського коледжу створювали компанії з промислової розробки власних винаходів. У 60–70-х рр. XX ст. венчурні фірми сфокусували свої інвестиції головним чином на компаніях у початковій стадії розвитку та стадії розширення.

У Європі венчурна діяльність розпочала активно розвиватися на початку 1980-х рр. Важливою передумовою динамічного розвитку венчурної галузі в Європі стала наявність двадцятирічного американського досвіду, що дав змогу уникнути багатьох

помилко та адаптувати вже відпрацьовані фінансові й управлінські технології. Після інтернет-буму, який прийшов у Європу пізніше, ніж у США, європейські венчурні інвестори стали терпиміше ставитися до ризику на ранніх фазах розвитку компаній [1, с. 19].

Ключовими учасниками інвестиційного процесу є: 1) інвестори, які прагнуть до отримання високих доходів; 2) підприємці, яким необхідний капітал; 3) інвестиційні банки, що організують продаж компаній; 4) венчурні фонди (венчурні капіталісти), які заробляють гроші на посередництві між переліченими зацікавленими сторонами (рис. 1) [2, с. 17].

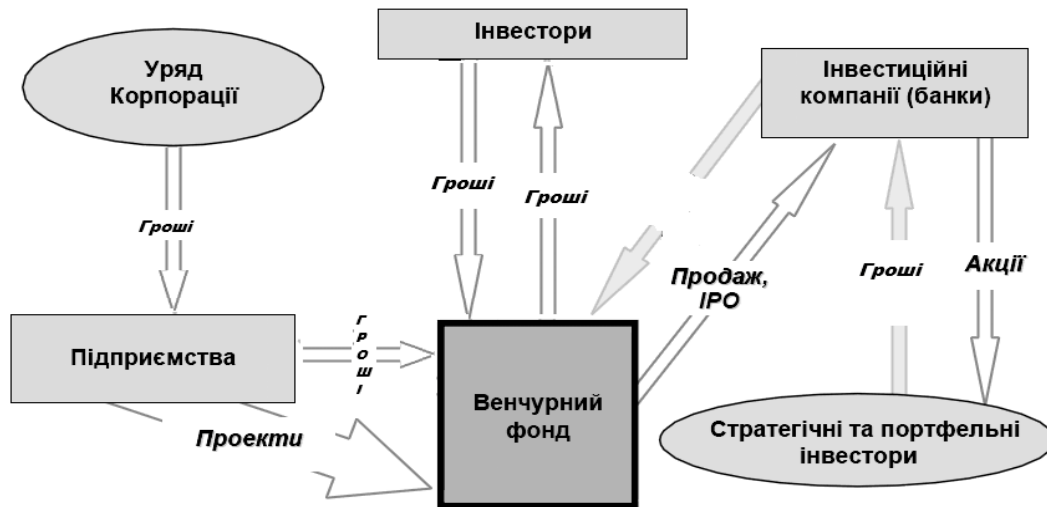


Рис. 1. Структура венчурної індустрії

У сучасній практиці венчурного бізнесу склалися три основні регіональні ринки венчурного капіталу, які охоплюють території США, країн Західної Європи (Великобританія, Німеччина, Франція тощо) і країн Східної, Південно-Східної та Південної Азії (Японія, Південна Корея, Китай, Сінгапур, Індія). Кожен із цих ринків має свої особливості розвитку. Крім того, останніми роками активно формуються ринки венчурного капіталу в Центральній і Східній Європі. Завдання адаптації венчурного механізму фінансування інноваційних проектів актуальне для України, Росії, деяких інших держав СНД [3, с. 25].

Найбільш поширені венчурні фонди в США – це пенсійні фонди, інвестиційні фонди та страхові компанії, університетські фонди. Усі вони вкладають невелику частку своїх коштів у високоризикові інвестиції. Очікувана віддача від цих інвестицій – 25–35% річних. Критерієм при виборі венчурного фонду для вкладення грошей для інституційних інвесторів зазвичай є не те, які саме проекти фінансуються венчурним фондом, а репутація та минулі успіхи людей, які управляють фондом. Однак із цим пов'язані й певні негативні тенденції:

безвідсотковий приплив грошей у галузь призвів до появи безлічі нових недостатньо досвідчених і недостатньо професійних учасників, а також підвищення тиску на венчурних капіталістів з вимогами забезпечити високі результати вже в короткостроковій перспективі.

Однак між американським і європейським варіантами венчурного інвестування існувала дуже велика відмінність. В Європі роль держави в економіці завжди була вищою, ніж у США. Тому правові механізми забезпечення венчурної діяльності були значно слабшими. Крім того, європейські інвестори уникали вкладень у волативні акції, володіючи менш ризикованими облігаціями з фіксованим доходом. Та й за стадіями фінансування європейці сильно відрізнялися від американців: велика частина грошей була спрямована на кінцеві фази розвитку компаній і фінансування змін у володінні компаніями. Ще однією перешкодою на шляху розвитку венчурної діяльності було менш розвинуте патентне право.

Формування інститутів венчурного фінансування й розвиток венчурного бізнесу

Право та державне управління

в Україні започатковано у 1992 р. і відбувається повільно. У багатьох розвинутих країнах світу венчурні фонди спрямовують кошти інвесторів в інноваційну сферу. В Україні тенденції абсолютно інші: кошти венчурних фондів інвестуються в будівництво та нерухомість і поки слабо орієнтовані на "хай-тек" технології. Основні засади функціонування та обмеження діяльності інститутів спільного інвестування в Україні були узгоджені з Директивою Європейського Союзу [4, с. 2].

У 2001 р. Верховна Рада України прийняла Закон "Про інститути спільного інвестування" [5]. Крім іншого, закон ввів в українське законодавче поле визначення венчурного фонду. Передбачалось створення в Україні інфраструктури фондів приватного капіталу й венчурних інвестицій, яка сприяла б розвитку інвестиційних процесів та доступу підприємств до джерел фінансування. Схематично законодавчі вимоги щодо діяльності інвестиційних фондів наведено в табл. 1.

Таблиця 1

Види корпоративних інвестиційних фондів в Україні

Характеристика	Відкриті інвестиційні фонди	Інтервальні інвестиційні фонди	Закриті інвестиційні фонди
Викуп цінних паперів	У будь-який робочий день; може бути встановлено мінімальну кількість ЦП, які придбаваються інвестором	У визначені проспектом емісії дні, але не рідше ніж раз на рік	Після закінчення строку, на який був створений інвестфонд
Термін існування	Можуть бути строковими і безстроковими		Можуть бути тільки терміновими
Диверсифікація	Можуть бути тільки диверсифікованими		Можуть бути диверсифікованими і недиверсифікованими (венчурними і невенчурними)
Структура активів	Не менше ніж 10% – кошти, для диверсифікованих – тільки ЦП і грошові кошти, з них не більше ніж 20% ЦП, не допущених до торгів на фондовій біржі або в торгово-інформаційній системі		Ті самі вимоги для диверсифікованих; для недиверсифікованих – не більше ніж 50% ЦП, не допущених до торгів на фондовій біржі або в ТІС + нерухомість; для венчурних – 100% ЦП можуть бути не допущені до торгів, до структури активів можуть бути включені боргові зобов'язання
Визначення вартості чистих активів	Кожен робочий день	На кінець робочого дня перед викупом, але не рідше ніж раз на квартал	
Обіг ЦП	Обмежено: відчуження здійснюється тільки шляхом викупу КУА, відчуження третім особам дозволяється лише в разі правонаступництва, успадкування та дарування	Не обмежується	

Бум венчурних інвестицій в Україні розпочався на початку 2000 р. з появою спеціальних економічних зон (далі – СЕЗ) та території пріоритетного розвитку (далі – ТПР) [6, с. 15]. Це був період, коли український бізнес зрозумів, що в Україні з'явилася система, яка дозволяє на законних підставах вирішувати питання реінвестування з офшорів та зростання кількості венчурних інвестиційних фондів в Україні. Він був пов'язаний зі спрощеною звітністю й пільгами при оподаткуванні. Упродовж діяльності СЕЗ і ТПР була поліпшена політика відкритої економіки, залучали іноземні інвестиції спільно з іноземними інвесторами, упроваджували нові технології. Але податкові пільги для суб'єктів господарювання, які здійснювали свою діяльність у СЕЗ та на ТПР, були суттєвими, проте, як показало минуле, виявилися досить неефективними. Підприємни-

цькі структури, що функціонували в СЕЗ і ТПР, навіть за пільговим режимом оподаткування не виконували своїх обов'язків перед бюджетом, а ступінь реалізації інноваційних проектів не перевищувала 10% запланованого показника, крім того, більшість суб'єктів використовували надані їм преференції для тінювих схем одержання прибутків, спрямованих, насамперед, на незаконне відшкодування ПДВ з бюджету. Тому владою було прийнято рішення призупинити діяльність СЕЗ і ТПР в Україні. Сьогодні інтерес до венчурних інвестицій набув периферійного забарвлення, тому що фонди почали інвестувати в регіони, особливо південні та східні (рис. 2). Також змінилися об'єкти інвестування, якщо раніше це було виключно будівництво, то зараз для венчурного інвестування стає цікавим вкладати в сільське господарство, харчову промисловість та інші сектори економіки.

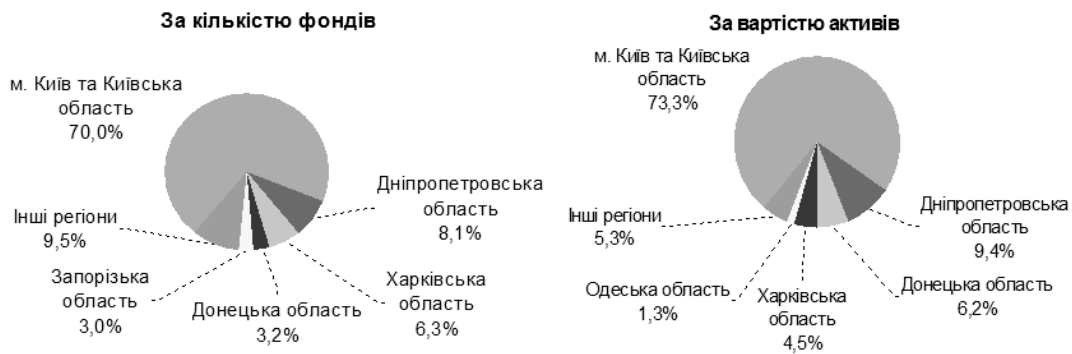


Рис. 2. Структура венчурних фондів у регіонах

Поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого: перш за все, це специфічний інститут спільного інвестування (далі – ІСІ), а саме недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більше ніж на 50% складаються з корпоративних прав і цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або в торговельно-інформаційній системі (ТІС).

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), станом на кінець 2012 р. в Україні зареєстровано вже 1200 венчурних фондів, з них інститути спільного інвестування: ПІФ – пайові інвестиційні фонди – 956, КІФ – корпоративні – 244; відкриті – 41 (В), інтервальні – 39 (І), закриті диверсифіковані – 13 (ЗД), закриті недиверсифіковані невенчурні – 46 (ЗН), – венчурні – 817 (ЗВ) (рис. 3).

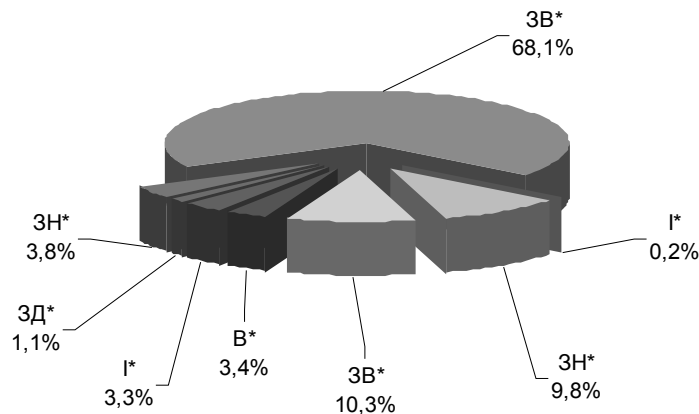


Рис. 3. Структура венчурних фондів в Україні

Ринок венчурного капіталу в Україні становить близько 400 млн дол. (потенційний його обсяг, за даними деяких компаній, сягає 800 млрд дол.). Значна кількість венчурних фондів, що працюють в Україні, створені або безпосередньо міжнародними організаціями, такими як ЄБРР, або в межах міжурядових угод [7].

У Донецькій області 13 фондів (закритий недиверсифікований венчурний пайовий інвестиційний фонд "Альтера Перший", ЗДВ "Кремень-Інвест", ЗДВ "Инвестиционный союз", ЗДВ "Современные инвестиционные технологии", ЗДВ "Фонд аграрного развития"), які фінансують вугільну індустрію регіону, сільське господарство та металургію [8].

Перша умова для розвитку венчурних фондів – доступ до джерел фінансування інвестицій. На сьогодні, відповідно до

чинного законодавства, ні фізичні особи, ні інституціональні інвестори (інвестиційні та пенсійні фонди) не можуть інвестувати у венчурні фонди. Це істотно скорочує потенційну інвестиційну базу для венчурних інвестицій. Нагадаємо, що бурхливий розвиток венчурних фондів у США почався 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 масштаби присутності останніх говорити рано, тому що ні репутація української венчурної індустрії, ні українське бізнес-середовище в цілому недостатньо для них привабливі.

Друга важлива умова – створення можливостей структурування угоди, які обмежували б ризики фонду. Мова йде про інструменти власності з властивостями опціону – конвертовані привілейовані акції та конвертовані облигації. 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, а цього зазвичай недостатньо для венчурного проекту. Єдиним інструментом, який може використовувати венчурний інвестор в Україні, залишаються прості акції, і це характерно для діяльності фондів приватного капіталу на більшості ринків, що розвиваються. Недоліком тут є відсутність страхівки для інвестора на випадок несприятливого сценарію реалізації проекту. Крім того, в умовах недостатньо високих стандартів корпоративного управління, венчурному інвестору для гарантії своїх прав власника необхідно мати значний або навіть контрольний пакет акцій.

Третя умова – розвиток ринку акцій і створення умов для IPO. Це, у свою чергу, вимагає розвитку інвестиційної бази, насамперед, зростання активів пенсійних та інвестиційних фондів. За відсутності фінансового ринку та можливості IPO єдиною можливістю виходу з інвестиції для фонду залишається продаж пакета стратегічного інвесторові, але це явно означає істотно меншу конкуренцію серед покупців, недооціненість при продажу, а отже, віддача від венчурного проекту може виявитися недостатньою для забезпечення зацікавленості всіх сторін угоди.

Незважаючи на те, що виконання перелічених умов вимагає часу й зусиль як з боку законодавців та уряду, так і інвестиційної галузі, в Україні є підстави для обережного оптимізму. Перш за все, це наявність галузей, що володіють потенціалом зростання, а значить, проектів, які потребують фінансування і потенційно вигідних для венчурного інвестора. Щодо перспектив у сфері управління корпоративними фінансами та зростання економіки України, то очікується посилення ролі ІСІ в системах управління фінансових, промислових, а також фінансово-промислових груп, концентрація в ІСІ корпоративної власності інвестора.

У сфері проектного інвестування можна передбачити розвиток фінансування приватних інвестиційних проектів через ІСІ та використання їх як механізму реалізації проектів державно-приватного партнерства в перспективних галузях регіонів. Наприклад, сьогодні в Донецькому регіоні вже працюють концесії; у вугільній промисловості, де концесіонер інвестує у відновлення занедбаних вугільних шахт; у металургію, де інвестує в модернізацію обладнання, в ЖКГ, інвестуючи в ремонт теплових мереж.

Висновки. У світовій економіці венчурні інвестиції справили величезний вплив на розвиток таких галузей промисловості, як електроніка, обчислювальна техніка, інформаційні технології, біотехнологія. Причому і венчурні фонди, і “бізнес-ангели” відіграли та продовжують відігравати важливу роль у розвитку венчурного інвестування, гармонійно доповнюючи один одного.

В Україні венчурна діяльність тільки почала ефективну діяльність. Світовий досвід показує необхідність прямого (у формі фінансової участі держави у венчурних фондах) і непрямого (створення сприятливих, пільгових умов для венчурних інвесторів) державного регулювання запуску венчурної системи країни. Виходячи з досвіду багатьох країн, висновком є те, що, створюючи умови для розвитку венчурної інвестиційної діяльності, держава отримує можливість багатозово окупити свої вкладення через податки від створення нових виробництв і стабільну, конкурентноспроможну інноваційну економіку.

Світовою практикою доведено, що найбільш ефективним інструментом функціонування венчурних фондів є застосування фіскальних пільг, пов'язаних з податковим стимулюванням конкретних видів діяльності. Пільги можуть охоплювати податкову базу (прибуток або дохід, вартість майна), окремі її компоненти (амортизаційні відрахування, витрати на зарплату, транспорт тощо), рівень податкових ставок, деякі питання постійного або тимчасового звільнення від оподаткування, для того щоб інвестор вкладав гроші в галузі економіки та виробництва, результатом яких стане зростання економіки, підвищення рівня життя населення.

Список використаної літератури

1. Директива Європейського Союзу “Про приведення у відповідність Законів та Положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються” від 20 грудня 1985 р. № 85/611.
2. Закон України “Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон” від 13.10.1992 р. № 2673-ХІІ.
3. ЗАТ “КУА “Альтера Ессет Менеджмент”. Закритий недиверсифікований венчурний пайовий інвестиційний фонд [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.altera-finance.com/ukr/.
4. Кальна-Дубінюк Т.П. Основні аспекти впровадження венчурного підприємництва / Т.П. Кальна-Дубінюк, О.А. Причепка // Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. – 2009. – Вип. 142. – Ч. 1.
5. Кальченко О.М. Венчурний бізнес: зарубіжний та вітчизняний досвід /

- О.М. Кальченко // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. – Чернігів : ЧДТУ, 2009. – № 35.
6. Офіційний сайт. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/>.
 7. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) Верховна Рада України : Закон України від 15.03.2001 р. № 2299-III.
 8. Шевцов А. Розвиток венчурного підприємництва в Україні: проблеми та шляхи їх розв'язання / А. Шевцов, Р. Боднарчук, О. Гриненко // Національний інститут стратегічних досліджень. Аналітичні записки щодо проблем і подій суспільного розвитку. – 2009. – Вип. 6.

Стаття надійшла до редакції 24.01.2013.

Леось О.Ю., Андрусский Д.Д., Горский Д.В. Государственная политика венчурного инвестирования в инновационной модели развития Украины

В статье рассматривается сущность, роль и место венчурного механизма инвестирования в контексте инновационного развития экономик развитых стран Украины, а также исследуется его роль в процессах инвестирования инноваций предприятиями.

Ключевые слова: инвестиции, инновационная деятельность, венчурный фонд, венчурный механизм, институты совместного инвестирования, паевые инвестиционные фонды, корпоративные инвестиционные фонды, открытые инвестиционные фонды, интервальные инвестиционные фонды, закрытые диверсифицированные инвестиционные фонды, закрытые недиверсифицированные невенчурные инвестиционные фонды.

Leos O., Andruskiy D., Gorskiy D. Public policy of the venture investments in innovative development model Ukraine

In the article the authors examined the nature, role and place of venture investment mechanism in the context of innovative development of the economies of developed countries Ukraine, as well as the research and its role in the innovation investment companies.

Key words: investment, innovation, venture capital, venture mechanism, collective investment institutions, mutual funds, corporate funds, public funds, interval funds, closed-end diversified investment funds, closed-end non-diversified non-venture investment funds.