

3.5. Венчурні фонди як особливий учасник інноваційних відносин

Порівняння української та закордонної правових моделей функціонування венчурних фондів

Венчурне інвестування та венчурні фонди є незамінною складовою розвитку економіки інноваційного типу. У Рекомендаціях парламентських слухань на тему «Стратегія інноваційного розвитку України на 2010 – 2020 роки в умовах глобалізаційних викликів», схвалених постановою Верховної Ради України від 21.10.2010 р. № 2632-VI зазначається, що одним із основних завдань для забезпечення інноваційного розвитку економіки України є активізація формування відповідної законодавчої бази, формування конкурентоспроможного вітчизняного сектору науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт, підвищення конкурентоспроможності вітчизняної продукції, формування ринку інтелектуальної власності та структурної перебудови виробництва шляхом активного розвитку інноваційної інфраструктури, створення та сприятливого функціонування технологічних і наукових парків, бізнес-інкубаторів, інноваційних венчурних та інвестиційних фондів і фінансово-кредитних установ, територій пріоритетного розвитку та наукоградів тощо.

На думку експертів, венчурні фонди є невід'ємною частиною інноваційної структури, головне призначення якої полягає в підтримці, наданні допомоги, полегшенні, а також ресурсному й організаційному забезпеченні інноваційного процесу.⁵⁶⁸

⁵⁶⁸ Атаманова Ю. С. Теоретичні проблеми становлення інноваційного права України : монографія / Ю. С. Атаманова. – Х. : Факт, 2006. – С. 184; Тарадайко Т. О. Венчурне інвестування інноваційної діяльності

Для відповіді на запитання, чи існують в Україні венчурні фонди і чи виконують вони функції зі здійснення венчурного інвестування, слід, по-перше, визначитися з поняттями «венчурний фонд» та «венчурне інвестування».

У більшості країн визначення поняття «венчурний фонд» у законодавстві відсутнє.⁵⁶⁹ Між тим діяльність самих фондів є дуже помітною і розвивається вже протягом багатьох десятиріч. Визначення венчурного інвестування та венчурних фондів в основному подається в науковій та прикладній літературі із цього питання.

Поняття «венчур» походить з англійської мови, де означає «ризик», «ризиковане підприємство», «пригода». Венчурне інвестування як вид підприємницької діяльності з'явився в США в 50-60 рр. XIX ст. Сутність цього бізнесу складалася у формуванні партнерства з повною відповідальністю учасників, які залучали значні капітали від партнерів з обмеженою відповідальністю, інвестували ці капітали й ділили між усіма партнерами отримані прибутки. Вважається, що родоначальником венчурного інвестування був американець Артур Рок, службовець інвестиційного банку в Нью-Йорку. У 1957 р. Артур Рок отримав від свого знайомого, фахівця з напівпровідників, лист із проханням знайти інвестора, готового профінансувати розробку й випуск нових кремнієвих транзисторів. Із 35 потенційних інвесторів, з якими провів переговори Рок, на пропозицію відгукнувся тільки один, Шерман Ферчайлд. У результаті з'явилася фірма Fairchild Semiconductor, що стала праматір'ю всіх американських напівпровідникових компаній, озолотила своїх засновників і підказала перспективність ризикових вкладень у малі інноваційні компанії. Той же Рок після успіху своєї першої операції вирішив присвятити себе венчурному інвестуванню. Перший венчурний фонд, сформований Артуром Роком у 1961 р., був розміром \$5 млн США, з яких інвестовано було всього 3 млн.

: автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 «Економіка та управління національним господарством» // Т. О. Тарадайко. – Донецьк, 2007. – С. 1.

⁵⁶⁹ Мертенс А. Венчурные фонды и венчурные инвестиции: как это работает [Електронний ресурс] / |А. Мертенс. – Режим доступу: http://mertens.com.ua/articles/files/article_venturefunds.pdf.

Але результати роботи фонду виявилися приголомшливими: витративши всього \$3 млн., А. Рок через нетривалий час повернув інвесторам майже \$90 млн.⁵⁷⁰

В. О. Корецька-Гармаш визначає венчурне інвестування як послідовність дій щодо трансформації ресурсів (капіталу) учасників інвестування при значному рівні ризику в модернізацію, технологічне переоснащення виробничої бази, технічного супроводу наукоємної продукції, що є основою для зміни технологічного укладу інших галузей промисловості з метою задоволення нових потреб споживачів.⁵⁷¹

Венчурні фонди є різновидом фондів приватного капіталу. Фондами приватного капіталу (privateequityfunds) називають фінансових посередників, які вкладають кошти інвесторів у капітал приватних компаній. Венчурними прийнято називати фонди приватного капіталу, які інвестують у підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку (так звані «старт-апи» (від англійського «start-up», що означає «старт», «запуск»)).⁵⁷²

Венчурний капітал може бути вкладений у будь-який бізнес, але, враховуючи вимоги щодо економічних показників венчурного інвестування, найчастіше венчурний капітал вкладається в невеликі інноваційні компанії, які орієнтуються на розробку та виведення на ринок наукоємної високотехнологічної продукції, тому венчурне інвестування часто асоціюється з інвестуванням інноваційним. Але венчурне інвестування не є тотожним інноваційному інвестуванню.⁵⁷³

Венчурний капітал – це не «довгі кошти» в тому сенсі, що венчурний фонд фінансує підприємство тільки до того часу, коли воно набуде достатнього розміру та кредитоспроможності для того, щоб бути проданим

⁵⁷⁰ Благодетелева-Вовк С. Л. Підприємство як мікроцивілізація : монографія / С. Л. Благодетелева-Вовк. – Черкаси : Брама-Україна, 2010. – С. 201; Гулькин П. Венчурный капитал. Немного истории и статистики [Електронний ресурс] / П. Гулькин. – Режим доступу: http://innovbusiness.ru/content/document_r_2E54E72B-8816-457B-8434-1AAA3EEFD265.html.

⁵⁷¹ Корецька-Гармаш В. О. Характеристика венчурного інвестування на машинобудівних підприємствах / В. О. Корецька-Гармаш // Вісн. Хмельн. нац. ун-ту. – 2010. – № 4. – Т. 2. – С. 59.

⁵⁷² Мертенс А. Венчурные фонды и венчурные инвестиции: как это работает [Електронний ресурс] / А. Мертенс. – Режим доступу: http://mertens.com.ua/articles/files/article_venturefunds.pdf.

⁵⁷³ Там само.

стратегічному інвестору або бути виведеним на організований фондовий ринок. Звичайний строк венчурної інвестиції – це 3-5 років, лише іноді він може сягати 7-8 років.

Ринкова ніша для венчурного капіталу існує тому, що банківське кредитування та отримання фінансів на фондовому ринку є недоступним для підприємств на стадії заснування та перших років існування. Тому венчурне фінансування заповнює нішу, яка існує між самоінвестуванням проекту та банківським/фондовим інвестуванням (яке розглядається як більш дешеве, порівняно із венчурним). Як зазначає О. Е. Сімсон, «венчурне інвестування виступає як такий собі компроміс між банком та стратегічним партнерством», «кошти, отримані як венчурний капітал, на відміну від банківського кредиту, надаються на безповоротній, безвідсотковій основі, не потребують забезпечення».⁵⁷⁴

Критерієм при виборі інвестором венчурного фонду є не те, які проекти інвестуються фондом (інвестиційний портфель), а репутація та попередні успіхи людей, які керують фондом. Типова стратегія венчурного фонду – інвестувати в галузі, які швидко ростуть, і в компанії, які здатні рости разом із ринком, та вийти із інвестиції до того, як потенціал ринку буде вичерпаний.

Дуже важливою в структуруванні угоди з венчурного інвестування є стадія виходу. Варіантів структурування угоди може бути досить багато, головне – дати можливість фонду отримати додатковий прибуток у випадку успіху підприємства та застрахувати його від збільшення збитків у випадку, якщо інвестований проект виявиться економічно невдалим.

Одним із найбільш поширених інструментів, що використовуються при структуруванні угоди, є привілейовані конвертовані акції. В момент виходу такі акції конвертуються у звичайні та продаються стратегічному інвестору або на фондовому ринку. У разі ж, якщо проект виявляється невдалим, його

⁵⁷⁴ Сімсон О. Э. Инвестиционные и инновационные правоотношения: перспективы развития публичной и частной сфер : монография / О. Э. Сімсон. – К. : Ін Юре, 2005. – С. 59–60.

учасники не можуть отримати нічого до того, як венчурний фонд отримає все вкладене.

Зазвичай умовами угоди обумовлюється і захист венчурного фонду від розмивання капіталу – найчастіше це положення про купівлю акцій додаткової емісії за ту ж ціну, як і на момент входження в угоду, або про збереження частки в капіталі підприємства, незважаючи на залучення додаткового інвестування.

Слід зазначити, що інвестиції венчурних фондів не є портфельними в повному значенні – коли інвестор повністю відсторонюється від питань управління підприємством і цікавиться виключно фінансовими показниками його діяльності. «Кваліфікований та досвідчений венчурний капіталіст може дати підприємству не тільки кошти, але й корисний досвід, доступ до найкращих спеціалістів, він може сприяти підвищенню репутації підприємства». Таку ж думку висловлюють інші дослідники: «На відміну від стратегічного інвестора, венчурний не намагається отримати контрольний пакет акцій, а значить, засновник залишається власником компанії й самостійно формує стратегію її розвитку. Венчурний фонд стає тільки партнером венчурної компанії, але використання його зв'язків, досвіду і репутації може значною мірою сприяти конкурентоспроможності виробника на внутрішньому і зовнішньому ринках».⁵⁷⁵ О. Е. Сімсон правильно зауважує, що, на відміну від банківського кредитування, де інтереси банку та компанії протилежні, стратегічний інвестор, який домінує при визначенні стратегії розвитку компанії, венчурний фонд та інвестований ним бізнес є дійсними партнерами, вони діють цілеспрямовано для досягнення кінцевого результату – росту та розвитку компанії, її капіталізації.⁵⁷⁶ Тому венчурний фонд може відігравати й функцію допомоги в організації та просуванні нового бізнесу.

⁵⁷⁵ Шевцов А. Розвиток венчурного підприємництва в Україні: проблеми та шляхи їх розв'язання [Електронний ресурс] / А. Шевцов, Р. Боднарчук, О. Гриненко. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/Monitor/june2009/6.htm>.

⁵⁷⁶ Сімсон О. Э. Инвестиционные и инновационные правоотношения: перспективы развития публичной и частной сфер : монография / О. Э. Сімсон. – К. : Ін Юре, 2005. – С. 60–61.

Дуже важливою є можливість поетапно фінансувати проект – кожний наступний транш фінансування має надаватися залежно від певних вимірюваних показників успішності реалізації проекту.

Як уже зазначалося вище, венчурні фонди не є окремим різновидом юридичних осіб, а тому для їх створення за кордоном використовуються різні організаційно-правові форми – від акціонерного товариства до простого товариства.

У більшості випадків венчурний фонд в США – це партнерство, де є керуючі партнери – венчурні капіталісти, які керують роботою фонду, та інвестори (партнери з обмеженою відповідальністю). За структурою такий фонд є схожим із командитним товариством за законодавством України. Власні кошти керуючих партнерів звичайно не перевищують 1 % від коштів фонду. Фонд функціонує 7-10 років, перші роки його існування присвячені інвестуванню, а останні – укладенню угод із продажу активів. Доходи керуючих партнерів зазвичай складаються із плати за управління активами (2-3 % від розміру залучених активів та певного відсотка в прибутку отриманого фондом від управління активами – 20-30 %).⁵⁷⁷

Венчурні фонди зазвичай не пропонують свої цінні папери (частки) до публічного продажу – вони залучають кошти індивідуальних інвесторів, інституційних інвесторів. Якщо ж це відбувається, тоді фонд має статус публічної компанії.

Американські дослідники зазначають, що венчурний фонд формально підпадає під визначення інвестиційної компанії, що подається в Акті про інвестиційні компанії 1940 року. Це створює численні проблеми у функціонуванні венчурних фондів, зокрема обмеження, які фактично можуть заблокувати їх діяльність. Тому більшість венчурних фондів і навіть ті, які розміщували свої цінні папери публічно, користуються передбаченими Актом про інвестиційні компанії виключеннями для уникнення статусу

⁵⁷⁷ Мертенс А. Венчурные фонды и венчурные инвестиции: как это работает [Електронний ресурс] / А. Мертенс. – Режим доступу: http://mertens.com.ua/articles/files/article_venturefunds.pdf.

інвестиційної компанії. Зокрема, якщо фонд має не більше 100 учасників та не пропонує свої цінні папери до продажу, він уникає статусу інвестиційної компанії. Під виключення підпадають і фонди, які залучають інвестиції від виключно так званих «кваліфікованих інвесторів», тобто осіб, що інвестують професійно і не розміщують свої цінні папери публічно.⁵⁷⁸ Джек Левін, автор однієї з фундаментальних праць з юридичних питань венчурного інвестування у США, зазначає, що венчурне інвестування, що здійснюється венчурними фондами/фондами приватних інвестицій істотно відрізняється від інвестування в боргові та пайові фінансові інструменти, яке здійснюють фонди спільного інвестування чи інші особи, що професійно керують активами.⁵⁷⁹

Утім, відповідно до Акта про інвестиційних радників 1940 р. більшість венчурних фондів підпадають під статус інвестиційного радника. Цей статус накладає на фонди обов'язок реєстрації та ліцензування тощо, але не стримує свободу їх інвестиційної діяльності. Цікаво, що тільки радники, які зареєстровані, можуть отримувати винагороду, пропорційну сумі інвестування (певний відсоток від цієї суми). Проте певна частка фондів підпадає під виключення, зокрема виключаються з-під обов'язкової реєстрації фонди, у яких вартість активів в управлінні не досягає 25 млн доларів США.

Венчурний фонд може отримати статус компанії з розвитку бізнесу (BDC – the business development company) та *Small Business Investment Company* (SBIC).

Слід також стисло зупинитися на питанні щодо того, які особи можуть виступати інвесторами у венчурних фондах. Англосаксонська модель венчурного інвестування (США, Канада, Великобританія) ґрунтується на розвиненому фондовому ринку та участі численних інституційних та індивідуальних інвесторів у фінансуванні інноваційної діяльності. Для країн

⁵⁷⁸ Levin Jack. Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions / Levin Jack. – New York : Wolters Kluwer, 2008. – P. 1028–1037.

⁵⁷⁹ Там само.

англосаксонської моделі є характерним максимально широке коло інвесторів, які формують ризиковий капітал. У США більше 70-75 % венчурного капіталу створюють пенсійні та інші фонди, а також пожертвування індивідуальних вкладників. У Канаді основними джерелами фінансових ресурсів виступають пенсійні фонди і фонди заощаджень профспілок Японсько-німецька модель венчурного інвестування має специфічні риси: стабільно високою є роль і участь держави; спостерігається незначне залучення коштів населення; відносна слабкість фондового ринку; участь невеликої кількості інституціональних інвесторів (переважно банківських структур) та держави при відносно слабкій участі індивідуальних інвесторів.⁵⁸⁰

Таким чином, можна визначити такі ознаки венчурного інвестування:

- 1) вкладення коштів у компанії/проекти, що знаходяться на початковій стадії розвитку/реалізації; такі компанії не є публічними, їх акції не обертаються на організованих ринках, як правило, таким компаніям недоступне банківське кредитування;
- 2) можливість залучати для інвестування кошти фізичних осіб, інституційних інвесторів та держави;
- 3) придбання пакетів акцій чи інших фінансових інструментів, які не дають контролю над компанією, але, на відміну від класичного портфельного інвестування, венчурні фонди займають більш активну позицію в допомозі бізнесу, що інвестується;
- 4) використання фінансових інструментів, які надають можливість ефективного виходу з бізнесу та захищають венчурний фонд від розмивання його пакета;
- 5) використання різних організаційно-правових форм, але з тяжінням до досить простих, – командитне товариство, просте товариство;

⁵⁸⁰ Тарадайко Т. О. Венчурне інвестування інноваційної діяльності : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 «Економіка та управління національним господарством» / Т. О. Тарадайко. – Донецьк, 2007. – С. 1.

б) необов'язкова наявність у фонду статусу фонду спільних інвестицій або інвестиційної компанії (у більшості випадків – відсутність такого статусу).

Чинне законодавство України передбачає можливість створення венчурних фондів. Відповідно до ч. 17 ст. 4 ЗУ «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (далі – Закон про ІСІ) від 15.03.2001 р. № 2299-III венчурний фонд – це недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне (закрите) розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних осіб та фізичних осіб.

Венчурний фонд є фондом закритого типу – він (або компанія з управління його активами) не бере на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих цим ІСІ (або компанією з управління його активами) до моменту його припинення.

Венчурний фонд може існувати у двох формах:

1) *корпоративного інвестиційного фонду* – ІСІ, який створюється у формі відкритого акціонерного товариства і провадить виключно діяльність зі спільного інвестування;

2) *пайового інвестиційного фонду* – такий фонд створюється компанією з управління активами (далі – КУА), активи фонду належать інвесторам на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні КУА та обліковуються останньою окремо від результатів її господарської діяльності.

Позитивним кроком є скасування заборони щодо участі у венчурних фондах фізичних осіб (відповідні зміни були внесені до Закону про ІСІ Законом України від 18.12.2008 р. № 693-VI). Сьогодні відповідно до ч. 17 ст. 4 Закону про ІСІ фізична особа може бути учасником венчурного фонду виключно за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат, тобто станом на 01.12.2013 р. це становить 1827000 грн. Такий бар'єр видається з великим. На нашу думку, венчурний фонд має самостійно визначати мінімальну суму

інвестицій, яку може внести інвестор фонду, включаючи інвестора – фізичну особу.

Венчурний фонд може придбавати цінні папери, які не допущені до торгів на фондовій біржі, і частка таких цінних паперів, на відміну від інших ІСІ, у венчурному фонді може перевищувати 50 % від вартості всіх активів фонду.

Венчурний фонд може здійснювати операції з векселями та видавати займи юридичним особам, цінними паперами яких він володіє.

Чинне законодавство звільняє венчурні фонди від численних обмежень, які встановлені для інших ІСІ – на венчурний фонд не поширюються вимоги щодо диверсифікації своїх капіталовкладень, установлені частинами 14-15 ст. 4 Закону про ІСІ.

Незважаючи на відсутність низки обмежень (які стосуються переважно інвестиційної політики фонду), діяльність венчурних фондів досить жорстко регламентується чинним законодавством. Так, щодо них діють:

- Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування, затверджене рішенням ДКЦПФР від 09.01.2003 р. № 3 (втрата чинності 01.01.2014 р.);

- Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування, затверджене рішенням ДКЦПФР від 11.01.2002 р. № 12 (втрата чинності 01.01.2014 р.);

- Положення про склад і розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів інституту спільного інвестування, затверджене рішенням ДКЦПФР від 02.07.2002 р. № 196 (втрата чинності 01.01.2014 р.);

- Положення про вимоги до договору про обслуговування зберігачем активів інституту спільного інвестування, затверджене рішенням ДКЦПФР від 23.10.2001 р. № 312.

Корпоративні венчурні фонди є фінансовими установами і на них, крім спеціального закону про ІСІ, поширює дію ЗУ «Про фінансові послуги та

державне регулювання ринку фінансових послуг» від 12.07.2001 р. № 2664-Ш.

Венчурні фонди є суб'єктами первинного фінансового моніторингу, і тому в своїй діяльності вони також регулюються ЗУ «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму» від 28.11.2002 р. № 249-IV.

О. Слободін вважає, що розроблена вітчизняним законодавцем модель венчурного ІСІ, незважаючи на сприятливий податковий режим та обмежену відповідальність учасників КУА, в цілому неефективна для цілей інноваційного інвестування з таких причин:

1) «зарегульованість» діяльності КУА та ІСІ (звітність, фінансовий моніторинг, ліцензійні умови);

2) громіздка структура суб'єктів управління ІСІ (зберігач, незалежний оцінювач майна, торговці цінними паперами, депозитарій тощо). У зв'язку зі специфікою своєї діяльності вказані суб'єкти зазвичай не спеціалізуються на інноваційній сфері. Крім того, участь великої кількості осіб в інвестуванні потребує посилення режиму комерційної таємниці, пов'язаної з об'єктами інвестування;

3) порівняно високі затрати на управління ІСІ.⁵⁸¹

Утім, як свідчить статистика, така детальна регламентація діяльності венчурних фондів не стала перешкодою на шляху їх масового створення.

Кількість ІСІ, які досягли нормативів, у серпні 2011 становила 1 178 фондів. Їхня структура за видами фондів була такою: закриті недиверсифіковані венчурні ПФ – 822; закриті недиверсифіковані невенчурні КІФ – 130; закриті недиверсифіковані венчурні КІФ – 90; інтервальні ПФ – 47; відкриті ПФ – 42; закриті недиверсифіковані невенчурні ПФ – 36; закриті диверсифіковані ПФ – 9; інтервальні КІФ – 2⁵⁸².

⁵⁸¹ Слободін О. Венчурний ІСІ – феномен вітчизняного спільного інвестування чи правова фікція? [Електронний ресурс] / О. Слободін // Мінфін. – Режим доступу: <http://minfin.com.ua/blogs/jaglex/17255/>.

⁵⁸² Румянцев С. Розвиток ринку спільного інвестування [Електронний ресурс] / С. Румянцев // Цінні папери України. – 2011. – № 37. – Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=682&pub=5299.

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, станом на 30.06.2011 р. загальні активи ІСІ становили 115110,53 млн грн. Інвестори надають перевагу саме пайовим венчурним фондам. Загалом, вартість чистих активів венчурних фондів у другому кварталі 2011 р. становила 106 527, 09 млн. грн. (що становить частку в 92,54 %), тоді як усіх невенчурних – 8583,4 млн грн.(7,76 % відповідно). Загальна структура активів венчурних фондів залишається практично незмінною (139 945,39 млн грн.) і станом на 30.06.2012 р. становить: інші активи – 60,75%, нерухомість – 2,61%, кошти та банківські депозити – 3,35%, банківські метали – 0,01%, ОВДП – 0,02%, облігації місцевих позик – 0,002%, акції – 10,92%, облігації підприємств – 7,98%, ощадні сертифікати – 0,09%, інші ЦП – 14,27%. Найбільшою популярністю у венчурних фондів користуються заставні цінні папери та векселі, державні облігації та акції першого рівня лістингу, зокрема будівельної галузі. Отже, сучасні організаційно-правові особливості венчурних ІСІ роблять їх найбільш привабливими з точки зору вкладення вільного капіталу, проте вони не виконують свої стимулювальні функції в розвитку інноваційної складової економіки. Структура інвесторів венчурних фондів є такою: юридичні особи-резиденти – 83,8%; юридичні особи-нерезиденти – 15%; фізичні особи-резиденти – 1,2%; фізичні особи-нерезиденти – менше 0,1%⁵⁸³.

Незважаючи на нібито швидкий розвиток венчурного інвестування в Україні, більшість експертів доходять висновку, що в Україні венчурні фонди використовуються зовсім з іншою метою, аніж за кордоном – переважно великими і середніми фінансово-промисловими групами для досягнення переваг в оподаткуванні, здійснення більш ефективного управління та перерозподілу активів групи. Більш того, венчурні фонди, як найбільш непрозорі структури серед ІСІ, можуть використовуватися для відмивання коштів, отриманих злочинним шляхом. Венчурні фонди

⁵⁸³ Мостовенко Н. А. Роль венчурного капіталу та його вплив на інноваційний розвиток економіки України [Електронний ресурс] / Н. А. Мостовенко. – Режим доступу: http://www.confcontact.com/20111019/3_mostovenko.htm.

використовуються для анонімного володіння активами, а також спрощення процедури продажу активів.

Експерти неодноразово зазначали, що передбачені українським законодавством фонди – «це далеко не те саме, що фонди приватного капіталу на Заході, що мета їх створення – не фінансування бізнесу на ранній стадії розвитку, а реалізація тих чи інших схем управління власністю та використання податкових переваг, які має венчурний фонд».⁵⁸⁴ Зокрема, Б. Давіденко вказує, що наразі основними донорами венчурних фондів є різнопрофільні бізнес-групи, що використовують фонди як інструмент консолідації своїх активів. У цьому випадку венчур є передусім зручним казначейським інструментом для керівництва грошовими потоками групи. Фонд може «кредитувати» підприємства, що входять до групи, перерозподіляти прибуток таких підприємств. Б. Лозовський підкреслює, що використання фонду дозволяє вибудовувати зручну та ефективну систему управління, а також систему юридичного контролю. «Це як єдине оглядове вікно, коли акціонери можуть бачити повну картину: актуальну структуру активів, стан рахунків, внутрішньогрупові рухи», – зазначає експерт.

З. Б. Янченко вважає, що однією з основних проблем розвитку вітчизняного венчурного фінансування залишається той факт, що на відміну від провідних країн світу, де розвиток венчурного бізнесу приводить до спрямування інвестицій у високоризикову інноваційну сферу, в Україні спостерігається цілком протилежна тенденція: наявні венчурні фонди надають однозначну перевагу низько- та середньоризикованим короткотривалим операціям із фінансовими активами та нерухомістю і практично не зорієнтовані на «хай-тек» технології. Автор зазначає, що, аналізуючи декларації управління активами венчурних фондів, можна виділити основні сфери українського венчурного інвестування: будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, переробка сільськогосподарської

⁵⁸⁴ Мертенс А. Венчурные фонды и венчурные инвестиции: как это работает [Електронний ресурс] / А. Мертенс. – Режим доступу: http://mertens.com.ua/articles/files/article_venturefunds.pdf.

продукції, страхування, інформатизація тощо. Венчурним даний вид вітчизняного бізнесу як такий є тільки формально, насправді ж відсутніми є головні характеристики венчурного інвестування – інноваційна компонента, ризикованість та класична орієнтація на інноваційні проекти, співпраця з технопарками, бізнес-інкубаторами та ВНЗ тощо.⁵⁸⁵

О. Слободін також визнає, що найпривабливішими сферами венчурного інвестування в Україні є будівництво, переробка сільгосппродукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля, в той час як у країнах ЄС і в США — це інвестиції в інновації. 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, швидке зростання та розвиток яких постійно потребує додаткових зовнішніх інвестицій (як правило, це підприємства малого та середнього бізнесу).⁵⁸⁶

І. В. Горшунова зазначає, що потрібно збільшити частку українських грошей у венчурному капіталі за умов відповідних змін у чинному законодавстві, що дозволить інвестувати через венчурні фонди банкам, страховим компаніям та пенсійним фондам.⁵⁸⁷

Перешкодами на шляху розвитку венчурних фондів є порівняно високий «пориг входження». Так, мінімальний розмір активів ІСІ має становити 1250 мінімальних заробітних плат. С. Слободін, аналізуючи світовий досвід венчурного інвестування, звертає увагу на той факт, що чимала частина інноваційних проектів реалізовувалася малими компаніями з незначним капіталом. Невеликі компанії є чи не головним об'єктом венчурного

⁵⁸⁵ Янченко З. Б. Сучасні особливості та перспективи розвитку венчурного фінансування в Україні [Електронний ресурс] / З. Б. Янченко // Ефективна економіка. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=361>.

⁵⁸⁶ Слободін О. Венчурний ІСІ – феномен вітчизняного спільного інвестування чи правова фікція? [Електронний ресурс] / О. Слободін // Мінфін. – Режим доступу: <http://minfin.com.ua/blogs/jaglex/17255/>.

⁵⁸⁷ 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.

інвестування. Саме завдяки їм були створені мікропроцесор, персональний комп'ютер тощо.

Пропонуємо такі заходи, які, на нашу думку, допоможуть повернути вітчизняним венчурним фондам їх функцію з фінансування саме інноваційних проектів:

1) розробити законодавство щодо фондів венчурного капіталу, в якому врегульована була б діяльність венчурних фондів, що не належать до ІСІ;

2) внести корективи до ЗУ «Про інститути спільного інвестування», а саме: знизити поріг для участі фізичних осіб у венчурних фондах, дозволити страховим компаніям та пенсійним фондам бути учасниками венчурних фондів;

3) переглянути та запровадити схеми податкового стимулювання інноваційної діяльності;

4) удосконалити законодавство про господарські товариства (ТОВ, ПТ, КТ) для того, щоб ці форми могли більш ефективно використовуватися для формування венчурних фондів;

5) ухвалити законодавство, що стимулює активізацію діяльності венчурної та інноваційної інфраструктури, важливим елементами якої є технопарки, бізнес-інкубатори, центри трансферу технологій (звільнити їх діяльність від оподаткування податком на прибуток та сплати орендної плати за землю на 5-10 років).

Крім того, дуже важливо працювати й над завданням із розвитку вітчизняного фондового ринку та створення умов для IPO – з метою забезпечення венчурному фонду більш привабливих умов виходу через інститути фондового ринку.

До питання про необхідність створення державних венчурних фондів

У науці джерела фінансування інноваційної діяльності за формою власності традиційно поділяють на приватні та державні.⁵⁸⁸ Таким чином,

⁵⁸⁸ Кузьмін О. Є. Фінансова складова в розвитку й функціонуванні національної інноваційної системи [Електронний ресурс] / О. Є. Кузьмін // Український діловий інформаційний каталог. – Режим доступу: <http://udik.com.ua/articles/article-214/>.

держава, як і приватні інвестори, може бути венчурним інвестором. Для відповіді на запитання про доцільність запровадження державного венчурного інвестування проаналізуємо існуючий український досвід із цього питання.

Перша спроба формування державних структур інвестування інноваційних процесів в Україні відбулася в 1992-1993 рр., коли були створені спеціалізовані фонди: Державний фонд фундаментальних досліджень, Державний інноваційний фонд України, Фонд підтримки підприємництва, галузеві інноваційні фонди, інноваційні банки – АКБ «Укріннбанк» та АКБ «Інтелект». Але діяльність цих організацій не набула достатньої активності в інноваційній сфері.⁵⁸⁹

Розглянемо більш детально роботу Державного інноваційного фонду України. Фонд був створений відповідно до постанови КМУ на виконання ЗУ «Про основи державної політики у сфері науки і науково-технічної діяльності» від 01.12.1998 р. № 284-XIV. Перед Держіннофондом ставилося завдання – здійснювати інвестиційну, фінансову та матеріально-технічну підтримку заходів, спрямованих на впровадження науково-технічних розробок, новітніх технологій у виробництво, технічне його переоснащення, освоєння випуску імпортозамінної та конкурентоспроможної продукції. Джерелом формування Державного інноваційного фонду і галузевих інноваційних фондів були відрахування в розмірі 1 % від обсягу реалізації робіт (послуг) чи валового доходу підприємств. Фінансування інноваційних проектів здійснювалося за умов надання фірмами бізнес-планів інноваційних проектів та позитивних висновків державних експертиз, які являють собою комплексний фінансовий аналіз проектів. Інноваційні кредити надавались підприємству-заявнику у вигляді безвідсоткової цільової інноваційної позики терміном від півтора до п'яти років, інвестиційного вкладу або лізингу. З

⁵⁸⁹ Золотаревська Л. Я. Управління діяльністю інноваційних фондів : автореф. дис... канд. екон. наук : 08.06.02 «Підприємництво, менеджмент та маркетинг» / Л. Я. Золотаревська. – К., 2002. – С. 1.

початку діяльності Фонду (1993 р.) було профінансовано 1852 проекти на загальну суму 698 млн грн.

Утім, інвестиції з Держіннофонду замість загальноприйнятого відсотка прибутку в 20-30% від суми інвестування виявилися збитковими – замість отримання суми інвестицій та прибутків із вкладених фондом коштів державі поверталось лише 6%. Із часом цей коефіцієнт збільшився до 17%.

У 1999 р. за рахунок Держіннофонду фінансувалися проекти 3,2 % підприємств (37,512 млн грн) в основному машинобудування, харчової, оборонної, медичної галузей, промисловості будівельних матеріалів. За результатами діяльності в 1999 р. до Держіннофонду надійшло 682,6 млн грн, або 73,9 % планових надходжень, зросла заборгованість за наданими кредитами, не виконано завдання на цей рік щодо повернення інноваційних позик (із запланованих 86,7 млн грн фактично надійшло 19,5 млн грн). Із 1998 р. кошти Державного інноваційного фонду стали стабільним джерелом вирішення питань фінансування за зобов'язаннями Державного бюджету. 3 грудня 1999 р. Держіннофонд було ліквідовано і його правонаступницею стала Державна інноваційна компанія. З 1 червня 2000 р. відрахування інноваційного збору в розмірі 1 % переходять до розряду бюджетних платежів (із метою забезпечення дефіциту бюджету). Спочатку кошти надходили до бюджету, а потім — на фінансування державних інноваційних програм. У бюджеті на 2001 р. статтю «відрахування до інноваційного фонду» було скасовано. Викладене свідчить, що практика діяльності державного венчурного фонду як фонду прямого інвестування не була ефективною і фактично із 1999 р. українська держава відмовилася від безпосереднього венчурного інвестування.

Чи потрібно відновлювати державне венчурне інвестування і якщо так, то в якій формі?

Т. А. Комашенко пропонує створити Український державний венчурний фонд як нову фінансово-інвестиційну установу. Йдеться про створення державної компанії у вигляді публічного акціонерного товариства, єдиним

засновником та акціонером якої є держава в особі уповноважених органів.⁵⁹⁰ Вважаємо, що такий підхід не є доцільним. Для доведення цієї думки вернемося до досвіду інших країн із питань державного венчурного інвестування.

У більшості розвинутих країн частка державної підтримки інноваційної діяльності дорівнює приблизно 40 %, і лише в Японії, завдяки високій інноваційній активності приватних компаній, вона становить близько 20 %. Річ у тім, що уряд Японії дотримується стратегії концентрації державних субсидій у державних наукових закладах і університетах та незначного втручання в проведення НДДКР приватних фірм. Наприклад, у 1980 р. урядові асигнування покривали лише 2 % витрат на ці роботи приватних компаній. У цілому тенденція до поступового зменшення безпосереднього державного фінансування спостерігається в усіх розвинутих країнах, натомість через лібералізацію фінансових ринків помітно зріс рівень залучення до цього процесу приватної ініціативи.⁵⁹¹

Позитивним досвідом ефективної державної політики у сфері венчурного інвестування може вважатися Ізраїль. У цій країні в 1991 р. був створений державний фонд венчурного інвестування обсягом 35 млн доларів США. По суті, це був пілотний проект. У ході його діяльності відпрацьовувались механізми взаємодії держави з інвесторами та вченими, виявлялися прогалини в законодавстві. У 1993 р. влада сформувала фонд YOZMAз капіталом у 100 млн. доларів США. П'ята частина цих коштів спрямовувалась в «старт-апи», а все решта – в інші венчурні фонди, які мали залучати приватні інвестиції в розмірах, що перевищували державні. Завдяки цьому фонду в 2000 р. в Ізраїлі функціонували більше 2000 високотехнологічних підприємств.

⁵⁹⁰ Комашенко Т. А. Концепція створення ПАТ «Український державний венчурний фонд» [Електронний ресурс] / Т. А. Комашенко // Державне управління: удосконалення та розвиток. – Режим доступу: <http://www.dy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=238>.

⁵⁹¹ Кузьмін О. Є. Фінансова складова в розвитку й функціонуванні національної інноваційної системи [Електронний ресурс] / О. Є. Кузьмін // Український діловий інформаційний каталог. – Режим доступу: <http://udik.com.ua/articles/article-214/>.

Технологічна революція у Фінляндії відбулася також після створення першого державного венчурного фонду. Для створення аналогічної структури в Росії з державного бюджету було виділено 7 млрд. дол.

Участь урядів західних країн у процесі венчурного інвестування має велике значення, воно демонструє бажання й здатність держави розділити ризики з комерційними інвесторами й розуміння державою необхідності збереження національних приватних капіталів на ринку своєї країни. Доля суспільних засобів (пенсійних фондів і страхових компаній) у венчурному капіталі Європи становить до 35 % всіх інвестицій. Прикладом такої участі держави у венчурному інвестуванні можуть слугувати фонди фондів, створюваних за істотної участі (до 40 %) держави. Найбільш відомі з них фонди: Sitra (Фінляндія), UK High Technology Fund (Великобританія); фонди, створені за участю KFW (Німеччина). У Бельгії інвестиційна компанія Фландрії (GIMV), створена в 1980 р., з'явилася шляхом реалізації концепції керованого незалежним приватним фахівцем фінансованого урядом венчурного фонду. Розроблена цим фондом стратегія придбання пакетів акцій технологічно орієнтованих компаній виявилася настільки привабливою й результативною, що сьогодні й приватний капітал наважився інвестувати в GIMV.

Німеччина в 1995 р. розробила схему під назвою Beteiligungskapital für Kleine Technologieunternehmen, у рамках якої здійснювалося фінансування малих фірм, що роблять інноваційні продукти або послуги, разом із компаніями приватного сектору. Австрія також створює Інвестиційний інноваційний фонд із метою збільшення фінансування фірм-початківців шляхом надання засобів приватним фондам.

Останнім часом публічно-приватна венчурна індустрія набула значного розвитку не тільки в європейських країнах, але й у Японії, Китаї, Республіці Корея, Сінгапурі, Ізраїлі, Австралії, Чилі, Мексиці.

Цей досвід 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.⁵⁹²

Слід зазначити, що, крім держави, функцію фонду непрямого венчурного інвестування можуть виконувати і міжнародні інституції.

Основним інвестором у венчурні фонди, що діють в Україні, є Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР). Існують регіональні венчурні фонди і фонди прямого інвестування малих підприємств, де ЄБРР є майже 100-процентним інвестором, і деякі інші фонди прямого фінансування, де ЄБРР діє як співінвестор. ЄБРР відіграє суттєву роль у розвитку індустрії венчурного капіталу в Україні: через ЄБРР і його регіональні відділення вітчизняні керуючі компанії довідуються, яким чином венчурний капітал може ефективно діяти в Україні. ЄБРР своєю діяльністю сприяє приходу приватних інвесторів на український ринок та формуванню українських професіоналів венчурної індустрії.

Іншим важливим інвестором венчурних фондів є закордонні державні структури. Більшість фондів, що одержали інвестиції з цих джерел, орієнтовані на конверсію української оборонної промисловості.⁵⁹³

Таким чином, розвиток венчурної індустрії є неможливим виключно за рахунок приватного капіталу, прорив може бути досягнутий лише за умови залучення великого обсягу державних коштів та коштів міжнародних інституцій. Утім, для більш ефективного використання цих коштів доцільно було б використовувати схему «фонду фондів» – коли держава вкладає кошти в приватні венчурні фонди (за обов'язкової умови наявності в таких фондів власних коштів, а потім уже фонди направляють їх в інноваційні проекти). Завдяки цьому держава зможе безоплатно отримати кваліфікованих менеджерів для управління її коштами, а приватні венчурні фонди зможуть знизити ризики інвестування та збільшити його обсяг за рахунок залучення державних коштів.

⁵⁹² Зикіна В. О. Формування інноваційної діяльності венчурним капіталом / В. О. Зикіна // Академічний огляд. – 2011. – № 1. – С. 46.

⁵⁹³ 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.

Уважаємо за доцільне підтримати пропозицію про розробку Концепції розвитку національної венчурної індустрії, що вже висувалася вітчизняними вченими, в якій були б закладені основні орієнтири й нова («спрощена») концепція функціонування венчурних фондів. І вже на цій базі потрібно розробляти пакетне законодавче рішення (зміни до низки законів, що регулюють діяльність венчурних фондів).