

УДК 336.6

## ОСОБЛИВОСТІ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ

Дюгованець О.М.

*У статті проаналізовано проблеми венчурного інвестування в Україні. Основна увага зосереджена на специфіці розвитку вітчизняних венчурних фондів.*

**Ключові слова:** венчурне інвестування, венчурний капітал, венчурних фонд, ІСІ, держава.

### ВСТУП

В умовах занепаду української науки та технологічного сектору одним з найважливіших завдань сучасного етапу розвитку економіки нашої країни є створення ефективної національної інноваційної системи. Засади розбудови міцної та ефективної національної інноваційної системи на початковому етапі повинні бути чітко сформульовані в інноваційній політиці держави. Мова йде про активізацію науково-технічного процесу країни та підвищення інноваційної активності, що, в свою чергу, допоможе вирішити проблеми низької конкурентоспроможності наукового експорту, захистити навколишнє середовище від згубного впливу результатів екстенсивного використання природних ресурсів, а також сприятиме створенню нових робочих місць й освоєнню нових науково-технічних й конструкторських розробок.

Сьогодні в Україні існує ряд перешкод на шляху становлення інноваційної моделі розвитку, але із множини чинників на перший план виходять питання пошуку нових альтернативних джерел фінансування інвестиційно-інноваційних процесів. Саме тому, в контексті фінансування інноваційної діяльності в Україні окремої уваги заслуговує питання розвитку венчурного капіталу. Відомо, що, зокрема, в країнах Європи і США венчурний капітал є одним з найважливіших інструментів фінансування науково-дослідних робіт і розвитку високих технологій, підтримки малого і середнього підприємництва. На жаль, роль венчурного капіталу у вказаних сферах в Україні залишається незначною, тому актуальність обраної теми дослідження важко заперечити.

Джерельною базою дослідження стали нормативно-правові акти, останні законопроекти у цій

сфері та роботи вітчизняних вчених щодо діяльності інститутів венчурного інвестування в Україні, зокрема О.В. Романішин [2], Л.М. Яворська [3], І.І. Бовдир [3], С.О. Москвін [7].

Метою дослідження є поглиблене вивчення основних тенденцій венчурного інвестування в Україні та можливі шляхи покращення інноваційної активності в країні за рахунок створення національного венчурного фонду.

### РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Пунктом 1 статті 325 глави 34 «Правове регулювання інноваційної діяльності» Господарського Кодексу зазначається наступне: «інноваційною діяльністю у сфері господарювання є діяльність учасників господарських відносин, що здійснюється на основі реалізації інвестицій з метою виконання довгострокових науково-технічних програм з тривалими строками окупності витрат і впровадження нових науково-технічних досягнень у виробництво та інші сфери суспільного життя» [1]. Основним у даному визначенні є те, що інвестиції являються головним ресурсом фінансування створення та впровадження інновацій. Отже, переорієнтація державної політики з фінансової підтримки окремих галузей та підприємств на створення привабливих умов і середовища для інвестування саме у об'єкти інтелектуальної власності та інновації являється одним з провідних завдань державних органів управління у інвестиційно-інноваційній сфері. Інституційне оформлення даних умов передбачає подальший розвиток таких інвестиційних інститутів як венчурні фонди.

Порядок створення і діяльності венчурних фондів в Україні встановлено Законом України "Про інститути спільного інвестування". Крім того, Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку визначено порядок реєстрації випуску акцій з

---

Дюгованець Олесь Михайлівна, викладач кафедри міжнародних економічних відносин ДВНЗ „УжНУ”, тел. (050) 697 01 81, e-mail: lables@ukr.net

метою здійснення спільного інвестування і інвестиційних сертифікатів венчурного фонду. Не дивлячись на це, Указом Президента України від 25 березня 2002 року було знову поставлено питання про розробку законопроекту "Про основи формування і регулювання ринку венчурного капіталу в Україні", що свідчить про визнання неефективності наявних правових інструментів. Зокрема, відкритим залишається питання про стимулювання розвитку венчурного капіталу, заохочення потенційних інвесторів до участі в ньому. Стає зрозумілим, що діяльність венчурних фондів в Україні має свою явну специфіку.

У світовій практиці венчурні фонди об'єднують капітали приватних інвесторів, й інвестують в прогрес, причому найбільший інтерес таких фондів зосереджений у науковій сфері. Однак, в Україні розвиток науки поки що не є першочерговим завданням уряду, незважаючи на щорічне збільшення кандидатів й докторів наук. Тому якщо і є венчурні фонди в Україні, подібні західним, то вони є такими тільки формально, адже в нашій країні вони обслуговують або інтереси певної бізнес-групи, яка має інтерес у різних сферах, або конкретну сферу бізнесу.

Також різняться якість й напрями фінансування венчурних фондів: Україна у своєму розвитку венчурного інвестування наслідує європейську модель фінансування, де, на відміну від американської практики, вкладати можна в будь-які галузі реальної економіки. В американській моделі венчурних інвестицій переваги надаються лише „хай-тек” індустрії. Крім того, у розвинених країнах венчурний бізнес інвестує у високоризиковані довготривалі інновації, тоді як в Україні навпаки – так звані венчурні фонди обирають низькоризиковані короткотривалі угоди. Також у багатьох розвинених країнах світу цей вид інститутів спільного інвестування направляє кошти інвесторів саме в інноваційну сферу, однак в Україні тенденції абсолютно інші — кошти венчурних фондів інвестуються в будівництво і нерухомість і поки-що слабо орієнтовані на "хай-тек" технології. Отже, їх основними сферами інвестування є: будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, страхування, інформатизація.

В Україні виробникам алкоголю та зброї звертатись до венчурного фонду немає сенсу, так само як і компаніям, що створюються. При цьому партнер фонду має бути повністю приватизованим або приватним підприємством з кількістю працівників до 2 тис. осіб. В Україні венчурні компанії в середньому щорічно вкладають від 1 млн. до 7,5 млн. дол., при цьому вони не планують тримати пакет акцій компанії обсягом менше 25% більше 40%. Якщо частка складатиме менше 25%, то права венчурних капіталістів недостатньо захищені, якщо більше 51% - менеджери компанії не зацікавлені в роботі. Отже, венчурні капіталісти намагаються тримати такий баланс, щоб їх партнери були зацікавлені в розвитку компанії [2].

Основними факторами, що сприяють розвитку венчурної індустрії, є: наявність науково-освітньої бази та потужного дослідницького сектора, потужні наукові школи; розвиненість фінансових інститутів і ринків страхового та пенсійного секторів; наявність фондового ринку; політична і макроекономічна стабільність, стає економічне зростання; стабільний попит з боку держави та приватного секторів на наукові дослідження й розробки; наявність вільного капіталу. Сьогодні більшість цих умов в Україні так чи інакше присутні, однак український венчурний бізнес знаходиться лише на стадії раннього розвитку [3]. Про це свідчить й той факт, що перші схеми з венчурного фінансування в Україні розпочались не в напрямку інноваційних підприємницьких проєктів, а з метою виходу з кризового становища і підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств.

Незважаючи на те, що в Україні немає законодавчого визначення фондів прямого інвестування - на практиці вони існують. В міжнародній практиці термін «фонди прямого інвестування» застосовується по відношенню до широкої групи фондів, які надають капітал на договірній основі приватним бізнес-одинацям. При цьому до фондів прямого інвестування зазвичай відносять: фонди венчурного капіталу, хедж-фонди, фонди росту, фонди викупу контрольного пакету за допомогою фінансового левериджу (LBO), мезонинні фонди, інфраструктурні фонди.

Абсолютна більшість фондів прямих інвестицій у світі організована у формі партнерств з обмеженою відповідальністю (limited partnership), у якому присутні керуючі партнери (general partners), що мають повноваження на прийняття більшості рішень з управління і несуть необмежену відповідальність по зобов'язаннях товариства та інвестори (limited partners), відповідальність яких обмежена розміром їх внеску до товариства. Найближчим аналогом такої форми в українському законодавстві є командитне товариство, але вимога щодо 50% участі у капіталі керуючих партнерів і оподаткування на загальних підставах робить таку форму практично неприйнятною для організації фонду прямих інвестицій.

«Венчурний фонд» у розумінні Закону України Про інститути спільного інвестування (закритий недиверсифікований фонд, на який не розповсюджуються вимоги Закону щодо об'єктів інвестицій) є практично можливою формою організації фонду прямих інвестицій в умовах України [4]. Хоча абсолютна більшість з понад 650 венчурних фондів, зареєстрованих в Україні (на кінець 2-го кварталу 2009 р. [5]) за природою своєї діяльності фактично не є фондами прямих інвестицій у загальноприйнятому розумінні, на сьогоднішній день деякі з фондів не лише декларують, але і здійснюють діяльність як фонди прямих інвестицій – тобто залучають кошти інвесторів та інвестують їх у власний капітал і боргові зобов'язання компаній з метою отримання інвестиційного доходу, приймаючи активну участь в управлінні компаніями-об'єктами.

Декілька характеристик «венчурного фонду», як його визначає українське законодавство, дозволяють використання даної організаційно-правової форми в якості фонду прямих інвестицій. Перше – податковий статус, тобто відсутність оподаткування на рівні фонду (оподаткування інвесторів виникає лише у випадку виплати дивідендів, викупі фондом інвестиційних сертифікатів та ліквідації фонду). Друге – певний рівень захисту прав інвесторів та обмеження окремих ризиків (правила здійснення операцій, відповідальне зберігання активів, звітність та контроль за діяльністю фонду з боку регулюючих органів). Третє – можливість викупу інвесторами інвестиційних сертифікатів фонду у розстрочку (існує лише для «венчурних фондів») та можливість викупу фондом частини інвестиційних сертифікатів до закриття фонду. Це дозволяє реалізувати схему діяльності фонду, що на сьогодні є панівною у світі. [6]

Існує й ціла низка характеристик українського «венчурного фонду», яка обмежує можливості використання даної форми для розвитку індустрії прямих інвестицій. Перш за все це стосується можливостей по залученню коштів інвесторів. Українські «венчурні фонди» можуть залучати кошти фізичних осіб, але за умови, що обсяг інвестицій такої особи складає не менше 1500 мінімальних заробітних плат (понад 140 тис. дол. на момент написання цієї статті). В цілому таке обмеження щодо фізичних осіб виправдане і відповідає європейській практиці, де можливості вкладення коштів у високоризикові інструменти (до яких відносяться і фонди прямих інвестицій) є лише у т. зв. «кваліфікованих інвесторів» (головний критерій визначення – значний, від 500 тис. євро, обсяг «чистого багатства»).

У той же час в Україні публічні інвестиційні фонди та пенсійні фонди не мають права вкладати кошти у інші фонди – у тому числі венчурні. Цей факт сильно обмежує можливості для формування фондів прямих інвестицій (якщо не сьогодні, коли загальний обсяг коштів існуючих інвестиційних та пенсійних фондів є відносно невеликим у порівнянні з розміром економіки, то вже у близькому майбутньому).

Інше обмеження – неможливість залучення фондом боргового фінансування. Фінансовий важіль – один з важливих інструментів для фондів прямих інвестицій у світі по збільшенню рівня віддачі для інвесторів. Не дивлячись на те, що фінансова криза негативно вплинула на довіру інвесторів до фондів, які мають значні рівні заборгованості по відношенню до коштів інвесторів, боргове фінансування у розумних межах є важливим засобом збільшення доходності фонду, недоступним в українських умовах.

Найбільшими інвесторами у фонди прямих інвестицій у світі є інституційні інвестори – в першу чергу, інші інвестиційні фонди. В Україні, в силу регуляторних обмежень, залучення коштів українських інституційних інвесторів фондами прямого інвестування практично неможливе (якщо навіть брати до уваги теоретичну можливість залучення коштів банків чи страхових компаній – сильно обмежене). Щодо закордонних інвесторів, як

інституційних, так і приватних, то для них, при наявності намірів інвестування в Україну, більш прийнятним є вкладення у фонди прямих інвестицій та спеціалізовані фонди, зареєстровані у закордонних юрисдикціях.

Інвестування через український фонд, в силу незрілості регуляторного середовища, нерозвиненості інститутів тощо, створює для закордонного інвестора значні додаткові ризики. Таким чином, чи не єдиним потенційним джерелом коштів для фондів прямих інвестицій в Україні можуть бути фізичні особи – приватні інвестори із значним (від декількох сотень тисяч доларів і більше) обсягом інвестиційних ресурсів [7].

Так як діяльність інститутів венчурного інвестування в Україні не відповідає загально визнаній світовій практиці та з метою забезпечення розвитку інвестиційної інфраструктури Державним агентством з інвестицій та розвитку (Держінвестицій) [8] було розроблено низку законопроектів – «Про венчурні фонди інноваційного розвитку», «Про венчурні компанії», «Про внесення змін до статті 8 ЗУ «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» тощо. У законопроектах ураховані рекомендації Європейської асоціації прямих приватних інвестицій і венчурного капіталу (EVCA), директив ЄС щодо колективного та венчурного інвестування.

Проблема полягає в тому, що в Україні на сьогодні не створена відповідна індустрія венчурного інвестування, яка є складовою частиною інноваційної системи.

Покращити розвиток венчурного інвестування в Україні можна завдяки створенню Українського венчурного фонду високіх технологій, що має відбуватися за участі держави, яка візьме в його створенні активну фінансову участь. Державне фінансування передбачається не за грантовим принципом, а звичайним венчурним способом – в обмін на частку акцій фонду. Таким чином, може бути створений перший український венчурний фонд за участю держави, який створить передумови для створення багатьох інших (наприклад, почавши у 1992 році з першого фонду, де обсяг державної участі становив 3 млн. дол., Ізраїль має сьогодні 87 приватних та державних фондів із загальним обсягом більше 6 млрд. дол.). У результаті буде створено умови для розвитку науково-технічного та інноваційного підприємництва, а також запущено механізми, що залучають не бюджетні кошти в наукомісткі інноваційні проекти.

Як наслідок, Держінвестицій спільно з проектом ЄС «Розробка фінансових схем та інфраструктури на підтримку інновацій в Україні» планує створення національного венчурного фонду у 100 млн. євро. Основним завданням фонду стане інвестування в інноваційні проекти, створені українцями. Засновники проекту підкреслюють, що порядок інвестування у рамках українського національного венчурного фонду відрізняється від стандартного механізму виділення банківського кредиту. Фонд інвестує у додатковий капітал, а об'єкти інвестування – акціонерні товариства –

повинні провести додаткову емісію акцій та збільшити свій статутний капітал. Після цього фонду буде належати 20-25% компанії, яка отримує інвестиції. Таким чином фонд інвестує у корпоративні, господарчі та права інтелектуальної власності.

На першому етапі фонд працюватиме з трьома регіонами - м. Київ, Харківська та Рівненська області. Інноваційні проекти запрошують до участі у конкурсі на отримання фінансування. Співробітники Державної агенції України з інвестицій та інновацій пропонують свою допомогу в оформленні усієї необхідної документації [9].

Для створення аналогічної структури в Росії з державного бюджету було виділено 960 млн. дол. Російська венчурна компанія (далі – РВК) являється одним із ключових інструментів держави в справі побудови національної інноваційно-інвестиційної системи» [10]. РВК інвестує кошти через венчурні фонди, які створені спільно з приватними інвесторами. Кількість проінвестованих фондами РВК інноваційних компаній - 21 інноваційне підприємство. Сукупний обсяг інвестицій склав 97 млн. дол.

## ВИСНОВКИ

Відсутність чітко визначеного на законодавчому рівні поняття венчурного фонду як ризикового та такого, що вкладає кошти у

започаткування високотехнологічних виробництв спотворює саму ідею венчурного інвестування в Україні, адже різняться як якість, так і напрями фінансування венчурних фондів.

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

Покращити розвиток венчурного інвестування в Україні можна завдяки створенню національного венчурного фонду, що наразі планується Держінвестицій спільно з проектом ЄС «Розробка фінансових схем та інфраструктури на підтримку інновацій в Україні». Досвід створення РВК може принести успіх і Україні, яка має інвестувати й ризикувати спільно з приватним бізнесом. У ході такого співробітництва, за рахунок ефективного керування з боку приватних структур, держава знижує свої ризики та стимулює початок венчурної індустрії.

## ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Господарський Кодекс України: Закон, Кодекс від 16.01.2003 № 436-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>
2. Романішин О. Перспективи розвитку венчурних фондів в Україні як джерела фінансування інноваційної діяльності підприємств // Наука молода. – 2004. – № 2. – С. 25–31.
3. Яворська Л.М. и Бовдир, І.І. Тенденції та необхідні заходи державної політики для розвитку венчурної галузі в Україні / Яворська Л.М., Бовдир І.І. // Научно-технический сборник: Коммунальное хозяйство городов. – 2008. - №83.- С. 42-49.
4. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15.03.2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. - 2001. - № 21. - С. 103.
5. Розвиток ринку спільного інвестування // Цінні папери України. – 2009. - № 29 (571).
6. Ulrich Grabenwarter Exposed to the j-curve understanding and managing private equity fund investments // Euromoney. - 2005.
7. Москвін С.О. Роль Держінвестицій у формуванні та забезпеченні реалізації державної політики у сфері інвестицій./ Москвін С.О. // Інвестиції та інноваційний розвиток. – 2008. - № 1. - С. 32-35.
8. Державна цільова економічна програма «Створення в Україні інноваційної інфраструктури» на 2009-2013 роки // Постанова КМУ від 14.05.2008 № 447 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
9. <http://startup.in.ua/content/v-ukra-n-bude-stvoreno-nats-onalnii-venchurnii-fond>
10. Стратегия развития ОАО «Российская венчурная компания» [Электронный ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rusventure.ru>.