

УДК 339.9

*І.В. ТАРАНЕНКО*, кандидат економічних наук, доцент, завідувач кафедри  
Дніпропетровського університету економіки та права імені Альфреда Нобеля

*К.В. НАЗАРЕНКО*, аспірант  
Дніпропетровського університету економіки та права імені Альфреда Нобеля

## СВІТОВИЙ ДОСВІД ВЕНЧУРНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ТА ПРОБЛЕМИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ В УКРАЇНІ

Розглянуто джерела та форми фінансування інноваційної діяльності підприємств. Досліджено особливості венчурного фінансування як складової механізму інноваційно-інвестиційної взаємодії суб'єктів господарювання. Здійснено узагальнення світового досвіду венчурного бізнесу, визначено особливості та проблеми розвитку венчурного фінансування в Україні.

**Ключові слова:** *інвестиції, інноваційна діяльність, венчурне фінансування, венчурний фонд.*

**Вступ.** Початок третього тисячоліття ознаменувався формуванням нового економічного середовища, що базується на знаннях. Готовність країни сприйняти цей виклик часу визначається її спроможністю до створення нових знань і втілення їх у життя, тобто до інноваційного розвитку.

Інноваційний процес стає інституційно оформленим мережевим інтегрованим процесом, в який поступово запроваджується комплексний підхід, який базується на необхідності інноваційного партнерства державного та приватного секторів, науки та виробництва, на визнанні ефективності альтернативних джерел фінансування. Пильна увага приділяється механізмам, що дозволяють створювати, розповсюджувати та використовувати всі типи знань в умовах глобалізованого суспільства. До таких механізмів слід віднести міжнародне співробітництво у вищій освіті та науково-технічній сфері, інтегровану взаємодію «університети – виробництво», венчурне інвестування, державно-приватне партнерство у фінансовому забезпеченні інноваційної діяльності. Для вдосконалення фінансового забезпечення інноваційних процесів Україні потрібні нові альтернативні джерела інвестиційних ресурсів. У розвинутих країнах

одним з важливих напрямків підтримки середнього та малого інноваційного підприємництва, фінансування науково-дослідних робіт є венчурне фінансування.

**Метою дослідження** є виявлення особливостей венчурного фінансування як складової механізму інноваційно-інвестиційної взаємодії суб'єктів господарювання, узагальнення світового досвіду венчурного бізнесу, визначення особливостей та проблем розвитку венчурного фінансування в Україні. Дослідження ґрунтується на статистичному, аналітичному, системному методах.

**Аналіз досліджень та публікацій.** Теоретичні засади та практичні аспекти венчурного бізнесу вивчаються українськими та російськими фахівцями, серед яких І. Баранецький, І. Горшунова, А. Дагаєв, Т. Кальна-Дубінюк, О. Кальченко, А. Кругляк, А. Лукашов, Д. Подкоритова, В. Чабан, А. Шевцов, В. Яценко. Названі вчені досліджують сутність венчурного інвестування, економічну природу венчурного капіталу, особливості та перспективи розвитку венчурного підприємництва в країнах світу та зокрема в Україні. Дослідження розмірів венчурних інвестицій, здійснюваних в розвинутих країнах, мереж та структури венчурних фондів в Європі

та США, особливості розвитку в Україні здійснено в аналітичних звітах Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ) [1], Європейської мережі бізнес-ангелів (ЕВАН) [2].

**Виклад основного матеріалу.** Формування інноваційної економіки відбувається на національному, регіональному, світовому, глобальному рівнях, через комерціалізацію результатів НДДКР та реалізацію моделей інноваційного розвитку суб'єктами світового господарства.

Комерціалізація результатів НДДКР відбувається, перш за все, через ринкові механізми конкуренції та підприємництва, які виконують функцію добру та запровадження у виробничий процес інноваційних розробок, що відповідають вимогам та потребам певної стадії інноваційного розвитку країни. Особливого значення набуває маркетингова функція, яку виконує підприємець у конкурентному середовищі, а саме створення попиту (формування нового ринку) для тієї або іншої інноваційної розробки та виведення розробок на ринок з використанням адекватної маркетингової стратегії.

Інноваційний процес охоплює весь процес відтворення інновації – від генерації знання до його втілення в інноваційних продуктах, визначених ринком та / або суспільством. Відповідно, інститути, які забезпечують інноваційний процес, виступають та сприймаються суспільством як центральна частина не тільки національної інноваційної системи, але й національної економічної системи в цілому [3]. В результаті у сфері науки та техніки має місце поєднання інтересів

держави, організацій (наукових установ, навчальних закладів, інфраструктурних установ) та зайнятих у них працівників, про що свідчать дані про фінансову та кадрову забезпеченість НДДКР в окремих країнах світу (табл. 1).

Будь-який інноваційний процес, незалежно від його структури (лінійна, нелінійна), має три базові складові: винахід – комерціалізація – інновація. Остання не існує без комерціалізації, а відповідно, постає питання про джерела фінансування інноваційної діяльності на стадії запровадження розробки в практичну діяльність за допомогою ринкових механізмів. За допомогою схеми, наведеної на рис. 1, автори узагальнили найбільш поширені джерела та форми фінансування інноваційної діяльності підприємств.

Виділяють такі джерела фінансування інноваційної діяльності підприємств:

1. Власні кошти. Підприємства можуть використати для фінансування інноваційної діяльності свої кошти, а саме: накопичений (реінвестований) прибуток, накопичення амортизаційного фонду та поточні амортизаційні відрахування, резервний фонд, власний капітал у вигляді статутного фонду. Фінансування НДДКР та інноваційних проектів за рахунок власних коштів здійснюють, як правило, великі виробничі підприємства (компанії).

2. Позикові кошти виступають у формі бюджетних, комерційних, банківських кредитів. Комерційні банки кредитують інноваційні проекти, що мають реальні терміни окупності, за умо-

Таблиця 1

## Фінансова та кадрова забезпеченість НДДКР в окремих країнах [10]

Країна	Фінансування НДДКР			Кількість дослідників, чол.	Витрати на одного дослідника, тис. дол.
	Усього, млн дол.	Бізнес, %	Держава, %		
США	284584,3	63,1	31,2	1 261 227	225,64
Японія	114 009,1	74,5	17,7	675 330	168,82
Німеччина	57 065,3	66,1	31,1	264 721	215,57
Китай	84 618,3	60,1	29,9	862 108	98,15
Південна Корея	24 379,1	74,0	23,9	151 254	161,18
Росія	16 926,4	30,8	59,6	487477	34,72

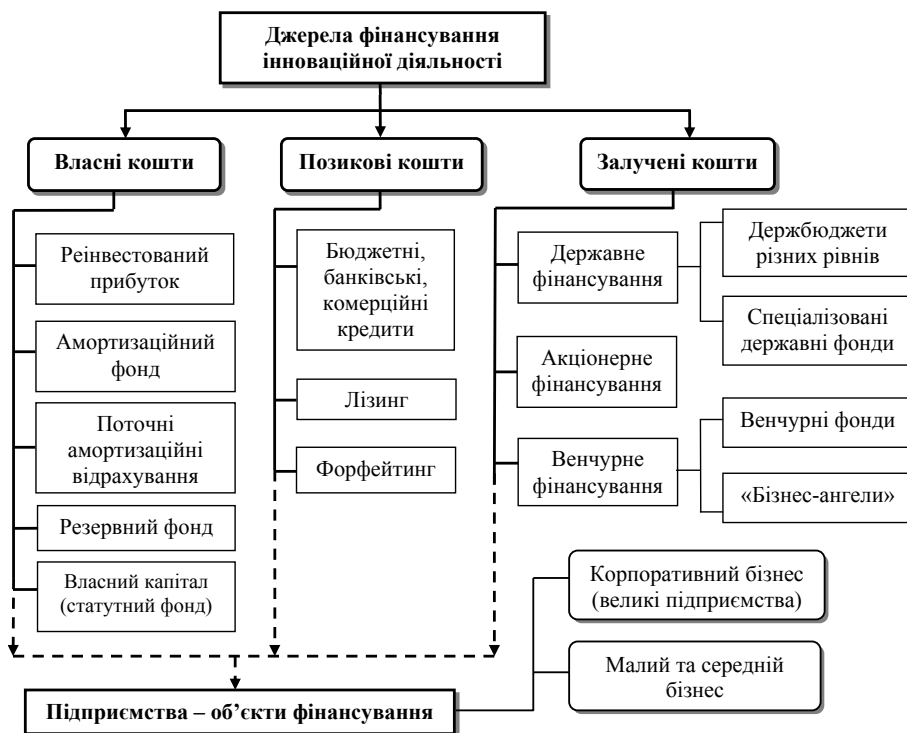


Рис. 1. Джерела фінансування інноваційної діяльності

ви низького ризику, гарантованості повернення грошових коштів на визначених умовах, забезпечення значного приросту інвестованого капіталу.

Український банк реконструкції та розвитку (УБРР), мажоритарним засновником якого (з володінням 99,99% статутного капіталу) є Державна інноваційна фінансово-кредитна установа (ДІФКУ), та головною сферою діяльності якого є довгострокове кредитування інноваційних проектів, проголошує своїми цільовими групами клієнтів представників малого, середнього та корпоративного бізнесу. Реально ж кредити надаються переважно великим компаніям. Для підприємств середнього та особливо малого бізнесу, перш за все тих, що тільки почали свою діяльність, доступ до позикових коштів практично закритий.

До позикових джерел відносять такі форми фінансування інноваційної діяльності, як лізинг та форфейтинг [4].

3. Залучені кошти: державне фінансування, акціонерне фінансування, венчурне фінансування. За рахунок

держбюджетів різних рівнів та спеціалізованих державних фондів (прикладом є ДІФКУ, створена у 2000 р. як правонаступник Державного інноваційного фонду) фінансуються пріоритетні напрями інноваційної діяльності.

Акціонерне фінансування, яке здійснюють підприємства організаційно-правової форми закритих або відкритих акціонерних товариств, дозволяє акумулювати значні фінансові ресурси шляхом розміщення акцій серед інвесторів для здійснення перспективних інноваційних проектів.

Одним з доступних джерел фінансування інноваційної діяльності малих та середніх підприємств є венчурне фінансування. Венчурні фонди здійснюють інвестиції в цінні папери або підприємства з високим ступенем ризику, очікуючи надзвичайно високого прибутку. Звичайно, такі вкладення здійснюються у сфері новітніх наукових розробок, високих технологій. Відомий венчурний капіталіст Тім Дрейпер відзначив: «Венчурний бізнес – це коли інвестуються 10 компаній, з них половина

стає банкрутами, у трьох інвестиції повертаються, одна дає 10-разове зростання, й у ще одній компанії прибуток у 100 разів перевищує вкладення» [11].

Венчурне фінансування докорінно відрізняється від банківського і має певні переваги: не потребує щорічних виплат за відсотками, ліквідної застави, а також інвестор не вимагає страхувати свої ризики, при цьому активно допомагає новій фірмі порадами, досвідом і діловими зв'язками.

Брак фінансування суттєво гальмує інноваційну діяльність малого та середнього бізнесу в Україні. За даними досліджень, проведених Державним комітетом статистики України, із майже десяти тисяч опитаних, 85% керівників підприємств відповіли, що не проводять інноваційні процеси на підприємстві у зв'язку з відсутністю відповідних фінансових можливостей, а також називали інші причини, такі як великі фінансові витрати – 40,3%, високі кредитні ставки – 38,7%, відсутність коштів замовника – 39,8% [6].

У Західній Європі венчурний бізнес почав активно розвиватися на початку 80-х років ХХ ст. Використання попереднього досвіду розвитку венчурного бізнесу в США дозволило європейським компаніям уникнути значних помилок і адаптувати до нових умов відпрацьовані фінансові та управлінські технології.

Порівняльний аналіз цільового спрямування венчурних інвестицій у загальному обсязі європейських прямих інвестицій показав, що вкладення в ранні стадії становлять 7,4 проти 5,7% у США, у стадію розширення – 35 проти 8,6%, у пізні стадії – 8 проти 4,4%. Таким чином, на сьогоднішній день європейський венчурний бізнес навіть більшою мірою, ніж американський, орієнтований на реальну підтримку й розвиток середніх та малих підприємств, особливо на стадії розширення [5].

Основні етапи розвитку європейського венчурного бізнесу багато в чому повторюють американський досвід. Утворення в 1983 р. European Private Equity and Venture Capital Association

(EVCA) було спільною ініціативою представників венчурної індустрії та Європейської комісії. Асоціація поєднує більше 500 активних учасників венчурного бізнесу з більш ніж 30 країн. Основними стратегічними завданнями асоціації є: залучення інституціональних інвесторів до участі у венчурному інвестуванні, представлення інтересів своїх членів та інших учасників венчурної індустрії в європейських структурах, розробка ефективних стратегій і механізмів інвестування венчурного капіталу [5].

Європейське співтовариство приділяє серйозну увагу підтримці становлення й розвитку венчурного бізнесу в країнах Центральної та Східної Європи, а також в державах – колишніх республіках СРСР. За участю Європейського банку реконструкції та розвитку та European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) [13] розгорнуті відповідні масштабні програми.

На відміну від США, європейські венчурні фонди більше диверсифіковані й розміщують інвестиції практично в усі сектори економіки. В останні роки відбувається переорієнтація європейських венчурних інвестицій у технологічний сектор, що є загальносвітовою тенденцією для розвинених країн.

Частка пенсійних фондів і страхових компаній у венчурному капіталі Європи становить до 35% усіх інвестицій. Прикладом участі держави у венчурному інвестуванні можуть служити фонди, створювані за істотною участі (до 40%) держави: Sitra (Фінляндія), UK High Technology Fund (Великобританія); фонди, створені за участю KFW (Німеччина) [7].

Одним зі способів урядового фінансування є надання коштів приватним венчурним фірмам, які безпосередньо фінансують невеликі компанії. У Фінляндії в 1994 р. було створено повністю належний державі фонд Suomen Teollisuus-Sijoitus OY. Уряди різних країн також створюють власні венчурні фонди для прямого інвестування в невеликі компанії. Стратегія придбання пакетів акцій технологічно орієнтованих компаній, розроблена Інвестицій-

ною компанією Фландрії (GIMV), створеною в 1980 р., виявилася привабливою й результативною для приватного капіталу [8]. Державні або змішані інноваційні інвестиційні фонди створені в Австрії, Німеччині з метою фінансування фірм-«новачків».

Європейський інвестиційний фонд, створений в 1994 р. за фінансової підтримки Європейської комісії, інвестує засоби в акції малих і середніх підприємств, що володіють потенціалом високого зростання. Позички, які пропонують уряди Данії, Нідерландів, Швеції надаються часто на більш привабливих умовах, ніж приватні кредити. Вони можуть мати більш низькі процентні ставки або тривалі періоди повернення, або навіть бути безповоротними.

Останнім часом значний розвиток венчурна індустрія одержала не тільки в європейських країнах, але й у Японії, Китаї, Республіці Корея, Сінгапурі, Ізраїлі, Австралії, Чилі, Мексиці.

У табл. 2 наведено обсяги та динаміку венчурних інвестицій, здійснюваних в інноваційно активних країнах світу.

Лідером за обсягами венчурних інвестицій є США, в той час як найвищу динаміку приросту венчурних інвестицій демонструють Ізраїль, Китай, Швеція. Переважну частку інвестицій у високотехнологічні галузі здійснюють США (85% від загального обсягу), Ізраїль (66%), Тайвань (65%).

Дані, наведені в табл. 3, свідчать про те, що венчурний капітал інтенсивно використовується не тільки на початковій стадії життєвого циклу розвитку інноваційного бізнесу, але й на стадіях поширення та зрілості. Так, на фінансування стадії розширення інноваційного бізнесу спрямовано 54% від загального обсягу венчурного капіталу США, 51% – Іспанії, більш ніж 40% – Німеччини, Японії, Сінгапура, Китаю, Тайваня, Індії. Венчурні інвестиції на пізній стадії розвитку інноваційно активних підприємств переважають у Великій Британії, Швеції.

Ринок венчурного капіталу в Україні становить близько 400 млн дол. (потенційний його обсяг за даними деяких компаній сягає 800 млрд дол.) [11]. Знач-

Таблиця 2

Венчурні інвестиції, здійснювані в країнах світу [5]

Країна	Величина венчурного портфеля за 2000 р. \$ млрд	Середньорічні темпи зростання венчурного портфеля за 2006 р., %	Щорічні венчурні інвестиції як % від ВВП	Відсоток щорічних інвестицій, на різних стадіях розвитку компанії			Інвестиції у високотехнологічні галузі, %	Інвестиції у низькотехнологічні та нетехнологічні галузі, %
				Початкова стадія	Розширення	Пізня стадія		
США	192,164	29	2,13	23,00	54,00	23,00	85,00	15,00
Велика Британія	33,078	17	2,56	12,00	34,00	54,00	23,00	77,00
Франція	19,818	20	1,13	22,00	36,00	43,00	44,00	56,00
Німеччина	15,132	20	0,56	35,00	45,00	20,00	37,00	63,00
Японія	11,420	6	0,20	19,00	44,00	37,00	36,00	64,00
Гонконг (Китай)	9,027	24	5,48	26,00	35,00	39,00	37,00	63,00
Південна Корея	7,312	24	1,18	28,00	38,00	34,00	41,00	59,00
Італія	6,327	20	0,53	18,00	33,00	49,00	28,00	72,00
Швеція	4,843	37	1,75	10,00	15,00	76,00	19,00	81,00
Ізраїль	4,614	50	4,34	51,00	36,00	13,00	66,00	34,00
Сінгапур	4,484	27	3,95	30,00	44,00	26,00	43,00	47,00
Китай	4,051	38	0,39	43,00	43,00	14,00	30,00	70,00
Тайвань	3,525	32	1,29	33,00	42,00	25,00	65,00	36,00
Іспанія	2,784	23	0,40	18,00	51,00	32,00	29,00	71,00
Індія	1,618	47	0,35	49,00	42,00	9,00	53,00	47,00

на кількість венчурних фондів, що працюють в Україні, створені або безпосередньо міжнародними організаціями, такими як ЄБРР, або в рамках міжурядових угод. На українському ринку діють: найбільший на сьогодні Western NIS Enterprise Fund з початковим капіталом \$150 млн, наданим урядом США; Black Sea Fund, що входить до складу компанії з управління активами Global Finance із загальним капіталом близько \$60 млн; фонд «Україна», що працює під егідою австрійського CA IB Securities (Ukraine), і вже інвестував на загальну суму близько \$10 млн; компанія Euroventures Ukraine (капіталізація – \$30 млн), засновником якої є Європейський банк реконструкції і розвитку. ЄБРР ретельно контролює процес добору об'єктів інвестування, залучаючи провідні аудиторсько-консалтингові фірми [12]. Своїх представників в Україні мають Commercial Capital Enterprise, Foyal Assets Management, Ladenburg Thalmann Ukraine Ltd., NCH Advisors та ін.

Поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого: перш за все, це специфічний інститут спільного інвестування (ІСІ), а саме – недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів власного випуску та активи якого більш ніж на 50% складаються з корпоратив-

них прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торговельно-інформаційній системі [9].

Основними сферами венчурного інвестування в Україні є будівництво, торгівля, готельний і туристичний бізнес, переробка сільгосппродукції, страхування, інформатизація. Яскраво вираженою є схильність до реалізації середньоризикових інвестиційних проектів з використанням операцій з фінансовими активами та нерухомістю [8, 11], тоді як орієнтація на інноваційні проекти не притаманна венчурному капіталу.

Станом на 1 жовтня 2009 року в Україні діяло 968 інститутів спільного інвестування (ІСІ), що досягли нормативів, із них 730 (75,4%) – венчурні фонди. Загальний обсяг активів венчурних фондів в Україні на початок 2009 р. складав 58,7 млрд грн (рис. 2).

Основними споживачами інвестицій венчурних фондів були компанії зі сфер промисловості, споживчих товарів та змішаної галузі.

Детальна характеристика та ознаки окремих видів венчурних фондів (інститутів спільного інвестування) надана в [9]. За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), станом на 28 січня 2011 р. в Україні зареєстровано вже 1174 венчурні фонди (інститути спільного інвестування) [1].

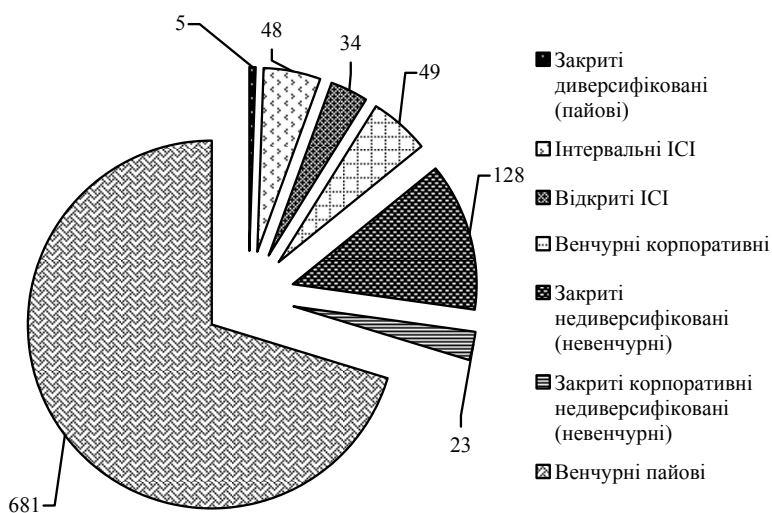


Рис. 2. Структура венчурних фондів в Україні станом на 1 жовтня 2009 р. [9]

Експерти та фахівці з проблем інноваційно-інвестиційної діяльності називають широкий ряд організаційних, економічних та правових проблем венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні. Узагальнення результатів досліджень дозволяє виділити основні фактори, що стримують розвиток венчурного інвестування в Україні:

- недосконалість інституційного забезпечення венчурного бізнесу;

- недосконалість нормативно-правової бази для розвитку інноваційної діяльності на основі венчурного фінансування;

- недостатня розробка методів і механізмів управління ризиками венчурного інвестування та захисту прав венчурного інвестора;

- недостатня розвиненість фондового ринку, складнощі визначення ринкової вартості акцій інноваційних підприємств;

- недосконалість джерел формування венчурних фондів, зокрема в частині заборони на інвестування до венчурних фондів для страхових компаній, пенсійних фондів, а також недостатня участь банків у інвестуванні до венчурних фондів;

- ускладненість правового режиму комерціалізації інтелектуальної власності, зокрема створеної за рахунок коштів державного бюджету;

- недосконалість інституту захисту прав інтелектуальної власності;

- низька інформаційна безпека щодо захисту інтелектуальної власності на всіх етапах інноваційного процесу;

- брак кваліфікованих фахівців – менеджерів з управління венчурними підприємствами і проектами та кваліфікованого консалтингу в цій сфері.

**Висновки.** Враховуючи те, що Україна переходить на інвестиційну модель розвитку, сьогодні набирає особливого значення регулювання інвестиційного процесу в Україні. Тому стає необхідністю дослідження та вивчення досвіду ефективного впровадження інноваційно-венчурної діяльності таких країн, як США, Японія, Росія, а та-

кож країни Західної Європи. Адже венчурний капітал, у тому вигляді, в якому він функціонує в більшості високорозвинутих держав світу, в Україні законодавчо та теоретично не визначений і на належному рівні не сформувався. Особливу увагу необхідно приділити інституційному забезпеченню, а також нормативно-правовому регулюванню венчурного фінансування, яке б стимулювало спрямування венчурних інвестицій на підтримку перспективних інноваційних проектів, стимулювало залучення до фінансування венчурного бізнесу українських банків, дозволило інвестування у венчурні фонди інституціональних структур – пенсійних фондів та страхових компаній, сприяло захисту прав венчурного інвестора.

Окремим перспективним напрямом має стати створення венчурних фондів у рамках державно-приватного партнерства.

#### Список використаної літератури

1. Офіційний сайт. Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ) // <http://www.uaib.com.ua/>

2. European Business Angel Network – Activity Report 2009 / EBAN, Europe, 2009. – 36 p.

3. Марьяненко В.П. О проблеме «системности» современной национальной инновационной системы России / В.П. Марьяненко // [ftp://lib.herzen.spb.ru/text/marianenko\\_10\\_64\\_114\\_126.pdf](ftp://lib.herzen.spb.ru/text/marianenko_10_64_114_126.pdf).

4. Василевская И.В. Инновационный менеджмент: учебное пособие. Изд. 2. / И.В. Василевская. – М.: РИОР, 2005. – 96 с.

5. Лукашов А.В. Венчурное финансирование / А.В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2006. – № 2.

6. Держкомстат України // <http://ukrstat.gov.ua>

7. Шевцов А. Развитие венчурного предпринимательства в Украине: проблемы та шляхи їх розв'язання / А. Шевцов, Р. Боднарчук, О. Гриненко // Національний інститут стратегічних досліджень. Аналітичні записки щодо про-

блем і подій суспільного розвитку. – 2009. – Вип. 6.

8. Кальченко О.М. Венчурний бізнес: зарубіжний та вітчизняний досвід / О.М. Кальченко // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. – Чернігів: ЧДТУ, 2009. – № 35.

9. FimCapital. Фінанси Інвестиції Менеджмент. Класифікація ICI за видами // <http://www.fimcapital.com.ua/informacia/isi/klasifikacia-za-vydamy>

10. OECD Science, Technology and Industry: Scoreboard 2005. OECD Publications, 2005.

11. Кальна-Дубінюк Т.П. Основні аспекти впровадження венчурного підприємництва / Т.П. Кальна-Дубінюк, О.А. Причепя // Науковий вісник Національного університету біоресурсів і природокористування України. – 2009. – Вип. 142. – Ч. 1.

12. Офіційний сайт. European Bank for Reconstruction and Development // <http://www.ebrd.com/pages/homepage.shtml>

13. Офіційний сайт. European Private Equity and Venture Capital Association // <http://www.evca.eu/>

Рассмотрены источники и формы финансирования инновационной деятельности предприятий. Исследованы особенности венчурного финансирования как составляющей части механизма инновационно-инвестиционного взаимодействия субъектов хозяйствования. Обобщен мировой опыт венчурного бизнеса, определены особенности и проблемы развития венчурного финансирования в Украине.

**Ключевые слова:** *инвестиции, инновационная деятельность, венчурное финансирование, венчурный фонд.*

The sources and forms of financing of the enterprises' innovation activity were overviewed. The specific features of venture financing as a component part of a mechanism of innovation and investment interrelation of the economic actors. The world experience of venture business was generalized, and characteristics of venture financing in Ukraine defined.

**Key words:** *investment, innovation activity, venture financing, venture fund.*

*Надійшло до редакції 17.02.2011*