

темپ зростання ВВП при одночасному істотному розширенні несировинного експорту.

Ізраїль, завдяки програмам розвитку венчурної індустрії і підтримки високотехнологічних компаній, зміг з країни з “військово-аграрною” економікою перетворитися на один із центрів глобальної “нової економіки”.

Південна Корея, відома як один з “азіатських тигрів” 1970–1980-х років, у результаті адаптації своєї промислової політики до нестійких умов глобального бізнес-середовища змогла в найкоротші терміни подолати наслідки кризи 1997–1998 рр. і повернутися на траєкторію стійкого зростання.

Узагальнення досвіду названих країн дозволяє зробити ряд висновків, що допоможуть сформувати цілі й механізми політики уряду України зі стимулювання інновацій і підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

6.3. Розвиток венчурного фінансування інновацій

Участь венчурного капіталу є принциповим чинником в інноваційному процесі. З різних причин для великих компаній реалізація ризикового проекту надто складна. Такі проекти мають більший шанс на успіх, якщо вони реалізуються малими технологічними фірмами. Венчурний капіталіст здатний за допомогою відповідних фінансових інструментів брати участь у підтримці високоризикових інноваційних проектів. Це підтверджується тим, що технологічні революції, які призвели до трансформації індустріального виробництва, були проведені компаніями, котрі підтримуються венчурним капіталом. Наприклад, фірми, які лідирували у розробці кожного нового покоління комп'ютерних технологій (ПК, програмне забезпечення), фінансувалися за рахунок венчурного капіталу.

В країнах з технологічно орієнтованою економікою зростання виробництва й індустріальний розвиток переважно залежать від успішних інновацій, які означають, що результати досліджень і розробок ефективно комерціалізуються (переходять у стадію комерційного випуску продукції). При цьому доступ технологічних компаній до фінансових ресурсів стає ключовим чинником в інноваційному процесі.

Залежно від різних ситуацій, рис і структури компанії управлінський персонал може вибрати найбільш доцільний тип фінансування за раху-

нок зовнішніх коштів, враховуючи обмеження та вимоги, переваги та недоліки різних джерел фінансування інноваційних проектів (табл. 6.5). Як свідчить проведений аналіз переваг і недоліків, обмежень і вимог до джерел фінансування, які властиві українській економіці, залучення венчурного капіталу відповідає потребам фінансового забезпечення інноваційних проектів і важливим принципам системи фінансування інновацій, що передбачає множинність джерел для фінансування проектів із досить високим ступенем невизначеності та ризику.

Венчурний капітал протягом останніх 25 років вважається феноменом розвитку американської промисловості. Завдяки саме цьому бізнес-інструментові було впроваджено переважну більшість розробок у новітніх галузях промисловості й медицини. Існує багато визначень того, що таке венчурне фінансування, але всі вони так чи інакше зводяться до його функціонального завдання: сприяти розвитку конкретного бізнесу шляхом надання певної суми коштів в обмін на частку в статутному капіталі або на певний пакет акцій.

Таблиця 6.5. Порівняльна характеристика джерел фінансування інновацій

| Джерела фінансування | Обмеження та вимоги | Переваги | Недоліки |
|----------------------|--|--|--|
| Джерела фінансування | Соціальна значущість. Фінансування може використовуватися тільки для пріоритетних видів діяльності | Здійснюється навіть у випадках, коли неможливо отримати фінансування з комерційних джерел; вимагає до виплати менший обсяг коштів і на довший термін | Обмеження на використання. Труднощі в отриманні, переважно невеликі обсяги |
| Кредити | Ліквідна застава. Наявна позитивна кредитна історія компанії. Вимоги до плану розвитку проекту, що фінансується | Гнучкість у запозиченні й обслуговуванні позики. Відсутність оперативного контролю над використанням коштів | Ризик неплатоспроможності. Високі процентні ставки. Вимоги до ліквідної застави |
| Венчурний капітал | Компанія повинна показувати: потенційне зростання, унікальність ідеї, високу кваліфікацію управлінського персоналу | Венчурний капіталіст як власник акцій реалізовує досвід в управлінні та фінансовій сфері, що дозволяє компанії додатково прогресувати | У компетенції інвестора здійснювати кадрові перестановки. Процес отримання фінансування тривалий і складний. Проблематичне вилучення венчурного капіталу |

Венчурний капітал, за визначенням Європейської асоціації венчур-

ного капіталу (EVCA – European Venture Capital Association), є пайовим капіталом, що надається професійними фірмами, які інвестують і спільно керують стартовими, що розвиваються або приватними компаніями, котрі трансформуються і демонструють потенціал для помітного зростання.

Доцільно також відмітити такий істотний чинник як зростання вартості компанії, що відбувається у середньо- або довгостроковій перспективі та призводить до зростання вартості частки венчурного інвестора. Цей приріст капіталу вищий, ніж прибуток від альтернативних вкладень, компенсуючий ризик і неліквідність цих вкладень. Молоді компанії в партнерстві з коштами венчурного капіталіста та його професійним досвідом мають більшу можливість розвитку. Венчурним інвестиціям притаманні такі риси: венчурний капіталіст ділить ризик з підприємцем; тривалий інвестиційний період – від 3 до 7 років; у доповнення до інвестицій здійснюються заходи з підтримки управлінського персоналу компанії, що базуються на досвіді та зв'язках інвестора; повернення коштів здійснюється у вигляді реалізації частки інвестора у власності компанії, ціна якої зросла в кінці інвестиційного періоду.

Враховуючи вищезазначене під венчурним капіталом будемо розуміти капіталовкладення вивільнених суспільних і комерційних коштів у високоприбуткові, ризикові інноваційні проекти з довгостроковим терміном окупності. Загалом венчурний капітал можна охарактеризувати як економічний інструмент, який використовується для фінансування створення компанії, її розвитку, захоплення чи викупу інвестором при реструктуризації власності. Інвестор надає фірмі необхідні кошти шляхом вкладення їх у статутний капітал та (або) виділення пов'язаного кредиту. За це він отримує обумовлену частку (не обов'язково у формі контрольного пакету) у статутному капіталі компанії, яку він залишає за собою доти, поки не продасть її та не отримає належний йому прибуток.

Для ризикового капіталу, на відміну від кредиту, гарантії фірми не мають вирішального значення. Важливіше для нього наявність привабливого та реального підприємницького задуму, а також колективу менеджерів, здатного втілити його в життя. Довгострокові вкладення здійснюються не тільки у формі грошей, а й шляхом надання конкретної допомоги дрібним і середнім фірмам, що сприяє перетворенню їх у великі компанії.

Через підвищений ризик венчурний капітал надається під більш високий відсоток, ніж кредит, як правило, з розрахунку 25-35% річних (точ-

на ставка встановлюється при деталізації інвестицій). Венчурні вкладення можна розділити на чотири групи: стартові, фінансування початкової стадії, у період розвитку компанії та при реалізації певної операції.

Венчурний капіталіст, що очолює фонд або компанію, не вкладає власні кошти у підприємство, акції якого він купує. Венчурний капіталіст – це посередник між синдикованими (колективними) інвесторами й підприємцем. У цьому полягає одна з найбільш принципових особливостей цього типу інвестування. З одного боку, венчурний капіталіст самостійно приймає рішення про вибір того чи іншого об'єкта для вкладання інвестицій, бере участь у роботі ради директорів і всебічно сприяє розвитку інвестованого бізнесу. А з іншого боку, остаточне рішення про виділення інвестицій приймає інвестиційний комітет, який представляє інтереси інвесторів. В решті-решт, отриманий венчурним інвестором прибуток належить лише інвесторам, а не йому особисто. Він має право розраховувати лише на його частину.

Саме такі принципи були закладено на початковому етапі становлення венчурного капіталу батьками-засновниками цього бізнесу – Томом Перкінсом, Юджином Клейнером, Франком Кофілдом, Бруком Байерсом та іншими. У 50-60 роки минулого століття вони розробили нову концепцію організації фінансування: створення партнерських об'єднань у вигляді венчурних фондів, збір грошей у партнерів з обмеженою відповідальністю і запровадження гарантій захисту їхніх інтересів, застосування статусу генерального партнера. Така організаційна побудова інвестиційного процесу стала новаторською для США середини ХХ століття і відразу створила досить вагому конкурентну перевагу.

Ці принципи залишаються в основному незмінними й досі. Організаційна структура типового венчурного інституту виглядає таким чином. Він може бути створений або у вигляді самостійної компанії, або ж діяти в якості командитного товариства. В деяких країнах під терміном «фонд» розуміють швидше асоціацію партнерів, а не компанію. Директор й управлінський персонал фонду можуть бути найняті на роботу як самим фондом, так і окремою «керуючою компанією» (management company) або керуючим (fund manager), що надає свої послуги фонду. Керуюча компанія, як правило, має право на щорічну компенсацію (management charge), що зазвичай складає близько 2,5% від початкових зобов'язань інвесторів (investor's initial commitments). Крім того, керуюча компанія або приватні

особи, співробітники управлінського штату, так само як і генеральний партнер (general partner), можуть розраховувати на так званий «carried interest» – відсоток від прибутку фонду, що зазвичай сягає 20%. Здебільшого цей відсоток не виплачується доти, поки інвесторам не будуть цілковито відшкодовані суми їхніх інвестицій у фонд, і, окрім того, заздалегідь обумовлене повернення їхніх інвестицій (hurdle).

У разі створення обмеженого партнерства засновники фонду й інвестори є партнерами з обмеженою відповідальністю. Генеральний партнер у такому випадку відповідає за управління фондом або здійснює функції контролю за роботою керуючого.

Створення нових венчурних фондів, незважаючи на більш ніж 30-річний досвід існування венчурного капіталу, досі залишається досить складним питанням у всьому світі. Насамперед через недосконалість національних правових систем, які регулюють ринки капіталу. У деяких країнах Європи, зокрема у Великобританії, Голландії, Франції, законодавство створює умови для функціонування венчурних структур. У інших країнах інвесторам доводиться використовувати зарубіжні юридичні структури. Але практично всюди існує практика реєстрації і фондів, і керуючих компаній в офшорних зонах. Це дає змогу максимально спростити процедуру оформлення й уникати складних питань, пов'язаних з подвійним оподаткуванням прибутків.

Перед тим як перейти до аналізу розвитку венчурних послуг в Україні, спершу визначимо особливості венчурного капіталу в США та країнах Західної Європи. Там венчурний капітал – невеликий сектор у порівнянні з іншими фінансовими ринками. Однак оскільки він інвестується в зростаючі компанії, економічна роль його значна. Економічна цінність венчурного капіталу в основному полягає в тому, що:

- більшість технологічних революцій була ініційована фірмами, що фінансуються венчурним капіталом; завдяки підтримці венчурних капіталістів економічно піднялися найбільш успішні за останні роки компанії, такі як Apple Computer, КомпАк, Sun Microsystems, FedEx, Microsoft, Lotus, Intel, Netscape, Google, Facebook та інші;
- венчурний капітал підтримує галузі, що найбільш динамічно розвиваються та забезпечують країні міжнародну конкурентоздатність;
- у США 4% найшвидше зростаючих фірм, більшість з яких підтримуються венчурним капіталом, створюють 70% усіх нових робочих місць;

- у Європі витрати на проведення наукових досліджень і розробок нових зростаючих фірм, які підтримуються венчурним капіталом, складають в середньому 8,6% від обсягів продажу, у той час як в інших компаніях – лише 1,3%;
- у Європі за останні роки кількість працівників у фірмах, підтриманих венчурним капіталом, зростала на 15% щорічно, а в середньому по економіці – менше 1% [95].

Для компенсації високого ризику і тривалого інвестиційного періоду, в якому кошти є неліквідними, венчурний капітал має забезпечувати інвестору високий прибуток. Цей прибуток повинен перекривати зростання інфляції, прибуток від безризикових інвестицій і перевищувати прибутки фондового ринку. В США інтегральні прибутки були більш помірними, ніж очікувалося. Іншими словами, такі прибутки можуть бути привабливими і для інституційних інвесторів. Як уже зазначалося вище, з підвищенням стадії розвитку компанії знижується ризик і прибутковість інвестицій. Необхідно врахувати також, що віддача змінюється залежно від галузі промисловості. Європейський досвід показує, що найменший зведений показник прибутковості показують фонди, які інвестують у ранні стадії технологічних проектів компаній.

Згідно з даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, кількість компаній з управління активами (КУА) скоротилася за 2007-2015 рр. на 6,9%. Кількість інститутів спільного інвестування (ІСІ) зросла за цей період на 40,4%. Загальна вартість активів ІСІ в 2015 р. становила 238,62 млрд. грн., або на 15,6% більше, ніж у 2014 р. [95]. Питома вага вартості чистих активів венчурних фондів зросла за 2007-2015 рр. на 5,4% у загальній вартості активів ІСІ. Загальна вартість чистих активів венчурних фондів у 2015 р. становила 170,04 млрд грн, що на 8,5% більше, ніж у 2014 р. Динаміка розвитку вітчизняних ІСІ протягом 2012-2015 рр.: кількість ІСІ збільшувалась до 2013 р., але потім набула тенденцію до зниження, і у 2013 р. становила 1031, а вже в 2015 – 991. Проте вартість чистих активів постійно збільшується, тобто фінансовий стан фондів поступово поліпшується у 2013 р. і становить 149880,8 млн. грн., а за результатами 2015 р. збільшується до 186562,3 млн. грн. За офіційними даними, ринок венчурного капіталу в Україні сьогодні становить приблизно 400 млн. дол. США, а найбільш великими компаніями є Western NIS Enterprise Fund (150 млн дол. США), Sigma Blazer (100 млн дол. США), Baring

Vostok Capital Partners (400 млн дол. США), Commercial Capital Group (200 млн євро) та ін. [95]. На цей момент основним інвестором українських венчурних фондів є Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), який у 2015 р. Venture Capital Investment Programme вклав 4 млн. дол. США в українську компанію Depositphotos. Наступними інвесторами є уряди іноземних країн, що спрямовують свої інвестиції на конверсію обігової промисловості через останні події на сході України [96].

Стан венчурного фінансування в Україні характеризується такими рисами:

- переважно неінноваційна спрямованість інвестицій та кредитування (переважають харчова промисловість, виробництво будівельних матеріалів, торгівля);
- доходність вкладень у цінні папери перевищує середню прибутковість банківських депозитів;
- попит на послуги венчурних фондів носить хаотичний характер із великим значенням особистісного чинника керівників підприємств;
- венчурне інвестування здійснюється переважно на базі вже наявних компаній і підприємств, фактично відсутній корпоративний венчурний капітал;
- переважають венчурні фонди (а не компанії), що зумовлює необхідність формування системи керівних компаній;
- значно коливається величина пакету акцій, якими володіють суб'єкти венчурінга (для малих підприємств від 2-5%, для середніх від 15-26% до 10-45%), проте поступово суб'єкти інвестування переорієнтуються на пакети акцій до 49% [97].

В Україні венчурні компанії в середньому щорічно вкладають від 1 млн. до 7,5 млн. дол. США, при цьому вони не планують тримати пакет акцій компанії обсягом менше 25% і 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.

У випадку мінімального обсягу інвестицій і максимального пакета акцій компанії під ці критерії підпадають лише 448 елементів. Це становить 1/15 частину потенційного ринку капіталовкладень венчурних капіталістів. Виходом із такої ситуації є розподіл зовнішніх капіталовкладень

між формами кредитування та інвестиціями до статутного фонду. Незважаючи на це венчурні компанії змушені утримувати в своїй власності більшу частину активів. Щодо підприємств, то з їхньої сторони також існує готовність прийняти такі умови співпраці. У більшості випадків підприємства через низький рівень статутного капіталу готові заради розвитку бізнесу надати інвестору контрольний пакет корпоративних прав. До того ж спостерігається тісний кореляційний зв'язок між обсягом попиту на інвестиції та розміром частки корпоративних прав, яку підприємство готове надати інвестору в обмін на фінансові ресурси.

Аналіз сучасної економічної ситуації дозволяє визначити такі передумови для розвитку венчурного бізнесу в Україні, що впливають з ментальних та історичних особливостей сучасної української нації: дух підприємництва та «розумного авантюризму»; високий рівень освіти населення; злиття особливостей азіатської та європейської культур – поєднання індивідуалізму з колективізмом; наявність численних НДІ; зростання кількості приватних малих і середніх підприємств; збільшення попиту на фахівців інженерних спеціальностей [95]; високий кваліфікаційний рівень трудових ресурсів, особливо на існуючих і колишніх підприємствах ВПК.

З іншого боку, на шляху розвитку ринку венчурного капіталу в сфері інноваційного бізнесу в Україні стоять серйозні проблеми: на високі ризики, властиві інноваційним проектам на ранніх стадіях реалізації, накладається загальна економічна та політична нестабільність і невизначеність у країні; складність пошуку відповідних кандидатів для інвестицій внаслідок слабого розвитку відповідної інфраструктури; низький рівень підприємницької культури та навичок, необхідних при підготовці інвестиційних проектів; законодавчо не закріплено діяльність венчурних фондів (в Україні немає закону «Про венчурні фонди»); значний обсяг кримінального капіталу в українській економіці, що посилює насторожене ставлення підприємців до інвесторів. Крім цього, головним ризиком венчурного бізнесу в Україні оператори ринку називають «складні умови для виходу інвестицій».

У світі прийняті два способи виходу з бізнесу венчурних компаній. Перший – за допомогою продажу своїх акцій на фондовому ринку. Однак рівень його розвитку в Україні знаходиться на вкрай низькому рівні, і менеджери венчурних фондів нині навіть не розглядають серйозно цей варіант. Залишається варіант другий – продаж акцій стратегічному інвестору,

який виглядає більш реальним. Ряд венчурних фондів, здійснюючи інвестиційні вкладення, намагається навіть заздалегідь визначити потенційного покупця тієї чи іншої компанії у майбутньому. Разом з тим, представники венчурних фондів відзначають, що зазначений напрям виходу з бізнесу також є складно доступним в Україні, оскільки не спостерігається достатнього попиту зі сторони стратегічних інвесторів, які готові інвестувати у місцеві підприємства. За твердженням операторів ринку, коли ситуація за рік не зміниться на краще, вдалим виходів із бізнесу нинішніх венчурних фондів може не відбутися, що вкрай негативно позначиться на залученні в Україну нових «ризикових» інвестицій.

Якщо загальноекономічну нестабільність доводиться визнати як об'єктивну реальність, і вона, скоріше за все, ще тривалий час знижуватиме в Україні ефективність бізнесу загалом, то інші перешкоди можна суттєво ослабити. Ефективним механізмом розвитку ринку венчурного капіталу в Україні може стати створення відповідної інфраструктурної мережі на базі консалтингових фірм, які надаватимуть послуги малим підприємствам у науково-технічній сфері. Вони могли би: по-перше, стати для венчурних компаній джерелом інформації про перспективні проекти, що вимагають інвестицій; по-друге, сприяти доведенню технологічних розробок до стадії продуктів, готових до комерціалізації, та встановлення контактів між підприємцями й інвесторами; по-третє, здійснювати ретельний відбір учасників венчурних проектів, як з боку потенційних інвесторів, так і з боку підприємців, котрі потребують фінансових ресурсів.

Ще одним інструментом, що сприяє розвитку венчурного бізнесу, є венчурні ярмарки, а також венчурні форуми. Ярмарок – це унікальна можливість для малих і середніх компаній, зацікавлених у залученні інвестицій для розвитку свого бізнесу, представити свій проект до уваги інвесторів, що діють на ринку прямих і венчурних інвестицій у країні.

Модель організації таких ярмарків узятя з досвіду США. В ході їх проведення вирішуються, як правило, три основні завдання:

1. Оцінка інвестиційного потенціалу у високотехнологічній сфері.
2. Надання посередницьких послуг виробникам і споживачам наукомістких проектів.
3. Підвищення освітнього рівня учасників ярмарку у сфері використання різних фінансових інструментів.

Покращенню інвестиційного клімату в Україні сприятиме перехід на

інноваційні засади. Серед напрямів розвитку та вдосконалення інституціонального забезпечення венчурного фінансування інноваційного розвитку промисловості віднесено [98]: подальше формування законодавства та активної державної підтримки; залучення великих закордонних і вітчизняних компаній до розвитку інноваційних технологій – забезпеченні тісної взаємодії всіх складників інноваційного ланцюга; розвиток системи експертизи та сервісних послуг; ефективне використання грантових коштів; розвиток венчурної та інноваційної інфраструктури, важливим елементом якої є технопарки, бізнес-інкубатори, центри трансферу технологій та, звичайно, венчурні фонди; проведення інноваційних конкурсів, експертних рад, венчурних ярмарків національного та регіонального рівня.

6.4. Роль національної інноваційної системи в забезпеченні інноваційно-інвестиційного розвитку вітчизняної економіки

На сучасному етапі світового розвитку посилюється тенденція до формування неоекономіки, яка приходить на зміну постіндустріальній економіці. Основними складовими неоекономіки є наукові дослідження і розробки, інформатизація і телекомунікації, професійна підготовка висококваліфікованих спеціалістів, а також активізація інноваційної діяльності у всіх сферах.

Отримання нових знань і розробка новітніх технологій та їх ефективне застосування значною мірою визначають рівень життя населення, місце країни у світовому співтоваристві. Негативні тенденції в економіці України у 2007–2009 рр. спричинили втрату позицій у провідних світових рейтингах. При цьому, як демонструє рейтинг Всесвітнього економічного форуму (далі ВЕФ), якщо протягом 2004–2006 рр. позиції нашої країни посилились і вона піднялась у рейтингу з 86-го до 69-го місця, то за 2007–2009 рр. було втрачено 13 позицій у рейтингу, і в 2016 – 2017 рр. Україна опустилася на 85 -го місце [96].

У промислово розвинутих країнах збільшення ВВП на 80–95% досягається за рахунок виробництва та експорту нових знань, впроваджених у техніку і технології. На відміну від розвинутих країн, частка України на ринку високотехнологічної продукції, який оцінюється у 2,5–3 трлн. дол. США, становить приблизно 0,05–0,1%. Інноваційні процеси в Україні не набули достатніх масштабів і не стали суттєвим фактором зростання ВВП [97].