

НАЦІОНАЛЬНИЙ ТЕХНІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ УКРАЇНИ  
«КИЇВСЬКИЙ ПОЛІТЕХНІЧНИЙ ІНСТИТУТ ІМЕНІ ІГОРЯ СІКОРСЬКОГО»

## **УПРАВЛІННЯ ВЕНЧУРНИМ БІЗНЕСОМ**

### **Конспект лекцій**

для студентів галузі знань 07 «Управління та адміністрування»  
спеціальності 073 «*Менеджмент*»  
спеціалізації «*Менеджмент інвестицій та інновацій*»

*Рекомендовано Вченою радою  
факультету менеджменту та маркетингу КПІ ім. Ігоря Сікорського*

**КИЇВ 2016**

Управління венчурним бізнесом: конспект лекцій для студентів за напрямом підготовки «магістр», галузі знань 07 «Управління та адміністрування» спеціальності 073 «Менеджмент» спеціалізації «Менеджмент інвестицій та інновацій» / Укладачі: О.В. Гук, Г.А. Мохонько – К.: КПІ ім. Ігоря Сікорського, 2016. – 102 с.

*Гриф надано Вченою радою  
факультету менеджменту та маркетингу КПІ ім. Ігоря Сікорського  
(Протокол № 5 від 26.12. 2016 року)*

Навчальне видання

**Управління венчурним бізнесом**

**Конспект лекцій**

для студентів галузі знань

для студентів галузі знань 07 «Управління та адміністрування»  
спеціальності 073 «**Менеджмент**»  
спеціалізації «**Менеджмент інвестицій та інновацій**»

Укладачі *Гук Ольга Володимирівна, канд. екон. наук, доцент*  
*Мохонько Ганна Анатоліївна, канд. екон. наук, доцент*

Відповідальний редактор В.В.Дергачова, д. е. н., професор

Рецензент Л.П. Шендерівська, кандидат екон. наук., доц. кафедри організації видавничої справи, поліграфії та книго розповсюдження

*За редакцією укладачів*

## ЗМІСТ

<b>РОЗДІЛ 1. ОСНОВНІ ПЕРЕДУМОВИ ТА ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ ТА ЕВОЛЮЦІЯ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА .....</b>	<b>6</b>
<b>ЛЕКЦІЯ 1. ОСНОВНІ ПОНЯТТЯ ТА КАТЕГОРІЇ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА .....</b>	<b>6</b>
1.1. Сутність венчурного бізнесу та венчурного фінансування. ....	6
1.2. Поняття венчурного інвестування та фінансування.....	7
1.3. Взаємодія ринкових суб'єктів у сфері венчурного капіталу .....	8
<b>ЛЕКЦІЯ 2. ОСНОВНІ СУБ'ЄКТИ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ ТА ЇХ ВЗАЄМОДІЯ .....</b>	<b>10</b>
2.1. Венчурні інвестори.....	11
2.2. Сутність венчурних підприємств.....	12
2.3. Особливості створення та функціонування венчурних фондів.....	13
2.4. Особливості венчурних фондів в Україні.....	14
2.5. Взаємодія суб'єктів венчурного бізнесу .....	15
<b>ЛЕКЦІЯ 3. ВЕНЧУРНИЙ КАПІТАЛ В ІННОВАЦІЙНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА .</b>	<b>19</b>
3.1. Сутність венчурного капіталу .....	19
3.2. Джерела венчурного інвестування .....	20
<b>ЛЕКЦІЯ 4. РИЗИКИ ВЕНЧУРНОЇ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ .....</b>	<b>23</b>
4.1. Класифікація ризиків венчурної інноваційної діяльності.....	23
4.2. Управління ризиками у венчурному бізнесі.....	25
<b>ЛЕКЦІЯ 5. ІСТОРІЯ ВИНИКНЕННЯ ТА СТАНОВЛЕННЯ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА .....</b>	<b>28</b>
5.1. Історичні аспекти виникнення венчурного підприємництва в США.....	28
5.2. Сутність становлення венчурного підприємництва у Європі .....	29
5.3. Порівняльна характеристика виникнення та становлення венчурного підприємництва в Росії та Україні.....	31

<b>ЛЕКЦІЯ 6. ДЕРЖАВНА ПІДТРИМКА ТА СТИМУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА .....</b>	<b>33</b>
6.1. Основні напрямки державного регулювання та підтримки венчурного підприємництва .....	33
6.2. Нормативний напрямок державної підтримки венчурного бізнесу .....	35
6.3. Організаційний напрямок державної підтримки венчурного підприємництва	35
6.4. Фінансовий напрямок державної підтримки венчурного бізнесу.....	37
<b>ЛЕКЦІЯ 7. ОСОБЛИВОСТІ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ.....</b>	<b>39</b>
7.1. Структури, що регламентують діяльність венчурних підприємств.....	39
7.2. Заходи щодо державної підтримки венчурного підприємства .....	41
<b>ЛЕКЦІЯ 8. ДІЯЛЬНІСТЬ НАЦІОНАЛЬНИХ АСОЦІАЦІЙ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ .....</b>	<b>44</b>
8.1. Діяльність Української та Російської Асоціацій венчурного капіталу .....	44
8.2. Діяльність Британської та Європейської Асоціацій венчурного капіталу.....	46
<b>РОЗДІЛ 2. ДІЯЛЬНІСТЬ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМСТВА. СТАН РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА В УКРАЇНІ .....</b>	<b>48</b>
<b>ЛЕКЦІЯ 9. ОРГАНІЗАЦІЙНІ ФОРМИ МАЛИХ ІННОВАЦІЙНИХ ПІДПРИЄМСТВ.....</b>	<b>48</b>
9.1. Малі інноваційні підприємства.....	48
9.2. Основні організаційні форми венчурного бізнесу.....	51
<b>ЛЕКЦІЯ 10. ОСНОВНІ ЕТАПИ ЖИТТЄВОГО ЦИКЛУ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМСТВА</b>	<b>53</b>
<b>ЛЕКЦІЯ 11. ТЕХНІКО-ЕКОНОМІЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО ІННОВАЦІЙНОГО ПРОЕКТУ.....</b>	<b>54</b>
11.1. Сутність техніко-економічного обґрунтування венчурного інноваційного проекту.....	54
11.2. Етапи техніко-економічного обґрунтування венчурного проекту.....	55
<b>ЛЕКЦІЯ 12. УПРАВЛІНСЬКІ АСПЕКТИ У ВЕНЧУРНОМУ БІЗНЕСІ .....</b>	<b>58</b>

12.1. Планування діяльності венчурних підприємств .....	58
12.2. Бізнес-план венчурного інноваційного проекту .....	59
12.3. Вибір організаційно-правової форми венчурного підприємства .....	62
Лекція 13. Фінансування венчурного підприємства на етапах життєвого циклу ..	65
13.1. Загальні положення щодо венчурного фінансування.....	65
13.2. Основні етапи венчурного фінансування .....	66
13.3. Оцінювання економічної ефективності венчурного фінансування .....	68
<b>ЛЕКЦІЯ 14. ДОСВІД ФОРМУВАННЯ ВЕНЧУРНИХ КОМПАНІЙ У СВІТІ .....</b>	<b>71</b>
14.1. Досвід компанії «Техінвест» .....	71
14.2. Досвід компанії «Apple Computer».....	72
<b>ЛЕКЦІЯ 15. ПРИНЦИПИ ВЕНЧУРНОЇ ПОЛІТИКИ РІЗНИХ КРАЇН СВІТУ .....</b>	<b>75</b>
15.1. Історія формування венчурної політики в США .....	76
15.2. Принципи формування венчурного підприємництва у Південній Кореї.....	77
15.3. Особливості формування венчурного бізнесу в Японії .....	79
15.4. Історія формування венчурної політики в Україні.....	81
<b>ЛЕКЦІЯ 16. ЗАКОНОДАВЧІ АСПЕКТИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ .....</b>	<b>84</b>
<b>ЛЕКЦІЯ 17. ПРОБЛЕМИ ТА ШЛЯХИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ</b>	<b>87</b>
17.1. Передумови щодо створення та розвитку венчурного бізнесу в Україні .....	87
17.2. Фактори, що стримують розвиток венчурного бізнесу в Україні .....	90
<b>НАВЧАЛЬНО-МЕТОДИЧНІ МАТЕРІАЛИ.....</b>	<b>97</b>
Основна література.....	97
Додаткова література .....	101

# РОЗДІЛ 1. ОСНОВНІ ПЕРЕДУМОВИ ТА ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО БІЗНЕСУ ТА ЕВОЛЮЦІЯ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА

## Лекція 1. Основні поняття та категорії венчурного підприємництва

- 1.1. Сутність венчурного бізнесу та венчурного фінансування.
- 1.2. Поняття венчурного інвестування та фінансування.
- 1.3. Взаємодія ринкових суб'єктів у сфері венчурного капіталу.

**Рекомендована література:** [1; 2; 3; 4; 17; 32; 48; 57; 58; 67; 78; 79; 89].

### 1.1. Сутність венчурного бізнесу та венчурного фінансування.

Венчурний бізнес є колыскою для інноваційної та експериментальної діяльності. У свій час венчурний бізнес відіграв важливу роль в процесі реалізації багатьох радикальних інновацій в області мікроелектроніки, автоматизації промислового виробництва, біотехнології та ін. Завдяки підтримці інвесторів ризикового капіталу практичного використання набули такі важливі науково-технічні розробки кінця ХХ ст., як мікропроцесор, персональний комп'ютер, технологія рекомбінантних молекул ДНК (генна інженерія).

Загалом, венчурний бізнес - це ризикований бізнес, що став основною формою технологічних нововведень, що характерна для умов комерціалізації результатів наукових досліджень у наукомістких галузях, підвищення ступеня ризиків вкладень капіталу в інноваційні сфери.

Класичному **венчурному фінансуванню** притаманні наступні **характеристики**:

- здійснюється безпосередньо в акціонерний капітал компаній;
- обов'язковою є пайова участь інвестора у статутному капіталі фірми, тобто ризиковий капітал виступає як пайовий внесок;
- кошти надаються на тривалий строк і на безповоротній основі;
- присутній високий ступінь ризику;
- існує довгострокова відсутність ліквідності;
- повернення інвестицій здійснюється за рахунок продажу акцій (частки в акціонерному капіталі) компаній;
- фінансові засоби, що вкладаються у венчурний бізнес, не мають під собою матеріального забезпечення та фінансових гарантій.

Характеризуючи **венчурний бізнес**, слід визначити його **ключові особливості**:

- основна функція венчурного бізнесу - забезпечення завершення інноваційного циклу незалежно від етапу підключення до інноваційного процесу в межах даного циклу;
- мета існування венчурного бізнесу - комерціалізація інновації;
- цільовий (проектний) характер;
- тимчасовість існування організаційної форми венчурного бізнесу;
- існування венчурної фірми протягом певних етапів інноваційного циклу у формі акціонерного товариства;
- приналежність до малого та середнього бізнесу;

- висока ризиковість;
- здатність забезпечити значне зростання капіталу.

**Основними перевагами венчурного бізнесу є:** 1) гнучкість, 2) рухливість, 3) здатність мобільно переорієнтуватися, 4) змінювати напрямки пошуку, 5) швидко вловлювати та апробувати нові ідеї тощо. Прагнення до прибутку, тиск ринку та конкуренції, конкретно поставлене завдання, жорсткі терміни змушують розробників діяти результативно і швидко, інтенсифікуючи тим самим дослідницький процес.

## **1.2. Поняття венчурного інвестування та фінансування**

**Венчурне інвестування** – це один із найбільш ефективних способів фінансування венчурним капіталом приватних підприємств, які займаються ризиковими науково-дослідницькими та конструкторськими розробками. Основна відмінність від традиційного інвестування полягає в тому, що фінансові активи надаються підприємству без будь-якої гарантії забезпечення рухомим чи нерухомим майном або заощадженнями підприємства. Єдиною гарантійною заставою служить відповідна частина акцій (менша, ніж контрольний пакет) існуючого або тільки створюваного підприємства, тобто венчурний капітал надається підприємству фактично під перспективну ідею.

Разом з поняттям венчурного інвестування виділяють і поняття венчурного фінансування.

У загальному вигляді **венчурне фінансування** – це здійснення довгострокових фінансових інвестицій з високим ступенем ризику в акції новостворюваних малих інноваційно-технологічних фірм, які орієнтовані на розробку і виробництво наукомістких продуктів, задля їх розвитку й розширення, з метою отримання прибутку від приросту вартості вкладених коштів. Іншими словами, венчурне фінансування представляє собою своєрідну позику коштів, довгостроковий кредит без отримання будь-яких гарантій. При цьому венчурний капіталіст вкладає кошти в акціонерний капітал підприємства, іншу частину якого складає інтелектуальна власність засновників венчурного підприємства.

Без перебільшення можна констатувати, що *венчурне фінансування* це:

- важливий інструмент інвестування підприємств, розвиток яких пов'язаний зі значним ризиком з одночасною можливістю отримання великих прибутків;
- одне з найбільш реальних та доступних джерел фінансування малих високотехнологічних фірм, що займаються розробкою й впровадженням нових прогресивних технологій;
- надійна й дієва альтернатива позиковому фінансуванню, яка орієнтована не на існуючі, а на майбутні активи компанії, що розвивається;
- можливість здійснення якісного «стрибка» від ранніх безприбуткових етапів розвитку нової високотехнологічної компанії до рентабельних стадій її життєвого циклу.

На думку вітчизняних науковців, **венчурне фінансування має такі особливості:**

- вкладення коштів у венчурний бізнес без жодних гарантій з боку фірми-акцептора інвестицій;
- надання коштів на безвідсотковій основі, тобто розміщення венчурного капіталу не у формі кредиту, а у вигляді паю в статутний фонд фірми;

- повернення вкладених коштів венчурним інвестором відбувається після виходу цінних паперів венчурного підприємства на фондовий ринок, а розмір залежить від частки їх участі в наданні коштів;
- фінансові організації стають співвласниками венчурної фірми, а надані кошти - внесок у статутний фонд підприємства - часткою власних коштів останнього.

### **1.3. Взаємодія ринкових суб'єктів у сфері венчурного капіталу**

Важливим джерелом фінансового забезпечення науково-технічної та інноваційної діяльності, що широко застосовується в зарубіжній практиці і може позитивно вплинути на структуру фінансування, є використання венчурного капіталу.

Як правило, **венчурний (ризиковий) капітал** – це інвестиційний капітал великих компаній, банків, приватних інвесторів, пенсійних, страхових, інвестиційних фондів, призначений для вкладення коштів у венчурні інноваційні проекти. Венчурний капітал призначений здійснювати взаємодію між усіма суб'єктами венчурного бізнесу, шляхом акумулювання вільних коштів і вкладання їх в перспективні інноваційні проекти з метою здійснення фундаментальних досліджень, дослідно-конструкторських розробок, освоєння та комерціалізації інновацій. Формування венчурного капіталу, як суспільної категорії відбувається за умов державного регулювання інноваційних процесів та в подальшому перетворюється в продукт пере- накопичення.

**До основних джерел венчурного капіталу належать наступні:**

- приватні інвестори;
- корпоративні венчурні інвестори;
- державні структури;
- банки;
- пенсійні та благодійні фонди;
- страхові компанії;
- інвестиційні компанії малого бізнесу;
- зарубіжні інвестори;
- венчурні фонди (у випадку реінвестування їхнього прибутку) тощо.

Існує багато визначень поняття «венчурний капітал» (табл. 1.1), які відрізняються в основному ступенем власної деталізації.

*Таблиця 1.1*

#### **Наукові підходи до трактування поняття «венчурний капітал»**

<b>Автор</b>	<b>Визначення поняття «венчурний капітал»</b>
В. Аньшин	Ризиковий (венчурний) капітал – особлива форма вкладень капіталу в об'єкти інвестування з високим рівнем ризику в розрахунку на швидке отримання високої норми прибутку.
Д. Бердников	Венчурний капітал - це промисловий капітал, використовуваний у формі прямих інвестицій для фінансування підприємств, які мають значний потенціал росту, знаходяться на різних стадіях розвитку і належать до різних галузей економіки. При цьому процес венчурного фінансування супроводжується підвищеним ступенем ризику в



	порівнянні з іншими альтернативними джерелами фінансування, якщо такі є, високою нормою прибутковості і ступенем участі венчурного інвестора в процесі прийняття рішень.
М. Бунчук	Венчурний капітал – це довготерміновий, ризиковий капітал, що інвестується в акції нових і швидкозростаючих компаній з ціллю отримання високих прибутків після реєстрації цих компаній на фондовій біржі.
А. Поручник, Л. Антонюк	Венчурний капітал відображає систему відносин між суб'єктами венчурного підприємства, що забезпечує акумуляцію вільних коштів і вкладення їх в інноваційні проекти з метою дослідження, освоєння і комерціалізації нововведень.
І. Смертига	Венчурний капітал - форма інвестування, при якій інвестор вкладає гроші в акції компаній з високим ступенем ризику, розраховуючи отримати високий прибуток при їх продажу.
А. Чернявський, В. Опанасюк	Венчурний капітал можна визначити як сукупність інтелектуальних, матеріально-технічних та фінансових активів, що надаються суб'єктами формального та неформального венчурного бізнесу для подальшого інвестування, пошуку, впровадження та комерціалізації інноваційної ідеї за участю професійних посередників (венчурних керуючих) без будь-яких економічних застав та гарантій на довготривалий строк, в обмін на частину майнових прав новоствореної або прогресуючої компанії з правом участі в управлінні проектом та з метою отримання додаткової вартості у вигляді надприбутків.

Визначаючи місце венчурного капіталу в інноваційному процесі, видно, що він знаходиться на перетині чотирьох сфер, що охоплюють майже весь науково-економічний простір (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Особливості взаємодії ринкових суб'єктів у сфері венчурного капіталу

Першу сферу (інститути спільної фінансової підтримки) використовують для мобілізації капіталу. До її складу входять: інвестори венчурних фондів та інші інвестиційні фірми-співінвестори. Друга та третя (корпоративний капітал, наукова сфера) здійснюють пошук й визначення ідей та інвестицій для їх впровадження і складаються з підприємців, науково-дослідних інститутів, юристів. Четверта сфера (приватний бізнес) включає приватні венчурні фірми та спеціальні обслуговуючі служби (консультаційні, юридичні, еккаунтингові тощо) та джерела ресурсів.

Венчурному капіталу притаманна велика кількість різноманітних функцій, основні з яких:

- функція прискорення трансформування національної економіки до інноваційно-орієнтованого типу;
- функція підтримки економічного зростання за рахунок інноваційного росту;
- функція посилення конкурентоспроможності економіки;
- функція стимулювання до проведення НДДКР у малих та середніх секторах економіки;
- функція сприяння до технологічного прориву суспільства та ін.

У венчурному інвестуванні ключову позицію відіграє також венчурний капіталіст.

**Венчурний капіталіст** – це керівник венчурного фонду (також він може виступати в ролі ініціатора створення венчурного фонду), який заключає угоди з інвесторами та підприємствами, володіє необхідними знаннями та досвідом у сфері венчурного інвестування та користується величезним авторитетом у інвесторів.

Основні завдання венчурного капіталіста:

- пошук потенційних інвесторів (акумулявання фінансових активів);
- пошук та відбір ризикового підприємства;
- детальне вивчення фінансового потенціалу ризикового підприємства;
- супровід процедур інвестування.

Венчурний капіталіст, що очолює фонд або компанію, не вкладає власні кошти в компанію, акції яких він набуває. Венчурний капіталіст – це посередник між колективними інвесторами і підприємцем. У цьому полягає одна із найбільш принципових особливостей даного типу інвестування.

## **Лекція 2. Основні суб'єкти венчурного бізнесу та їх взаємодія**

2.1. Венчурні інвестори.

2.2. Сутність венчурних підприємств.

2.3. Особливості створення та функціонування венчурних фондів.

2.4. Особливості венчурних фондів в Україні.

2.5. Взаємодія суб'єктів венчурного бізнесу.

**Рекомендована література:** [15; 19; 20; 50; 84; 90].

## **2.1. Венчурні інвестори**

До венчурних інвесторів належать приватні особи, інвестиційні фірми - співінвестори (пенсійні фонди, страхові компанії, великі корпорації, банки), які є постачальниками венчурного капіталу. Серед них виділяють як 1) індивідуальних (приватних) інвесторів, які можуть самостійно вкладати свої кошти у інноваційні підприємства, - так звані, «бізнес-ангели», так і 2) інституціональних інвесторів: приватні та публічні компанії, підрозділи банків, великі корпорації, пенсійні та страхові фонди та ін.

Основною відмінною рисою венчурного фінансування є зафіксована контрактом можливість для інвестора не повернути вкладені в проект гроші (venture - ризик, підприємство/дія, шанс, пригода). Якщо при інших формах фінансування компанія зобов'язана здійснити повне погашення боргу за кредитними зобов'язаннями, то за умов венчурного фінансування венчурний капіталіст ризикує певною сумою в обмін на частку компанії або прибутку від реалізації розробленого продукту.

**1) Приватні інвестори.** На ранніх стадіях розробки проекту фінансування здійснюють, як правило, приватні особи – «ангели» (Angel Capital), - якікладають «гроші для посіву» (seed money). «Ангели» за одне «коло» інвестуваннякладають суми в розмірі всередньому від 5 до 50 тис. доларів та більше. За даними досліджень діяльності «бізнес-ангелів» у Великобританії більшість із них є діловими людьми, науковцями, професійними керуючими або підприємцями. Як правило, особиста безпосередня участь приватних інвесторів у діяльності венчурної компанії буває різною – від одного дня в тиждень до цілого робочого тижня, проведених на підприємстві.

Приватних інвесторів можна поділити на декілька груп:

- 1) приватні особи, що мають досвід інвестування у венчурні фірми;
- 2) заінтересовані потенційні інвестори у яких відсутній досвід, однак є велике бажання «зануритися» у венчурний бізнес;
- 3) незаінтересовані інвестори, що інвестують у ризиковані проекти використовуючи при цьому не власні кошти, а залучені.

**2) Інституціональні інвестори.** На більш пізніх стадіях розвитку фінансованих компаній інвестори, зокрема в США, здійснюють вкладення коштів у розмірі від 200 тис. до 20 млн. доларів на одне «коло» фінансування. Займаються цим найчастіше спеціальні професійні організації. Венчурний інститут реєструється у формі партнерства (товариства) (організації, створеній на засадах угоди двох або більше окремих осіб за рахунок об'єднання їх підприємницької діяльності та майна) або самостійної компанії.

Венчурний фонд може очолювати директор, якого разом із управлінським персоналом наймає керуючий або керуюча компанія. Керуюча компанія надає свої послуги фонду в обмін на право отримання компенсації в розмірі певного річного відсотка щороку від суми первісних зобов'язань інвесторів. Сплата відсотків відбувається лише після повного відшкодування інвесторам суми вкладених ними інвестицій та раніше обумовлений у договорі відсоток за їх використання.

## 2.2. Сутність венчурних підприємств

**Венчурні підприємства (венчурні акцептори)** (англ. ventures) – це підприємства, які здійснюють наукові дослідження, інженерні розробки і впроваджують нововведення, зокрема на замовлення великих фірм і за державними субконтрактами. До них долучається широкий спектр підприємств, які здійснюють маркетинг, рекламу та надають консультативні послуги, допомагають у фінансуванні (фірми венчурного капіталу).

Загалом, **венчурні акцептори** – функціонують у сфері малого бізнесу, займаються новачійними, науковими розробками у перспективних галузях економіки країни (генна інженерія, електроніка, виробництво споживчих товарів) в яких найчастіше виникають базові інновації, і присутній високий ступінь ризику.

У венчурному бізнесі прийнята наступна класифікація компаній, що претендують на одержання інвестицій залежно від стадії розвитку, на якій вони перебувають:

### Ранні стадії:

**Seed** - («компанія для посіву»). По суті - це тільки бізнес-ідея, яку необхідно профінансувати для проведення додаткових досліджень, створення дослідних зразків продукції, оцінки концепції бізнесу й підготовки проекту до пошуку інвестицій. Якщо первісні оцінки бізнесу позитивні, то фінансування може покрити витрати на розробку товару (послуги), проведення маркетингових досліджень, побудову команди менеджменту чи написання бізнес-плану.

**Start-up** - («компанія, що тільки виникла»). До таких належать компанії, що вже закінчили розробку товару (послуги) і здійснення первісного маркетингу. Вони можуть перебувати або на стадії становлення, або вже існувати протягом певного строку, але не мають тривалої ринкової історії. Звичайно такі компанії вже мають сформовану команду менеджерів, бізнес-план і готові до операційної діяльності.

**Early-Stage** - («фінансування початкової стадії»). Компанії, що випускають готову продукцію та перебувають на початковій стадії її комерційної реалізації. Такі компанії можуть не мати прибутку та бажають отримати додаткове фінансування для завершення науково-дослідних робіт.

### Стадія фінансування розвитку:

**Expansion** - («розширення»). Компанії, що мають зростаючі обсяги продажів і вже одержують прибуток. Отримані кошти використовуються для маркетингу, збільшення оборотного капіталу, розширення виробничої бази й (або) розробки нових товарів (послуг).

Існують два основних види венчурних підприємств: внутрішні і зовнішні. **Внутрішній венчур** – це створені великими корпораціями спеціалізовані підрозділи, функція яких полягає у виборі і реалізації ризикових ідей та проектів. **Зовнішнім венчуrom** є мала самостійна наукоємна фірма, заснована авторами ідеї і венчурним підприємцем. Малі інноваційні фірми засновують вчені, інженери, винахідники, які намагаються в розрахунок на матеріальну вигоду.

Венчурні підприємства фінансуються за умови пайової участі інвестора, вкладені кошти якого функціонують як акціонерний капітал, оскільки саме підприємство, як правило є акціонерним товариством.

Розглядаючи можливі види венчурних фірм, необхідно виділити основні класифікаційні ознаки, що лежать в основі їх поділу на певні види.

До таких основних класифікаційних ознак належать:

- 1) вид спеціалізації (товарна, ресурсна, технологічна, інформаційна);
- 2) ступінь охоплення стадій інноваційного циклу «дослідження – освоєння», «дослідження - впровадження» тощо.

### **2.3. Особливості створення та функціонування венчурних фондів**

**Венчурними фондами** (фондами приватного капіталу - private equity funds) називають фінансових посередників, що вкладають кошти інвесторів у капітал приватних (не публічних, тих, що не котируються на фондовому ринку) компаній, що знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку.

Загалом, **венчурні фонди** – це спеціалізовані залежні або незалежні організації венчурного капіталу, які виступають у ролі посередників між інвесторами та венчурним підприємством, в яке інвестуються кошти за високого рівня ризику. Венчурні фонди можуть бути юридичними особами, а можуть створюватись без оформлення такого статусу у вигляді асоціації членів. Інвесторами венчурних фондів можуть виступати: банки, пенсійні, страхові фонди, крупні корпорації, інвестиційні фонди, місцеві органи влади.

Згідно з вітчизняним законодавством венчурні фонди відносяться до *інститутів спільного інвестування* (ICI), тобто інвестиційних фондів, які проводять діяльність щодо об'єднання грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість. Порядок створення і діяльності ICI регулюється Законом України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» від 15.03.2001.

Слід наголосити на тому, що венчурний фонд не інвестує власний капітал у венчурні підприємства акції яких він викупує, він виступає в ролі посередника між інвестором та інвестованим підприємством. Основна мета венчурного фонду - акумулювання капіталу для подальшого інвестування у перспективні та привабливі ризикові інноваційні проекти.

Як правило, до венчурного фонду висуваються найменш жорсткі регулятивні вимоги з боку законодавства, що робить його гнучким інструментом для здійснення інвестиційних програм. На думку академіка РАН Летнікова Ф.А. «фонд – це відкрита динамічна система, характерною особливістю якої є високий ступінь самоорганізованості та самовдосконалення при неухильному збереженні управляючих параметрів, які складають його концептуальну та регламентуючу основу».

Венчурні фонди в основному організовуються у формі товариства з обмеженою відповідальністю. Саме така форма вважається найбільш прийнятною для здійснення венчурного фінансування. Сам процес формування венчурного фонду називається «збір інвестицій для фінансування ризикових проектів».

Венчурні фонди створюються переважно на якийсь конкретний період часу (7-10 років). У світовій практиці цей термін вважається достатнім для досягнення інвестованого підприємства відповідного фінансового зростання.

## 2.4. Особливості венчурних фондів в Україні

У вітчизняній економіці нашої держави перші схеми по використанню принципів венчурного інвестування були розпочаті не в напрямку інноваційних підприємницьких проектів, а з метою виходу з кризового становища і підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств.

За даними Української Асоціації Інвестиційного бізнесу (УАІБ) основні сфери використання венчурних інвестиційних фондів в Україні - використання цінних паперів для податкової оптимізації будівництва й продажу нерухомості, переробка сільськогосподарської продукції, роздрібна торгівля, що є суттєво відмінним від практики високорозвинених країн, де перспективним є вкладення коштів в інноваційну сферу.

Кошти, отримані від емісії цінних паперів фонду, і доходи фонду (операції із цінними паперами, дивіденди, нараховані на акції, і відсотки по облігаціях, операції з нерухомістю) не обкладають податком на прибуток, а реінвестування відстрочених податкових платежів інвесторів дозволяє підвищити прибутковість фонду, що в майбутньому, відповідно, збільшить доходи інвесторів.

Венчурний фонд сплачує 25 % податку на прибуток тільки при закритті (після продажу цінних паперів фонду і виплати доходу всім учасникам). Водночас існування венчурного фонду законодавчо практично необмежене, фонд може функціонувати і 100 років. Таким чином, податкове законодавство України практично звільняє венчурні фонди від сплати податку на прибуток, а також податку на додану вартість (ПДВ). Однак, у випадку здійснення венчурними фондами (компаніями з управління їхніми активами) інших операцій (комерційних, виробничих тощо), вони будуть сплачувати податок на прибуток та податок на додану вартість на загальних підставах. Саме такі особливості вітчизняного оподаткування обумовлюють привабливість створення венчурних фондів. Проте, слід також нагадати, що за такої схеми прибуток отримується інвесторами в кінцевому терміні існування фонду.

У поєднанні із простотою адміністрування й податковими стимулами, що надаються венчурним інвестиційним фондам, відсутність зазначених обмежень робить венчурні фонди ефективним інвестиційним інструментом, що може бути корисним як великим вітчизняним фінансово-промисловим групам й іноземним інвестиційним фондам, так і невеликим компаніям та навіть окремим особам.

В статті 4 Закону України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» зазначено, що *учасниками венчурного фонду можуть бути тільки юридичні особи, і венчурний фонд має право лише приватно розміщувати свої цінні папери*, тобто шляхом пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб. Таким чином, відбувається захист майнових прав та інтересів інвесторів.

Порівняно з іншими інститутами спільного інвестування (інвестиційними фондами) вітчизняні **венчурні фонди мають певну специфіку**. Перш за все вони є **закритими**, тобто створюються лише для обмеженого числа інвесторів, як правило, інституціональних, та працюють з високо ризиковими проектами.

Втім, основні рішення, стосовно долі залучених фондом коштів, приймаються **компанією з управління активами (КУА)**, яка управляє одним або декількома фондами (це фактично організаційна надбудова на фондом, керівна рада кількох фондів).

**Компанія з управління активами (КУА)** – це юридична особа, яка здійснює діяльність з управління активами на підставі відповідної ліцензії на провадження такої діяльності. Одними з основних функцій КУА визначено пошук інвесторів через оголошення про розміщення інвестиційних сертифікатів фондів, формування фондів венчурного капіталу, розробку інвестиційної стратегії венчурних фондів, консультування потенційних інвесторів, допомога у виборі тих фондів, які найбільше відповідають очікуванням клієнтів тощо. КУА має можливість одночасно управляти активами декількох інвестиційних фондів, проте несе й повну майнову відповідальність за збитки фонду.

Згідно вітчизняного законодавства венчурні фонди визнаються **недиверсифікованими ІСІ** (фонди без жорстких вимог щодо розосередження своїх активів серед різних об'єктів інвестиційної діяльності), а це дає їм змогу тримати у своєму портфелі контрольні пакети акцій інших підприємств, а також мати у складі своїх активів велику кількість цінних паперів, що недопущені до торгів на фондовій біржі або торговельно-інформаційній мережі.

Згідно Закону України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» венчурні фонди можуть бути **корпоративними** та **пайовими**.

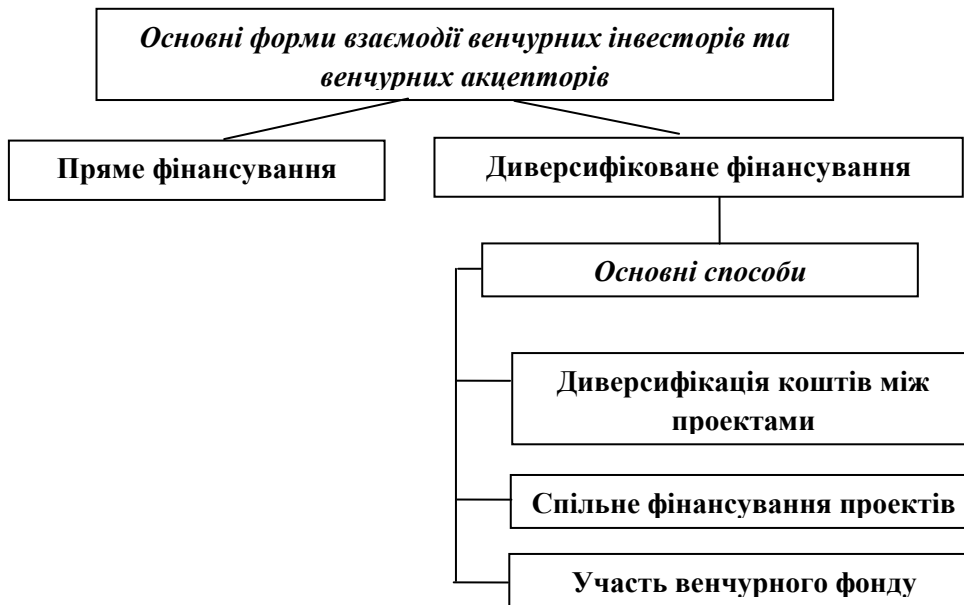
**1) Корпоративні венчурні фонди** - венчурні фонди, що мають права юридичної особи, створюються у формі відкритих акціонерних товариств (публічних компаній), здійснюють виключно діяльність із спільного інвестування.

**2) Пайові венчурні фонди** – фонди, що не є юридичними особами. Це фактично активи, що знаходяться у власності інвесторів на правах спільної часткової власності і перебувають в управлінні компанії з управління активами. КУА здійснює облік діяльності пайових венчурних фондів незалежно від результатів власної господарської діяльності.

## **2.5. Взаємодія суб'єктів венчурного бізнесу**

Як випливає з вище сказаного, основними суб'єктами венчурного бізнесу виступають венчурні інвестори (приватні та інституційні), венчурні посередники, основними з яких є венчурні фонди та фінансові венчурні акцептори (венчурні підприємства, венчурні проекти тощо). У свою чергу основним венчурним об'єктом є венчурний капітал, призначений для інвестицій у венчурні підприємства.

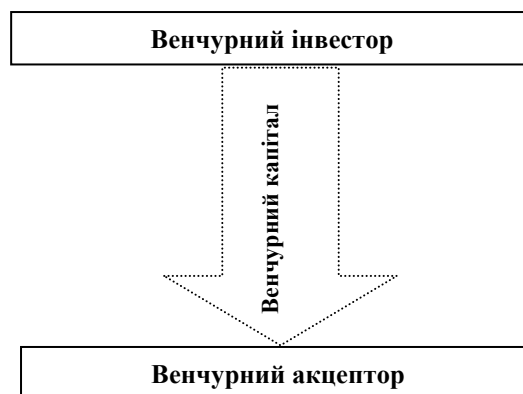
До основних форм та способів взаємодії венчурних інвесторів та венчурних акцепторів (венчурних підприємств) належать наступні (рис. 1.2.):



**Рис. 1.2. Основні форми та способи взаємодії венчурних інвесторів та венчурних акцепторів**

Розглянемо основні форми та способи взаємодії венчурних інвесторів та венчурних акцепторів (венчурних підприємств).

**Форма 1. Пряме фінансування інвестором венчурного акцептора.** Дана форма є найпростішою і передбачає пряме передавання фінансових коштів на умовах, зазначених у венчурному інвестиційному договорі, від інвестора до акцептора (підприємства, проекту) (рис. 1.3.). Ця форма участі інвесторів пов'язана з найбільшим фінансовим ризиком, однак в разі успішного завершення проекту забезпечує інвестора надприбутками. На практиці ця форма використовується для реалізації науково-технічних проектів, як правило, крупними інвесторами на більш пізніх і менш ризикових стадіях інноваційного циклу.



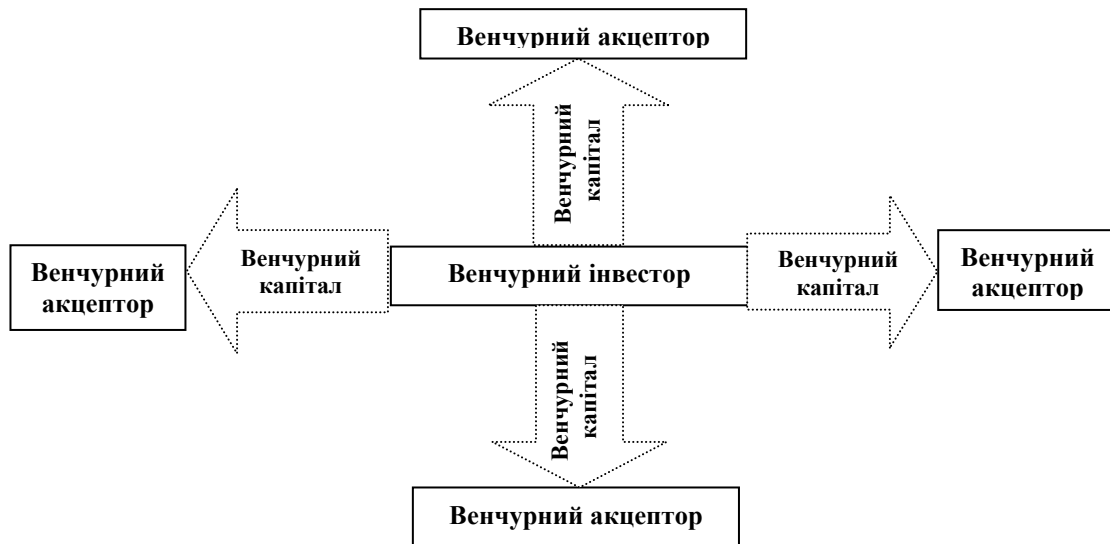
**Рис. 1.3. Пряме фінансування інвестором венчурного підприємства**

**Форма 2. Диверсифіковане фінансування.** Диверсифікація може здійснюватись у вигляді кількох механізмів і передбачає залучення різної кількості різних об'єктів та суб'єктів



до процесу венчурного фінансування. До основних способів диверсифікованого фінансування належать наступні:

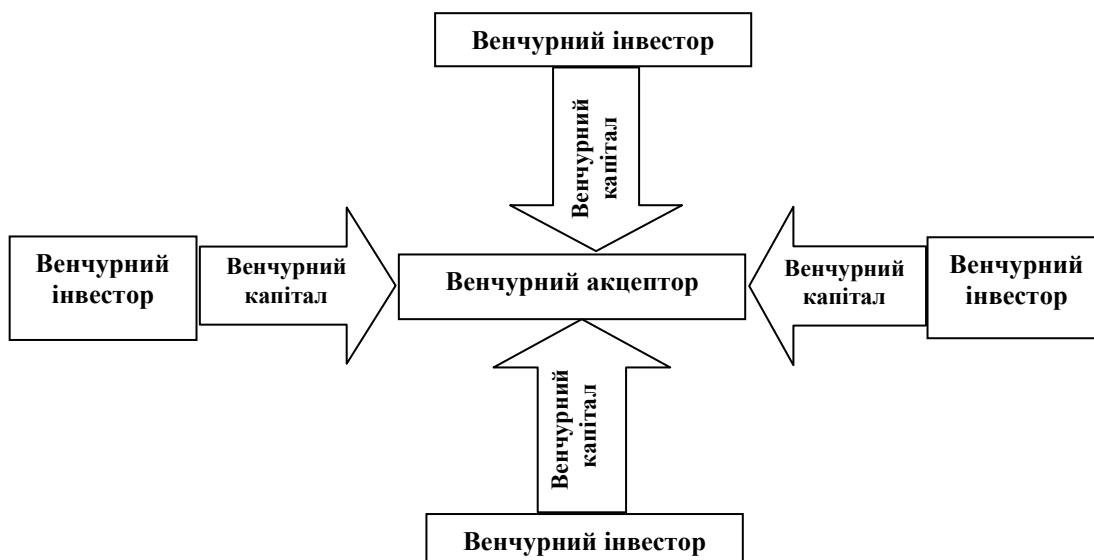
**1. Диверсифікація коштів між проектами.** Даний спосіб представляє собою розподіл коштів між невеликою кількістю різних проектів (рис. 1.4.). Сутність даного способу полягає у тому, що компенсація невдалого одного чи декількох проектів може бути здійснена за рахунок інших, більш успішних проектів. Незважаючи на ретельний відбір проектів, із кожних 10 розпочатих проектів приблизно 4 - 5 закінчуються невдало, 3 – 4 проекти можуть бути життєздатні, але не приносять великих прибутків і лише 1-2 проекти приносять прекрасні результати, заради яких і необхідним є існування венчурного бізнесу.



**Рис. 1.4. Диверсифікація коштів інвестора між проектами**

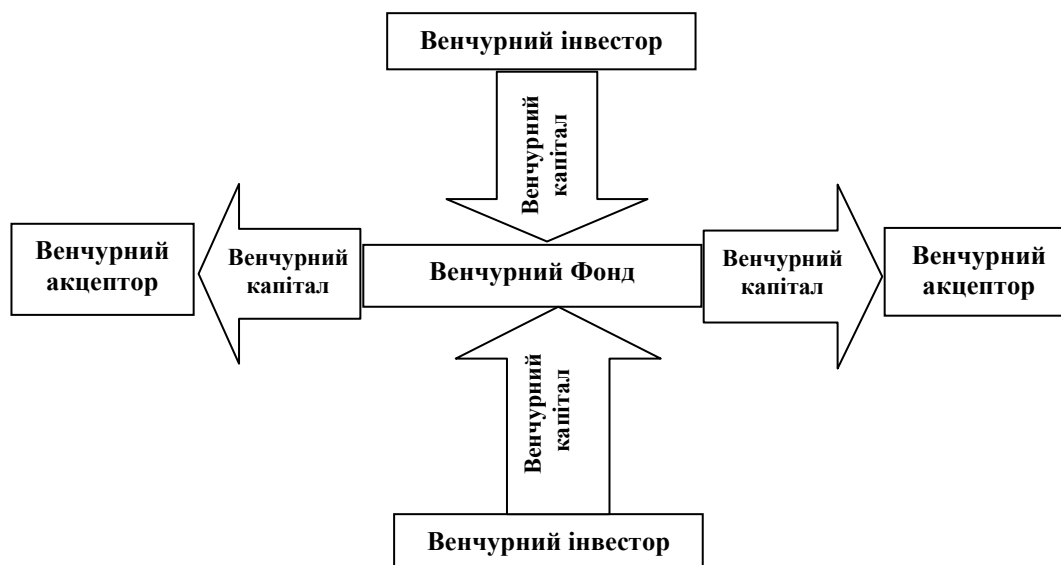
**2. Спільне фінансування великих і перспективних підприємницьких проектів.**

Цей спосіб має на меті створити загальну зацікавленість в успішному завершенні проекту і забезпечити синергійний ефект від об'єднання спеціальних знань, ділових зв'язків і управлінського досвіду, а також передбачає зменшення суми, якою ризикує кожний окремий інвестор (рис. 1.5.).



**Рис. 1.5. Спільне фінансування підприємницьких проектів**

**3. Участь спільного венчурного фонду.** Сутність способу полягає у тому, що даний фонд, акумулюючи кошти інвесторів, від власного імені здійснює ризикові інвестиції (рис. 1.6.). Такий фонд може бути фінансовим партнерством з обмеженою відповідальністю, тобто, організованим у вигляді ТзОВ, або мати статус незареєстрованого утворення. Учасники фонду отримують прибуток і несуть збитки пропорційно вкладеним коштам. Як правило, загальний обсяг венчурного фонду визначається при його формуванні і коливається в межах – від 5–10 млн. дол., а в періоди економічних криз падає до 1 млрд. дол. та стає більшим в періоди сприятливої кон'юнктури.



**Рис. 1.6. Використання спільного венчурного фонду**

В умовах підвищеного ризику здійснення фінансових операцій вимагає зростання вимог до управління інвестиціями. Тому, розвиток венчурного бізнесу пов'язаний з формуванням інституту професійних управляючих. Значного поширення отримали спеціалізовані управляючі венчурні компанії, які управляють одним або декількома венчурними фондами. В Україні вони називаються компаніями з управління активами - КУА. Такі компанії виступають посередниками між венчурними фондами і венчурними підприємствами. Більшість таких управляючих венчурних компаній (КУА в Україні) ініціюють формування нових венчурних фондів. Як правило, венчурні фонди мають середній цикл життя 8 років: 4 роки для інвестицій в розвиток компанії і ще 4 роки для продажу своєї частки в компанії (вихід із бізнесу або продаж іншому інвестору).

Після завершення реалізації програми ризикових капіталовкладень і продажу цінних паперів нових венчурних підприємств прибуток, отриманий венчурним фондом, розподіляється між його учасниками пропорційно їхнім вкладам в даний фонд.

Слід зазначити, що значну роль у венчурному фінансуванні відіграють також і **великі**

### **Лекція 3. Венчурний капітал в інноваційній діяльності підприємства**

3.1. Сутність венчурного капіталу.

3.2. Джерела венчурного інвестування.

**Рекомендована література:** [36; 66; 76].

#### **3.1. Сутність венчурного капіталу**

Інноваційні розробки здійснюють суттєвий вплив на ефективність діяльності як окремого підприємства так і економіки в цілому. Створення та впровадження інновацій сприяє виведенню економіки України на новий рівень світової конкурентоспроможності. Для успішної реалізації інноваційних розробок доцільно залучати різноманітні джерела фінансування. Одним з таких джерел фінансування є капітал венчурних фондів та компаній. Венчурний капітал є джерелом інвестування на довгострокову перспективу (3, 5, 7 років) у сфері з підвищеним ступенем ризику та невизначеності, у новий бізнес або сферу діяльності, що розширюється без жодних гарантій, застави чи фінансового забезпечення. Венчурний капітал вкладається в підприємства, що мають значний інноваційний потенціал у сфері розробок та фірми, що постійно завойовують нові ринки. Внаслідок недостатнього фінансування за рахунок власних джерел та неможливості одержання кредитних фінансових ресурсів такі фірми використовують залучені кошти. Ретроспективний аналіз досліджень вітчизняних науковців дає змогу стверджувати, що венчурний капітал має стати одним з основних джерел фінансування інноваційної діяльності підприємств.

Дослідивши сучасний стан розвитку використання венчурного капіталу на вітчизняних підприємствах доцільно зазначити наступні особливості його функціонування:

- неперервний зв'язок з інноваційною і науково-технічною діяльністю, де результати інновацій мають великий попит серед споживачів на ринку і потенційно зможуть принести надвисокі прибутки в короткотривалій період часу;

- ризикованість, тобто готовність до ризику, що зумовлений турбулентністю та невизначеністю ситуації на ринку щодо затребуваності в майбутньому товарі; об'єктом капіталовкладень є ризиковані венчурні проекти;

- органічний зв'язок з людським ресурсом, що об'єднує в собі можливості фінансового капіталу й інтелектуального ресурсу: рух венчурного капіталу супроводжується особливою організацією, плануванням, контролем, управлінням, інформаційним забезпеченням;

- поетапне фінансування нововведень, що дозволяє інвесторам знизити ступінь ризику шляхом розподілу витрат на різних етапах освоєння інновацій: реалізується гнучкий механізм узгодження інтересів інвесторів і менеджерів залежно від етапу розвитку.

Вкладення венчурного капіталу в інновації зумовлене бажанням отримати надприбутки, швидко створити нові ринки збуту, тому тут доцільно здійснювати постійний контроль за впровадженням у життя інноваційних розробок та оцінку світових тенденцій розвитку техніки та технологій.

Для венчурних підприємств, що займаються реалізацією інноваційних продуктів з використанням венчурного капіталу пропонуються такі напрями зниження ризиків:

- розроблення маркетингової стратегії завоювання ринків збуту інноваційного продукту;

- зменшення часового періоду входження в ринки;
- зниження непродуктивних витрат на виготовлення інноваційних продуктів та цін на їх реалізацію;
- забезпечення мережі швидкого розповсюдження інновацій.

Розвиток венчурного бізнесу можливий за умови активної підтримки з боку держави шляхом надання пільг та створення належної законодавчої бази, оскільки вигоди, які отримує суспільство від підтримки венчурного капіталу, не обмежуються лише надприбутками венчурних інвесторів, а й сприяють освоєнню нових провідних науково-технічних розробок для створення конкурентоспроможних високотехнологічних продуктів і технологій, створення нових робочих місць, що в свою чергу скорочує рівень безробіття та підвищує рівень добробуту в суспільстві.

### **3.2. Джерела венчурного інвестування**

Венчурне фінансування здійснюється по-різному залежно від існуючого законодавства та принципів фінансування в країні. Найбільш типовим є фінансування у 2 етапи:

1) Акумуляція засобів з різноманітних джерел корпорацій, пенсійних фондів, страхових компаній, приватних іноземних інвесторів, банків та формування фондів венчурного капіталу (джерела венчурного інвестування зображено на рис. 1.7.

2) Розподіл коштів фонду серед відібраних після експертизи проєктів, що в свою чергу знижує ризик втрати коштів венчурного капіталу.

Як правило, існує ряд умов венчурного фінансування:

- підприємство, що отримує кошти венчурного фонду, має бути акціонерним або в ході інвестування стати акціонерним, однак не повинно бути державним, командитним, індивідуальним чи кооперативним;
- венчурне підприємство має забезпечити зростання капіталу на 30-50% (за 5 років сподівання отримати максимальний прибуток);
- необхідний механізм продажу акцій.

Вкладаючи кошти у венчурні фонди інвестори висувають наступні вимоги:

- 1) венчурний капітал надається на певний термін;
- 2) венчурний капіталіст в процесі відбору ризикових проєктів мож витратити лише певну суму від розміру венчурного фонду;
- 3) у разі продажу акцій венчурних компаній венчурний капіталіст отримує частину венчурної суми;
- 4) через певний проміжок часу інвестори отримують різницю в цінах акцій на момент їх придбання і момент продажу, враховуючи щорічні витрати на управління венчурним фондом і премії венчурному капіталісту.

Ретроспективний аналіз Європейського досвіду серед джерел фінансування венчурного капіталу велика питма вага належить саме банкам. Зокрема, для Великобританії величина венчурного капіталу як частки венчурних фондів становить 18,7%, в Голандії – 29,17%.



Рис. 1.7. Джерела венчурного інвестування

Особливістю даних фондів є те, що вони не мають ніяких пільг і їм складно конкурувати з незалежними фондами венчурного капіталу. В структурі великих інвестиційних банків створюються спеціалізовані венчурні підрозділи для диверсифікації портфеля послуг і розширення бази клієнтів. Джерела фінансування венчурного капіталу в Європі наведено в таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

Джерела фінансування венчурного капіталу Європі

Джерела фінансування	Питома вага, %	
	Голандія	Великобританія
Банки	29,17	18,7
Пенсійні фонди	9,53	29,52
Страхові компанії	23,51	13,16
Академічні інститути	0	0,33
Корпоративні інвестори	1	13,78
Приватні інвестори	0	3,19
Державні структури	0	1,18
Прибуток венчурних фондів, який реінвестується в нові проекти	35,71	12,43
Інші джерела	1,07	7,72

Як видно з таблиці найбільша питома вага джерел фінансування венчурного капіталу Голандії припадає на прибуток венчурних фондів, яи реінвестується в нові проекти, а відсутнє фінансування академічних інститутів, приватних інвесторів та державних структур. Найбільша питома вага джерел фінансування венчурного капіталу Великобританії припадає на пенсійні фонди, а найменша – академічні інститути.

Венчурне фінансування передбачає застосування різних механізмів фінансування на різних етапах інноваційного процесу. Це дає змогу максимально задовольняти потреби у фінансових засобах, а також ефективно поєднувати інтереси власників капіталу і малого бізнесу.

Венчурні фонди беруть участь у фінансуванні фірм на різних етапах життєвого циклу нововведення. Але у кожного типу фондів існує певна специфіка, що знаходить відображення в розподілі коштів на цих етапах. Участь фондів венчурного капіталу на різних етапах фінансування життєвого циклу нововведення зображено в таблиці 1.3.

Таблиця 1.3

**Участь фондів венчурного капіталу на різних етапах фінансування життєвого циклу нововведення**

Назва етапів фінансування	Види фондів		
	Інвестиційні компанії малого бізнесу, %	«Незалежні» венчурні фонди, %	Венчурні фонди корпорацій, %
Достартове фінансування	5,1	11,9	16,9
Стартове фінансування	22,9	32,9	28,0
Підготовчий етап	31,8	26,3	24,2
Основний етап	17,2	12,0	13,4
Звужене фінансування	15,9	13,2	15,3
Інші етапи	7,1	3,7	2,2
Всього	100	100	100

Як видно з таблиці, інвестиційні компанії малого бізнесу не вкладають багато коштів на достартове фінансування, зважаючи на високий ступінь ризику. На відміну від інвестиційних компаній, венчурні фонди корпорацій значне фінансування здійснюють на цьому етапі, оскільки це необхідно для створення і розвитку внутрішніх венчурів. На думку зарубіжних вчених основна частина капіталу витрачається на стартове і розширене фінансування, тобто інвестиційні компанії малого бізнесу витрачають на ці етапи 71,9%, «незалежні» венчурні фонди – 71,2%, а венчурні фонди корпорацій – 69,6% своїх фінансових засобів. Це пов'язано з тим, що найбільш капіталомістка стадія технологічного циклу нововведення – «виникнення і зростання».

Дослідження вітчизняних та зарубіжних вчених свідчить, що не всі інноваційні ідеї втілюються в життя, а тим більше далеко не всі досягають завершення інвестиційним процесом.

В практиці існує багато різних форм фінансування інноваційних проектів. Найпростіша з них зводиться до безпосереднього перерахування коштів інвестором виконавцю інноваційного

проекту. Більш складні передбачають низку додаткових заходів щодо зниження ризику та розподілу можливих збитків між інвесторами.

Значну роль для зниження інноваційного ризику грає захист комерційної таємниці на підприємстві, тому що в деяких випадках технічна і комерційна інформація про розроблювальний на фірмі інноваційний проект може «підштовхнути» конкурентів до паралельних розробок.

Науковці в процесі дослідження фінансування інноваційної діяльності підприємств промислового сектору у 2016 р. зазначають, що близько 80% усіх залучених коштів складають власні кошти, враховуючи збиткову діяльність більшості підприємств, яких украй недостатньо.

Переважання внутрішніх джерел пояснюється обмеженням бюджетних ресурсів, нерозвиненістю фондового ринку, інноваційних фондів, венчурних компаній, обмеженими іноземними інвестиціями, дорогими кредитами.

Збільшення фінансових можливостей для здійснення інноваційної діяльності у промисловості можна досягти шляхом активних дій щодо використання залучених і комбінованих джерел інвестування.

Таким чином, у сфері інноваційної діяльності стоять першочергові завдання для української економіки: створення сприятливих умов для капіталовкладень в інноваційну сферу; підвищення інноваційного потенціалу регіонів шляхом активізації наявних ресурсів; збільшення обсягів використання технологічних трансфертів; розвиток венчурних механізмів освоєння нововведень.

## **Лекція 4. Ризики венчурної інноваційної діяльності**

4.1. Класифікація ризиків венчурної інноваційної діяльності.

4.2. Управління ризиками у венчурному бізнесі.

**Рекомендована література:** [18; 30; 38; 41; 59; 60; 64; 79].

### ***4.1. Класифікація ризиків венчурної інноваційної діяльності***

Одним із важливих завдань венчурного підприємця є визначення рівня ризику та попередження венчурного інвестора про можливі об'єктивні негативні наслідки інвестування. Шляхом вимірювання, оцінювання та аналізування рівня ризику венчурного інвестування є можливим передбачити негативні наслідки реалізації проекту, сформувані резерви страхування та спланувати запобіжні заходи щодо уникнення чи зменшення впливу ризику.

**Венчурні ризики** – це імовірності втрат, які можуть виникнути у процесі виробництва, розробки та впровадження інноваційної продукції (товарів, робіт, послуг), і не принесуть очікуваних ефектів через дію суб'єктивних, об'єктивних та суб'єктивно-об'єктивних чинників під час здійснення венчурної інноваційної діяльності.

Також, у сучасній науковій літературі існує визначення ризику венчурних проектів як суми недоодержання грошового потоку після реалізації венчурного проекту з урахуванням

можливості реалізації сприятливої стратегії виведення капіталу, порівняно з прогнозованим варіантом.

Загалом, існує багато класифікацій ризиків. Основні їх види можна представити наступним чином:

1. *За причинами виникнення*: природні; техногенні; змішані.
2. *За характером діяльності*: підприємницькі; фінансові; комерційні; валютні; інвестиційні; маркетингові; промислові; управлінські та ін.
3. *За характером виникнення*: внутрішні; зовнішні.
4. *За часом виникнення і термінами дії*: короткострокові; постійні; поточні; перспективні.
5. *За силою впливу*: слабкі; допустимі; критичні; катастрофічні.
6. *За можливістю страхування ризиків*: страхові; не страхові.
7. *За джерелами виникнення*: систематичний (ринковий); несистематичний (специфічний ризик, ризик конкретного проекту).

Специфіка ризикового підприємництва полягає, насамперед, у тому, що засоби надаються на безповоротній, безвідсотковій основі. Своєрідною особливістю венчурного бізнесу є те, що передані в розпорядження венчурному підприємству ресурси не підлягають вилученню протягом усього терміну дії договору. Повернення вкладених коштів і реалізація прибутку відбувається в момент виходу інвестора з бізнесу (шляхом виведення цінних паперів на відкритий ринок, продажу частки венчурного інвестора іншим стратегічним інвесторам чи менеджерам).

При оцінюванні та аналізуванні ризиків, їх, як правило, найчастіше розглядають за характером обліку, тобто у аспекті їх внутрішнього чи зовнішнього виникнення та дії на підприємства. У такому випадку їх характеристика виглядатиме наступним чином.

Зовнішні ризики у венчурній діяльності пов'язані із спричиненням збитків і неотриманням венчурним підприємцем очікуваних прибутків внаслідок порушення своїх зобов'язань контрагентами, партнерами підприємця або через інші обставини, які не залежать від нього.

До основних видів зовнішніх ризиків відносять наступні: 1) *природні* – ризики стихійних лих і екологічні ризики; 2) *загальноекономічні* – ризик зміни економічної ситуації, ризик несприятливої кон'юнктури ринку, податковий ризик, ризик посилення конкуренції, галузевий ризик тощо; 3) *політичні* – ризик націоналізації і експропріації, ризик розриву контрактів, ризик воєнних дій і цивільних заворушень; 4) *фінансові* (існують і внутрішні фінансові ризики), пов'язані із купівельною спроможністю грошей – інфляційні та дефляційні, валютні ризики, ризик ліквідності, ризик зміни загальної відсоткової ставки, банківський ризик тощо.

Внутрішні ризики венчурної діяльності залежать від здатності підприємця та його стратегічних партнерів – інвесторів організувати розробку, впровадження та виробництво інноваційної продукції, обумовлені діяльністю самого підприємства і його контактної аудиторії. Сюди відносять такі основні: науково-технологічні (інноваційні), виробничі, торгівельні, комерційні, фінансові, майнові, інформаційні та ін. Як зазначають фахівці, усі ризики, що виникають в інноваційній діяльності, що часто здійснюється в умовах необхідності виведення підприємства з фінансової кризи, можна об'єднати в наступні основні види:

1. Ризики помилкового вибору інноваційного проекту. Однією із причин виникнення даного виду ризику є необґрунтоване визначення пріоритетів економічної, ринкової й



антикризової стратегії підприємства, а також і відповідних пріоритетів різних видів інновацій, здатних зробити внесок у досягнення цілей підприємства. Другою причиною виникнення даного ризику є неправильна оцінка фахівцями з антикризового управління сучасного фінансового стану підприємства і його перспектив на ринку. Наступною причиною виникнення такого ризику можуть бути маркетингові ризики поточного постачання ресурсів, необхідних для реалізації інноваційного проекту.

2. Ризик незабезпечення інноваційного проекту достатнім рівнем фінансування може виникнути в результаті неотримання коштів, необхідних для розробки інноваційного проекту з боку інвестора або неправильного вибору методу фінансування. Так, при самофінансуванні проект може виявитися незабезпеченим достатніми фінансовими коштами і спричинити невиконання підприємством фінансового плану за прибутками і доходами. Якщо основними джерелами фінансування проекту є зовнішні джерела, то кошти можуть виявитися дефіцитними через ліквідацію, банкрутство або накладення арешту на майно кредиторів, закриття кредитної лінії та з ін. причин. При комбінованому методі фінансування може не вистачити джерел фінансування на певних етапах реалізації проекту через складність комбінування цих джерел.

3. Маркетингові ризики поточного постачання ресурсами й збуту результатів інноваційного проекту. Вони можуть виникнути при розробці й впровадженні нових товарів високої якості та високої вартості, при помилковому виборі сегмента ринку, стратегії продажів, при проведенні неефективної реклами, неправильному виборі постачальників тощо.

4. Ризики невиконання господарських договорів і контрактів. Як виявляє аналіз результатів виконання договорів, такий ризик може виникнути в результаті несумлінності партнера, його неплатоспроможності, недієздатності, завдання збитків третім особам і ін.

5. Ризик, пов'язаний з недостатнім або невідповідним кадровим забезпеченням. Даний вид ризику проявляється як ймовірність втрат, пов'язаних з використанням трудових ресурсів на підприємстві, зумовлений можливими похибками працівників, шахрайством, недостатньою кваліфікацією, відсутністю стійкого штату організації, можливістю негативних змін у трудовому законодавстві тощо.

6. Ризик посилення конкуренції. Цей вид ризику пов'язаний як із нижчою конкурентоспроможністю підприємства (його продукції) у порівнянні із конкурентами, неможливістю підприємства протистояти чесній конкурентній боротьбі, так і з можливими протиправними діями та зловживаннями конкурентів.

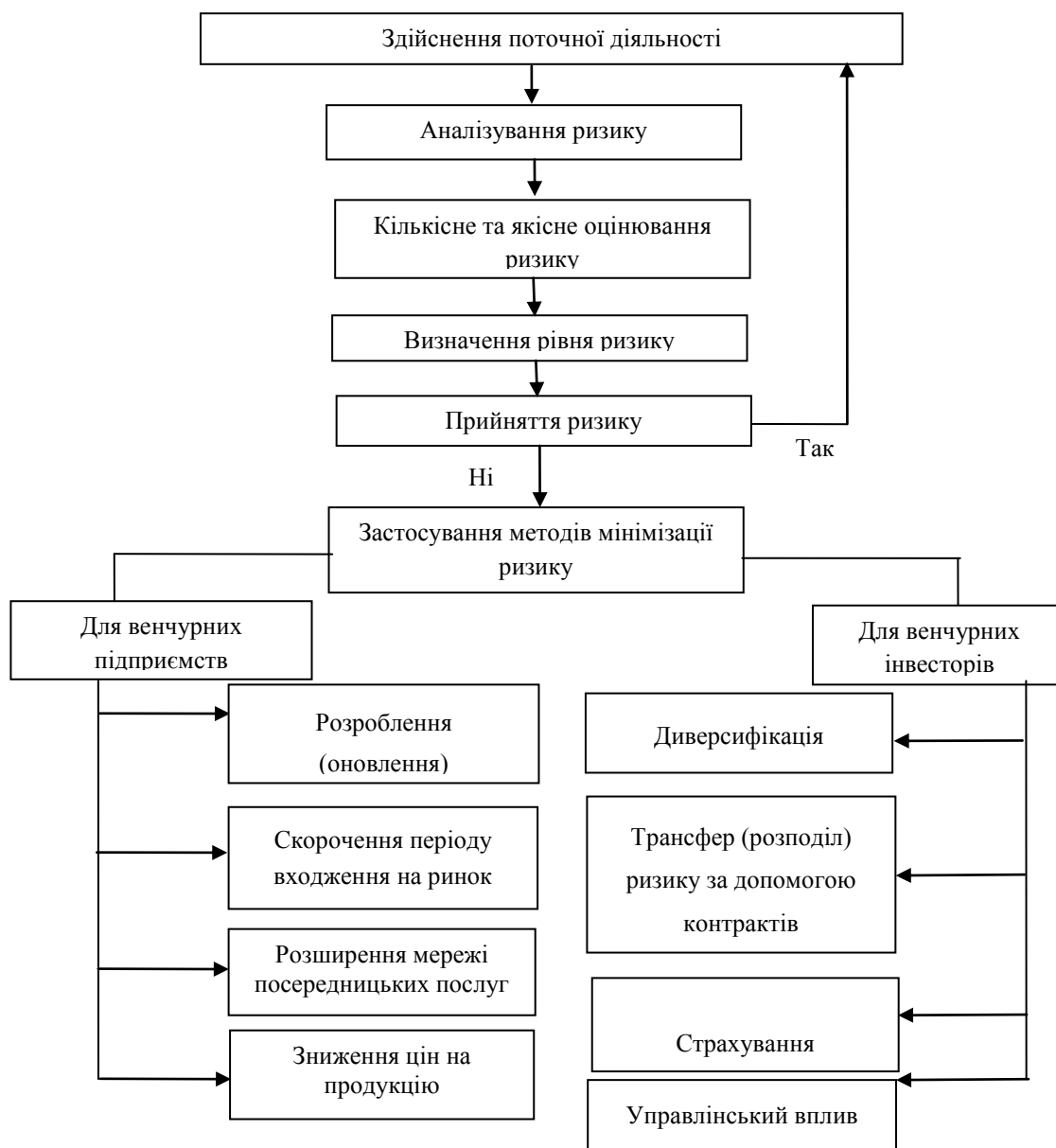
7. Ризик, пов'язаний із забезпеченням прав власності на інноваційну продукцію. Даний вид ризику є надзвичайно впливовим саме при реалізації інноваційної діяльності. Він викликаний складнощами в оцінці інноваційних продуктів, особливо нематеріальних активів. Також він спричинюється термінами оформлення прав власності, вартістю і бюрократизацією даної процедури, що часто призводить до втрати продуктом власної інноваційної цінності, послаблення інвестиційної привабливості і, як результат, зниження вартості.

## **4.2. Управління ризиками у венчурному бізнесі**

Аналізуючи проблему ризику, пов'язаного з інвестуванням у венчурні підприємства, доцільно враховувати ризик як для інвесторів венчурних проектів, так і для венчурних

підприємців. Адже для інвестора найбільш важливим є систематичний (ринковий) ризик, на який фактично не можна впливати. Нагадаємо, що систематичний (ринковий) ризик здійснює вплив на велику кількість активів і властивий усім суб'єктам ринку. Він може бути викликаний процесами, що відбуваються у ринковому середовищі у цілому. Даний вид ризику ще називають ризиком ринкової кон'юнктури, він проявляється як імовірність втрат чи додаткових можливостей внаслідок зміни економічної ситуації на ринку чи в сегменті функціонування підприємства.

Проте венчурний бізнес - це специфічна фінансово-господарська діяльність, ризик якої, як зазначалось, є багатоаспектним. Це потребує визначення основних факторів ризику і його можливого впливу на кінцеві результати роботи венчурних підприємницьких структур, застосування певних методів його мінімізації саме зі сторони і інвесторів і акцепторів інвестицій. Узагальнену блок-схему управління ризиком у венчурному бізнесі з позицій як інвестора, так і підприємства - акцептора зображено на рис. 1.8.



**Рис. 1.8. Модель управління ризиками у венчурному бізнесі**

Зокрема, як видно зі схеми, заходи з боку венчурних підприємств полягають здебільшого в застосуванні управлінських технологій на рівні діяльності підприємства. Щодо інвесторів, то вони можуть застосовувати як управлінський вплив, так і методи страхування, диверсифікації і розподілу ризику за контрактами, які (методи) є зовнішніми для венчурного підприємства.

Охарактеризуємо кожен із методів як з боку підприємства, так і з боку інвестора.

Методи мінімізації ризику для венчурних підприємств полягають в удосконаленні та підвищенні ефективності функціонування внутрішніх систем підприємства, які можуть суттєво вплинути на його позиції у зовнішньому середовищі. Таким чином венчурний підприємець може 1) удосконалювати власну маркетингову стратегію, оновлювати або ж і розробляти у випадку її відсутності.

До управлінських механізмів зниження ризиків венчурної фірми також належать і 2) скорочення періоду входження на ринок, що, у свою чергу, може досягатись за рахунок а) пришвидшення термінів виконання НДДКР чи розробки інноваційної частини проекту, б) пришвидшення технічних процедур виведення новинки на ринок та її комерціалізації, в) усунення вхідних бар'єрів шляхом додаткових вливань коштів, отримання державних дотацій тощо.

Іншим методом, що є наявним в арсеналі венчурного підприємства з метою мінімізації ризиків, є 3) розширення мережі посередницьких послуг, що є своєрідною диверсифікацією ризиків між організаціями посередниками.

Як один із методів венчурне підприємство може застосовувати 4) механізм зниження цін на продукцію, проте, очевидно, що такий метод, незважаючи на його суттєву дієвість, повинен бути добре обґрунтованим та виправданим, щоб не дозволити підприємству переступити поріг прибутковості, за яким проект виявиться нерентабельним.

Щодо методів мінімізації ризику для венчурних інвесторів, то основними серед них виділяють наступні.

Одним зі способів зниження інноваційного ризику є 1) диверсифікованість інноваційної підприємницької діяльності, що полягає в розподілі зусиль розробників (дослідників) і капіталовкладень для здійснення різноманітних інноваційних проектів, безпосередньо не пов'язаних один з одним. Якщо в результаті настання непередбачених подій один із проектів буде збитковим, то інші проекти можуть виявитися успішними і будуть приносити прибуток.

Наступний метод мінімізації ризику, насамперед в інноваційній діяльності, це трансфер ризику шляхом 2) укладення контракту. Як показує практика, трансфер здійснюється шляхом укладення таких контрактів: будівельні контракти, оренда машин і обладнання, контракти на перевезення й зберігання вантажів, контракти продажу, обслуговування, постачання, договори підряду тощо.

Чи не найважливішим методом зниження ризику є 3) страхування. Страхування - це система економічних відносин, що включає створення спеціального грошового фонду і його використання для подолання й відшкодування різного роду втрат, збитків, викликаних несприятливими подіями шляхом виплати страхового відшкодування й страхових сум. З усіх форм передачі ризику страхування найбільш повно відповідає ідеальним умовам, запропонованим до трансферу ризику, тому що ресурси для покриття втрат інноваційної фірми виходять із страхових організацій швидше, ніж з будь-якого іншого джерела.

У сучасних умовах для підприємств найбільш ефективною можливістю запобігання негативних наслідків є ще й такий метод зниження інвестиційного ризику як: 4) застосування прямого управлінського впливу. Наприклад, такі дії, як: перевірка потенційних партнерів, підбір кваліфікованого персоналу, ретельний аналіз і оцінка здійснюваних інноваційних заходів тощо. При цьому важливим фактором зниження ризику є планування й прогнозування інноваційної діяльності підприємства.

## **Лекція 5. Історія виникнення та становлення венчурного підприємництва**

5.1. Історичні аспекти виникнення венчурного підприємництва в США.

5.2. Сутність становлення венчурного підприємництва у Європі.

5.3. Порівняльна характеристика виникнення та становлення венчурного підприємництва в Росії та Україні.

**Рекомендована література:** [ 10; 16; 24; 26; 34; 35; 43; 51; 73; 82; 86].

### **5.1. Історичні аспекти виникнення венчурного підприємництва в США**

Схеми венчурного фінансування історично почали застосовуватись ще в 20-30-х роках ХХ ст. Проте, більш сучасних рис та масового поширення це явище набуло у США лише після Другої світової війни в США у, так званій, Силіконовій долині (штат Каліфорнія) - колиці сучасних інформаційних і телекомунікаційних технологій. Саме тоді, в середині 50-х років ХХ століття, венчурний капітал почав відігравати роль альтернативного джерела фінансування приватного бізнесу в США.

Незважаючи на багаторічний розвиток венчурного підприємництва у Європі та стрімкий підйом ринку інноваційних технологій Азії, США і надалі вважаються безумовним лідером в області венчурного бізнесу. До кінця ХХ століття на США припадала половина всього світового обсягу венчурних інвестицій. В Америці венчурний капітал став одним з головних джерел прямих інвестицій в акціонерний капітал підприємств і він є практично єдиним джерелом фінансової підтримки малих інноваційних підприємств на ранніх стадіях їхнього існування (seed та start-up стадії). Саме тому, венчурний капітал став центром формування в США сучасної потужної індустрії прямих інвестицій.

Динамічний розвиток венчурного бізнесу у 60-ті роки минулого століття обумовив створення його інфраструктури й удосконалення взаємозв'язків між інститутами прямих інвестицій у цілому. Так, в 1973 р. була утворена **Національна асоціація венчурного капіталу (National Venture Capital Association - NVCA)**. Головною метою її створення було формування у суспільстві розуміння важливості венчурного бізнесу для економіки США й представлення інтересів венчурних капіталістів, а також компаній, що розвиваються.

Існує також афілійована структура асоціації - «Американські підприємці для економічного росту» (**American Entrepreneurs for Economic Growth - AEEG**) - це загальнонаціональна організація, що включає близько 10 тис. підприємств, що розвивають власний бізнес.

Оскільки кращою стратегією «виходу» для компаній з венчурним капіталом вважається публічне розміщення акцій на фондовому ринку (IPO), то фондові дилери Америки відреагували на розвиток венчурного підприємництва створенням системи автоматичного котирування «Національної асоціації дилерів цінних паперів» (NASDAQ). На сьогоднішній день NASDAQ є другою за обсягами здійснюваних операцій фондовою біржею США після Нью-Йоркської, що спеціалізується на первинному розміщенні акцій зростаючих компаній.

У зв'язку з високою прибутковістю акцій компаній з венчурним капіталом, такі компанії стали об'єктом підвищеного інтересу для інвесторів на етапі їхньої підготовки до публічного розміщення. На рубежі 70-х - 80-х років минулого століття в США стали утворюватися спеціалізовані фонди (т.зв. фонди прямого інвестування в акціонерний капітал - private equity fund), орієнтовані на придбання пакетів акцій таких компаній. До них належать:

**1) фонди викупу (buyout fund)**, які здійснюють (або фінансують) придбання контрольного пакета акцій з одержанням повного контролю за використанням активів компанії й здійснення нею ділових операцій. Як правило, такі фонди організуються у вигляді холдингових компаній та формують холдингову структуру.

**2) мезонинні фонди (mezzanine fund)** - спеціалізуються на інвестиційному фінансуванні компаній безпосередньо перед виходом на фондовий ринок. У США сумарний капітал фондів прямого інвестування в 4 - 5 разів перевищує капітал венчурних фондів.

Основну частину корпоративного сектору у США становлять незалежні венчурні фонди (компанії, фірми), що утворені у формі партнерств (partnerships). Учасниками таких партнерств можуть бути як юридичні, так і фізичні особи. Активну участь у венчурних фондах приймають пенсійні фонди, комерційні й інвестиційні банки, страхові компанії, державні й благодійні фонди, корпорації та окремі приватні особи. У низці венчурних фондів розміщені засоби державних програм підтримки бізнесу, звичайно спрямовані на розвиток малих підприємств на етапі становлення.

Індивідуальний сектор венчурного бізнесу США представляють приватні інвестори, так звані «бізнеси-ангели». Як правило, їхня основна роль - інвестування у компанії на найбільш ранніх стадіях зародження і формування - стадіях «seed» і «star-up».

## **5.2. Сутність становлення венчурного підприємництва у Європі**

У Європі становлення венчурного капіталу розпочалося близько 80-90-х рр. ХХ ст. Очевидно, що практика інвестування в ризикові обладки існувала в європейських країнах задовго до цих дат, проте, як стверджують фахівці, риси системної підприємницької діяльності венчурне фінансування набуло саме у цей період. Слід відмітити, що незважаючи на дещо «пізній» старт, розвиток венчурного підприємництва у Європі набув стрімких обертів, що, очевидно, багато в чому визначалось наявністю тривалого і успішного досвіду американського венчурного бізнесу.

У Європі не існує як у США поділу на «венчурні фонди» й «фонди прямих інвестицій». Порівнюючи американський та європейський досвід венчурного фінансування, слід зауважити, що у загальному обсязі європейських прямих інвестицій вкладення в «ранні стадії» (seed стадії) розвитку венчурної компанії становлять близько 7,4 % у порівнянні із 5,7 % у США. На «стадію розширення» (стадія expansion) у Європі припадає - 35 % у порівнянні з 8,6 % у США. Таким чином, на сьогоднішній день європейський венчурний бізнес навіть більшою мірою, ніж американський, орієнтований на реальну підтримку й розвиток малих і середніх підприємств, особливо на стадії розширення.

Основним інститутом венчурного фінансування у Європі є створена у 1983 р. **Європейська асоціація венчурного капіталу (EVCA)**. Асоціація, що включала на момент утворення 43 члена, у теперішній час поєднує більше 500 активних учасників венчурного бізнесу з більш, ніж 30 країн і є авторитетним представником європейської галузі прямих інвестицій. Діяльність асоціації спрямована на створення в Європі сприятливих умов для розвитку венчурного бізнесу.

Основними стратегічними завданнями, на рішення яких націлена EVCA, визначено:

- залучення інституціональних інвесторів до участі у венчурному інвестуванні;
- представлення інтересів своїх членів і інших учасників венчурної індустрії в європейських структурах;
- вироблення ефективних і доступних стратегій і механізмів розвитку венчурного капіталу.

До інших інститутів із розвитку та підтримки венчурного підприємництва відносять **Європейську асоціацію біржових дилерів (EASD)**, створену за сприяння EVCA. Метою її створення було об'єднати венчурних капіталістів, біржових дилерів, інвестиційних банків і інших інвестиційних інститутів для вироблення методів підтримки економічного розвитку інноваційної активності у Європі. Так, однією з перших ініціатив EASD стало створення Європейської фондової біржі для активно зростаючих молодих компаній - **Системи автоматичного котирування Європейської асоціації біржових дилерів (EASDAQ)**. Її структура й принципи функціонування запозичені в аналогічній американській структури - NASDAQ. Цікавим є те, що біржа не має торговельного майданчика, а використовує виключно систему електронних торгів.

Ще однією відмінністю на думку фахівців є те, що європейські венчурні фонди за своєю суттю є більше диверсифікованими і здійснюють розміщення інвестиції практично в усі сектори економіки.

Розглядаючи процеси становлення та розвитку венчурного бізнесу у розрізі європейських країн, слід зауважити, що у Європі першість у даних процесах належить традиційно **Великобританії**. Так, для прикладу, якщо у 1979 році загальний обсяг венчурних інвестицій у цій країні становив усього 20 млн. фунтів ст., то у 1987 р. він уже перевищував 6 млрд. У цей час кількість проінвестованих компаній у Європі становила близько 200 000 шт.

Одним зі способів урядового фінансування є надання засобів приватним венчурним фірмам, які у свою чергу безпосередньо фінансують невеликі компанії. У **Фінляндії**, наприклад, в 1994 р. був створений державний венчурний фонд Suomen Teollisuus-Sijoitus OY з метою прямого інвестування в невеликі компанії.

У **Бельгії** у 1980 р. було розпочато реалізацію стратегії придбання пакетів акцій технологічно-орієнтованих компаній. Дана стратегія виявилася настільки привабливою й

результативною, що сьогодні навіть приватний капітал наважився інвестувати у спеціально створену згідно даної стратегії, так звану, **Інвестиційну компанію Фландрії (GIMV)**, яка на сьогоднішній день є одним із найвідоміших та найбільш успішних інноваційних венчурних фондів Бельгії, що спеціалізується на вкладенні коштів у компанії на стадії первинного зростання. Також, GIMV є в лістингу Брюсельської міжнародної фондової біржі Euronext.

В **Німеччині** у 1995 р. урядовими інститутами було розроблено схему під назвою Beteiligungskapital für Kleine Technologie Unternehmen, або, так звана, «BTU-Programme», яка передбачала державну підтримку фінансування малих фірм, що випускають інноваційні продукти, разом з компаніями приватного сектора.

Слід зауважити, що у межах державних програм підтримки венчурного бізнесу у європейських країнах, урядові кредити, як правило, надаються часто на більш привабливих умовах, ніж приватні кредити. Вони можуть мати більш низькі процентні ставки або тривалі періоди повернення та передбачати безкоштовне страхування ризику, або взагалі бути безповоротними.

У **Данії**, наприклад, діє фінансована урядом Програма кредитного фінансування розвитку бізнесу, яка передбачає видачу позик невеликим фірмам для розробок інноваційних технологічно-орієнтованих проектів. При цьому, у випадку невдачі проекту та неможливості повернення коштів передбачається закриття боргів даних фірм.

Аналогічно і у **Голландії** діє Програма кредитування технічного розвитку, що передбачає видачу десятилітніх кредитів малим технологічним компаніям, які можуть не повертатися у випадку технічного або комерційного провалу.

У **Швеції** уряд є найбільшим акціонером інвестиційної компанії Almi Foretagspartner AB, що надає 6-10-річні позички починаючим компаніям, що є безпроцентними в перші два роки.

### **5.3. Порівняльна характеристика виникнення та становлення венчурного підприємництва в Росії та Україні**

Як стверджують теоретики венчурного фінансування, початком розвитку венчурної індустрії в Росії вважається 1993 р., коли на Токійському саміті між урядами країн «великої сімки» і Європейським Союзом була прийнята угода щодо підтримки новоприватизованих у межах Державної програми масової приватизації російських підприємств.

Таким чином, історично склалось так, що фонди венчурного фінансування в Росії можна розділити на чотири групи за принципом формування їхніх капіталів:

1. Фонди ЄБРР, чий капітал повністю або частково сформований Європейським банком реконструкції й розвитку або інших міжнародних фінансових інститутів.
2. Фонди, утворені за участю західних урядових агентств. У капіталі таких фондів поряд з корпоративними й приватними російськими інвесторами беруть участь іноземні держави.
3. Приватні фонди, що утворені переважно російським або змішаним приватним капіталом та відзначаються високою закритістю інформації щодо своєї діяльності та джерел формування коштів. Експерти включають у цю групу близько 20 фондів, сумарний заявлений капітал яких становить не менш 2,2 млрд. дол. Закритість інформації щодо їх формування вказує на неформальну участь російського олігархічного та державного капіталу у їх створенні,

а також політичний контекст у векторах їх діяльності. Так, регіональні інтереси цих фондів лежать у площині країн СНД, Східної й Центральної Європи, Чорноморського басейну тощо.

4. Російські венчурні фонди. За інформацією Російської асоціації венчурного інвестування (РАВИ), доля російських венчурних фондів у загальному обсязі венчурних інвестицій у Росії становить близько 1%.

Загалом, початком формування інститутів венчурного фінансування і розвитку венчурного бізнесу в Україні вважають 1992р., хоча «повноцінна» діяльність фондів венчурного інвестування фактично стала можливою після прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» у 2001 р.

У травні 1998 року в Україні за пропозицією Європейської асоціації венчурного капіталу (EVCA) при **Українській Асоціації Інвестиційного Бізнесу (УАІБ)** відкрито секцію венчурного капіталу, основне завдання якої - сприяти розвитку венчурного інвестування в Україні.

Зазначений вище закон України «Про інститути спільного інвестування» при його формуванні не передбачав розкриття питань про венчурні фонди. Тому, поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого: у нас це специфічний інститут спільного інвестування (ІСІ), правила формування, існування та закриття якого вмонтовані у загальні правила діяльності ІСІ та компаній з управління активами.

За даними УАІБ, основні засади функціонування інститутів спільного інвестування (ІСІ) в Україні при прийнятті зазначеного закону були узгоджені з Директивою Європейського Союзу № 85/611 від 20 грудня 1985 р. «Про приведення у відповідність Законів та Положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються». Проте, в Україні були створені окремі умови розміщення коштів інвесторів венчурних фондів.

Загалом, вітчизняна практика венчурного фінансування має свої особливості. Так, якщо у економічно розвинених країнах інститути спільного інвестування (ІСІ) направляють кошти інвесторів в інноваційно-технологічну сферу, то в Україні кошти венчурних фондів здебільшого інвестуються в будівництво і нерухомість (які забезпечують високу прибутковість та гарантоване повернення коштів) і поки ще слабко орієнтовані на «хай-тек» технології. Це свідчить, що орієнтація класичних венчурних фондів на інноваційні проекти, технопарки та технополіси поки ще не притаманна українському венчурному капіталу. Фонди більш схильні реалізовувати середньоризикові інвестиційні проекти щодо використання операцій з фінансовими активами та нерухомістю.

Першим вітчизняним фондом венчурного капіталу став Фонд прямих інвестицій «Україна», який здійснив інвестиції в 30 вітчизняних компаній на суму близько 10 млн. дол. США. Велика частка інвестування цим фондом здійснювалась за рахунок фінансової підтримки ЄБРР. Згодом були створені ще декілька венчурних фондів, до найуспішніших з них можна віднести фонд прямого інвестування Western NIS Enterprise Fund (утворений у 1995р.) і SigmaBleyzer (1994р.).

Успішною є історія фонду Aventures, утвореної у 1994р. української венчурної компанії з широкою міжнародною мережею технологічних та інвестиційних партнерів, що спеціалізується на інвестуванні на ранніх стадіях у побудову міжнародних технологічних компаній діяльність яких базується на українських інноваціях та залученні інженерних талантів. Сьогодні AVentures Group – крупна холдингова структура, що ставить собі за мету лідерство в найбільш активних сегментах ринку інформаційно-комунікаційних технологій.



У березні 2004 року як правонаступник експортно-орієнтованого венчурного бізнесу компанії AVentures була створена венчурна компанія «ТЕХІНВЕСТ», яка має тривалий досвід успішної роботи в українському хай-тек бізнесі, про що йтиметься нижче.

Загалом, форми венчурного інвестування достатньо різноманітні, але специфіка українського постприватизаційного акціонерного капіталу диктує переважання інвестиційного кредиту – від вкладень в спеціально випущені під проект облигації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди.

## **Лекція 6. Державна підтримка та стимулювання венчурного підприємництва**

6.1. Основні напрямки державного регулювання та підтримки венчурного підприємництва.

6.2. Нормативний напрямок державної підтримки венчурного бізнесу.

6.3. Організаційний напрямок державної підтримки венчурного підприємництва.

6.4. Фінансовий напрямок державної підтримки венчурного бізнесу.

**Рекомендована література:** [6; 54; 83].

### **6.1. Основні напрямки державного регулювання та підтримки венчурного підприємництва**

В процесі інноваційного розвитку вітчизняних підприємств сьогодення важливу роль відіграє держава, яка сприяє формуванню механізму державного регулювання суб'єктів господарської діяльності. Дане поняття трактують наступним чином: «Механізм державного регулювання діяльності суб'єктів ринку є сукупністю форм, методів, засобів впливу на економіку, які склалися між суб'єктами та об'єктами регулювання в процесі визначення та реалізації цілей». Держава координує та стимулює цикл «ідея-ринок», що в свою чергу сприяє прискоренню виведенню на ринок технологічно-інноваційних розробок, за допомогою впровадження сучасного інноваційного механізму та реалізації державних програм в напрямку розвитку венчурного підприємництва.

За функціональною структурою механізм державного регулювання венчурного бізнесу включає такі важелі, як техніко-технологічні, соціально-економічні, адміністративно-правові, фінансові методи тощо.

Незважаючи на суттєві відмінності у механізмах та методах державної підтримки та стимулювання венчурного підприємництва у різних країнах світу, можна виділити низку типових функцій як за змістом, так і за характером впливу на суб'єктів венчурного підприємництва. Так, за змістом експерти поділяють їх на: *законодавчі, організаційні та фінансово-економічні*, а за характером впливу – на *прямі і опосередковані*.

Таким чином, державне сприяння венчурному інвестуванню повинно здійснюватись за трьома основними напрямками (див рис. 1.9): 1. Нормативний, який передбачає розробку та реалізацію загальної державної стратегії інноваційного розвитку країни та регіонів,

забезпечення охорони об'єктів промислової власності, ноу-хау та авторського права та створення загального і спеціального законодавства у даних напрямках.

2. Організаційний, який полягає в організації єдиної концепції для розвитку інноваційного процесу та формуванні інфраструктури венчурного бізнесу, створенні інститутів підтримки наукових розробок на рівні університетів та науково-дослідних установ, виділенні підприємств, об'єднань і зон інноваційного підприємництва, формуванні технополісів і технопарків, забезпеченні їхнього тісного зв'язку з малим та середнім бізнесом тощо.



**Рис. 1.9. Основні напрямки державного регулювання та підтримки венчурного підприємництва**

3. Фінансовий напрямок повинен забезпечувати фінансову підтримку підприємств венчурного бізнесу, здійснювати як кредитне стимулювання інноваційних процесів, так і їх пряме фінансування та гарантування. Загалом, державне фінансово-економічне регулювання може здійснюватися як в прямій формі через пряме державне інвестування, пільгову грошово-кредитну та фіскальну політику, так і в опосередкованій, яка передбачає безкоштовну консалтингову допомогу, інвестиційну оцінку та здійснення аудиту суб'єктів венчурного бізнесу.

## **6.2. Нормативний напрямок державної підтримки венчурного бізнесу**

Розглянемо докладніше функціонування зазначених напрямків у практичній діяльності урядів різних країн.

**Нормативний напрямок.** В усіх економічно розвинених країнах нововведення є одним з пріоритетних напрямів у політиці уряду, що сприяє національній незалежності й економічному розвитку. Держава створює сприятливі умови для розвитку інноваційної діяльності, формуючи єдині цивілізовані правила і механізми, що сприяють розвитку всіх суб'єктів інноваційної сфери, зокрема венчурного підприємництва. Втілення в життя даних умов супроводжується виконанням відповідних законів, рішень, постанов владних структур.

Законодавство є правовим фундаментом розвитку бізнесу в будь-якій країні. Досвід зарубіжних країн показує, що у сфері венчурного підприємництва одночасно функціонують десятки законів дотримання яких сприяє підвищенню ефективності ведення венчурного бізнесу на законодавчому рівні. В економіці країн, що розвиваються, навпаки існує недостатньо законодавчих актів, що регламентують існування венчурного підприємництва.

Як свідчить міжнародний досвід, державна політика сприяння розвитку венчурного бізнесу повинна будуватись на принципах законності, довгостроковості та економічної зацікавленості суб'єктів венчурного підприємництва з метою підвищення ефективності результатів їх господарювання. Фахівці вважають, що не зважаючи на економічний чи політичний стан країн, для успішного розвитку венчурної індустрії необхідно виконання наступних передумов у правовому полі держав:

- цивільне законодавство повинно передбачати наявність такої організаційно-правової форми у венчурному підприємстві, що адекватно відображала б специфіку їх створення і діяльності;
- податкове законодавство повинно стимулювати залучення капіталу у венчурну індустрію шляхом надання різних режимів пільгового оподаткування;
- валютне законодавство не повинно створювати бар'єрів на шляху венчурного капіталу при інвестуванні і при виході інвестора з проінвестованої компанії.

В роботах автора Д. Бердникова стверджується, що для ефективного функціонування венчурного ринку не обов'язковою є розробка спеціального законодавства, присвяченого винятково регулюванню даної діяльності, оскільки цей спосіб фінансування здійснюється в рамках загальних правових норм і використовує діючі юридичні й організаційні форми і схеми, регульовані, як правило, основними положеннями й актами про форми і правила корпоративної та інвестиційної діяльності.

## **6.3. Організаційний напрямок державної підтримки венчурного підприємництва**

**США.** У сфері розвитку інноваційного підприємництва для Сполучених Штатів характерним є залучення венчурного капіталу в нові наукоємні технології. Насамперед, вважається економічно привабливим фінансування нових інноваційних об'єктів, незважаючи на високий рівень ризикованості подібних вкладень. З метою зниження ризиків використовуються

механізми венчурного інвестування окремих проектів та страхування. Зокрема, такі невідомі та маловідомі у середині ХХ ст. фірми, такі як «Microsoft», «Digital equipment», «Ginentec» за рахунок венчурного капіталу отримали необхідний рівень фінансування і завоювали позицію лідерів нових галузей сучасного наукоємного виробництва.

В США існують програми різних видів допомоги малому венчурному бізнесу, що реалізуються в основному через федеральне агентство – Адміністрацію в справах малого бізнесу (АМБ). Аналогічного незалежного відомства щодо захисту інтересів дрібних підприємців у таких масштабах немає в жодній великій розвинутій країні світу. Основною метою існування АМБ є надання фінансової, консультаційної і інформаційної допомоги малим підприємствам, що знаходяться на початковій стадії розвитку та діяльність яких характеризується високим ступенем ризику.

У США АМБ реалізує багато кредитних програм. Використовуючи механізми державного гарантування комерційним банкам та іншим фінансовим організаціям, Адміністрація сприяє надання ними фінансових позик малим інноваційним фірмам, які не мають можливості отримати кредити під ризикові проекти навіть на загальних умовах. Середній розмір таких позик сягає 100 тис. дол. США, а термін погашення боргу - 8 років. В АМБ розроблено різноманітні програми допомоги венчурним структурам: надання індивідуальних консультацій, проведення семінарів, організація курсів, конференцій, друкування публікацій тощо. Особливістю таких форм допомоги є їхня мінімальна плата у порівнянні із приватними консультативними послугами.

**Європа.** Багато західноєвропейських країн розробили та успішно застосовують заходи щодо стимулювання ризикових венчурних проектів шляхом прямого виділення коштів з державних бюджетів та надання державних гарантій інвесторам та третім особам.

Прикладом успішного застосування державної підтримки венчурного бізнесу є досвід **Франції**, яка посідає четверте місце серед промислово розвинутих держав (після США, Японії і ФРН) за загальною сумою витрат на НДДКР і друге (після США) – за питомою вагою інновацій на одного жителя країни.

Урядом Франції сформовано спеціальну урядову організацію у сфері венчурного бізнесу та інновацій і державно-приватний банк для фінансування малого інноваційного бізнесу. Основною метою діяльності таких інституцій є надання довгострокових позик для завершення досліджень і комерціалізації новинок. Крім того, у Франції функціонує Національний страховий фонд, яким управляє Французьке товариство сприяння венчурному капіталу, який страхує позикові кошти інвесторів. Через даний фонд в країні страхується у середньому 65% позикових коштів.

Загалом, у Франції існує ціла мережа спеціальних інститутів, що надають допомогу та здійснюють консультативне сприяння розвитку венчурного бізнесу. До них належать: Національний центр наукових досліджень, Національне агентство з впровадження досліджень «Анвар», Національне агентство перспективних досліджень тощо.

Важливе місце у сфері розвитку наукових та інноваційних розробок займає **Великобританія**. Їй належить третє місце серед країн Західної Європи за питомою вагою витрат на наукові дослідження у валовому національному продукті. Починаючи з 80-х років ХХст. з метою стимулювання розвитку інноваційної активності урядом Великобританії було прийнято до реалізації широку програму приватизації як промислових підприємств, так і науково-дослідних установ.

Рішення уряду даної країни про фінансування окремих напрямів НДДКР приймається на основі рекомендацій п'яти громадсько-державних рад, сформованих за напрямами досліджень, до складу яких входять як представники уряду, так і наукових і промислових організацій. Члени рад координують діяльність державних науково-дослідних установ в інтересах розвитку національної економіки.

**Близький та Далекий Схід.** Заслуговує на увагу Система державної підтримки розвитку наукомістких технологій та інновацій в **Ізраїлі**, яка базується на системі значних державних субсидій. Уряд держави щорічно інвестує близько 3% ВВП в наукові дослідження та розробки. До пріоритетних напрямів, які інвестує уряд Ізраїлю відносять: телекомунікації та програмні продукти, біотехнологію, медичну електроніку, електронну оптику, лазерні системи, автоматику і робототехніку.

В результаті комплексних заходів щодо підтримки високотехнологічного бізнесу та проектів у області високих технологій, Ізраїлю вдалось за короткий час підвищити частку високо технологічних галузей у ВВП до понад 50%. При цьому на експорт спрямовується більш як 40% ВВП, з них 80% — у економічно розвинуті країни. Значний внесок в розвиток технологічного рівня країни вносять численні, потужно функціонуючі бізнес-інкубатори, розміщені по всій країні. Вони покликані забезпечувати підтримку технологічних ініціатив на першій стадії розвитку, включаючи створення компанії і забезпечення її фінансами.

Ретроспективний аналіз історичних аспектів розвитку венчурного бізнесу Японії свідчить, що державна підтримка та сприяння розвитку інноваційного та високотехнологічного бізнесу – головна причина економічного стрибка в країні. В Японії понад 80% акціонерного капіталу інноваційних підприємств належить приватному сектору (банкам, брокерським, страховим компаніям, пенсійним фондам та іншим, здебільшого фінансовим інститутам), решта - місцевим корпораціям.

#### **6.4. Фінансовий напрямок державної підтримки венчурного бізнесу**

Головний зміст фінансово-економічної політики держави у відношенні венчурних структур полягає у регулюванні фінансових потоків, яке полегшує доступ цих структур до джерел фінансових коштів. Досвід розвинутих країн свідчить, що для успішної реалізації венчурних інноваційних проектів необхідними є значні довгострокові інвестиції в наукові дослідження та розробки. Це стає можливим за умов державного забезпечення початкової підтримки інноваційних галузей в умовах нерозвиненості ринкових механізмів довгострокового фінансування та низького внутрішнього попиту на інноваційну продукцію.

Державна підтримка інноваційної сфери здійснюється двома методами: 1) прямими і 2) непрямыми.

1) прямі методи регулювання реалізуються у формах: адміністративно-відомчій і програмно-цільовій. *Адміністративно-відомча* форма передбачає пряме дотаційне фінансування відповідно до спеціальних законів. *Програмно-цільова форма* – це конкретне фінансування в рамках державних програм підтримки нововведень, створення системи держконтрактів на придбання тих чи інших товарів і послуг, надання пільгових кредитів фірмам, що розробляють і доводять до комерціалізації нові продукти.

До 2) непрямих методів державної підтримки інноваційної сфери відносять, зокрема, спрощення системи оподаткування. Дослідження науковців у цій сфері показують наступні закономірності: рівень оподаткування у інноваційній сфері в межах 25% сприяє активізації інноваційної діяльності, при розмірі податку (у тому числі на прибуток) більш як 25% відбувається зниження активності реалізації інновацій, а при досягненні податкового тягаря у розмірі 50% - компанії припиняють інвестування в дану сферу.

Розглядаючи методи державного фінансово-економічного стимулювання венчурного підприємства у розрізі країн – світових лідерів у сфері інноваційних розробок та застосування «хай-тек» технологій, у тому числі і шляхом реалізації венчурної діяльності можна виділити основні з них.

### **1. США:**

- 1) вилучення витрат на НДДКР, пов'язаних з основною виробничою і торговою діяльністю, із суми доходу, який оподатковується;
- 2) пільгове оподаткування венчурних фірм та фірм, що здійснюють НДДКР;
- 3) пільговий режим амортизаційних відрахувань;
- 4) інвестиційний податковий кредит;
- 5) гарантоване повернення Адміністрацією у справах малого бізнесу (АМБ) приватного капіталу, який вкладається у венчурний бізнес;
- 6) надання АМБ субсидій венчурному бізнесу, зокрема на розширення зовнішньоекономічної діяльності тощо.

### **2. Великобританія:**

- 1) зменшення податку на прибуток для венчурних підприємств;
- 2) застосування системи страхування коштів, які надаються венчурним підприємствам;
- 3) субсидії на проведення досліджень з розробки нових видів продукції чи технологій;
- 4) повне або часткове відшкодування витрат на нововведення в межах державних програм субсидування малих інноваційних фірм тощо.

### **3. Німеччина:**

- 1) дотації на підвищення кваліфікації персоналу, задіяного у науково-дослідних розробках;
- 2) надання цільових безоплатних субсидій підприємствам, що освоюють нову технологію;
- 3) оплата витрат на технічну експертизу інноваційних проектів та на проведення оцінки можливостей патентування результатів проведення ндкр;
- 4) надання пільгових кредитів фірмам, що вкладають кошти в модернізацію підприємства, освоєння випуску нових товарів, а також у заходи щодо раціонального використання енергії;
- 5) дотації малим і середнім фірмам на наукові дослідження або розробку нової технології для виготовлення продукції;
- 6) система державного страхування кредитів тощо.

### **4. Італія:**

- 1) надання пільгових кредитів на технологічні нововведення;
- 2) субсидії малим і середнім підприємствам видобувної і обробної промисловості на купівлю та лізинг ЕОМ;

3) зменшення прибуткового податку для компаній, що діють у сфері наукомістких технологій та впроваджують інновації;

4) прискорена амортизація під час технічного переоснащення;

5) податкові пільги у випадку купівлі передових технологій тощо.

#### **5. Франція:**

1) державні дотації організаціям, що займаються науково-дослідними роботами за контрактами;

2) субсидії малим і середнім підприємствам у сфері інновацій;

3) податковий кредит на приріст витрат на НДДКР;

4) звільнення оподаткування коштів, що вкладаються у ризиковані, зокрема вчурні, проекти тощо.

#### **6. Японія:**

1) пільгове оподаткування прибутку венчурних підприємств;

2) податкова знижка на приватні інвестиції в НДДКР;

3) пільгові кредити венчурним фондам;

4) надання субсидій з державних фондів;

5) гарантоване повернення коштів, які були вкладені у венчурний бізнес тощо.

Очевидно, що застосування тих чи інших зазначених вище фінансово-економічних важелів стимулювання венчурного бізнесу здійснюється одночасно із відповідними нормативно-законодавчими змінами у державі та організаційними перетвореннями у галузях. Сам тому, виділені напрямки реалізації програм державної підтримки є невід'ємними один від одного та взаємодоповнюючими.

## **Лекція 7. Особливості державного регулювання венчурного бізнесу в Україні**

7.1. Структури, що регламентують діяльність венчурних підприємств.

7.2. Заходи щодо державної підтримки венчурного підприємництва.

**Рекомендована література:** [26; 34; 35; 47; 53; 54; 72].

### **7.1. Структури, що регламентують діяльність венчурних підприємств**

В Україні правові основи розвитку інноваційної діяльності загалом, та венчурної, зокрема, базуються на системі законодавчих і підзаконних актів, що стосуються інноваційної діяльності. Так, зокрема, в Декларації про державний суверенітет України від 1990 року зазначено, що весь економічний та науково-технічний потенціал створений в Україні є неподільною частиною власності держави. Закон України «Про основи державної політики в галузі наукової та науково-технічної діяльності», прийнятий у 1991 році був удосконалений та перейменований у 1998 році в закон «Про наукову та науково-технічну діяльність». В даному

нормативному акті викладено принципові положення щодо форм та методів регулювання розвитку науки та техніки, впровадження наукомістких технологій в економіку держави, а також окреслено повноваження державних органів, що здійснюють вітчизняну інноваційну політику.

Система державних організацій із захисту прав інтелектуальної та інноваційної діяльності в Україні представлена наступними інститутами:

**Державний департамент інтелектуальної власності**, створений у квітні 2000 р. у складі Міністерства освіти і науки України, завданнями якого є:

- 1) участь у забезпеченні реалізації державної політики у сфері інтелектуальної власності;
- 2) прогнозування та визначення перспектив і напрямів розвитку у сфері інтелектуальної власності;
- 3) розроблення нормативно-правової бази функціонування державної системи охорони інтелектуальної власності;
- 4) розроблення організаційного забезпечення охорони прав на об'єкти інтелектуальної власності.

Важливу роль у системі органів регулювання охорони інтелектуальної власності відіграють організації, що підпорядковуються Державному департаменту інтелектуальної власності відіграють:

**1) Державне підприємство «Український інститут промислової власності» (Укрпатент)**, яке здійснює такі основні функції:

1. Прийняття заявок на видачу охоронних документів на об'єкти промислової власності;
2. Проведення експертизи цих заявок на відповідність їх умовам надання правової охорони;
3. Забезпечення державної реєстрації об'єктів промислової власності, зміни їх правового статусу та офіційної назви;
4. Публікації відповідних відомостей; здійснення державної реєстрації договорів про передачу права власності на об'єкти промислової власності, що охороняються в Україні, та договорів про видачу дозволу на їх використання; інформаційне забезпечення функціонування державної системи охорони промислової власності; забезпечення фізичних та юридичних осіб інформацією про об'єкти промислової власності;
5. Формування фондів національної патентної документації в органах державної системи науково-технічної інформації України та ін. Діяльність «Українського інституту промислової власності» регламентується його статутом, який був прийнятий у 2000 р.

**2) Державне підприємство «Українське агентство з авторських і суміжних прав»** є основною ланкою охорони авторських прав та підпорядковане Державному департаменту інтелектуальної власності та виконує наступні функції:

1. Забезпечення охорони авторських і суміжних прав правовласників України й інших країн та їх правонаступників на території України і за її межами;
2. Державна реєстрація прав авторів на твори науки, літератури та мистецтва;
3. Забезпечення фізичних і юридичних осіб інформацією про об'єкти авторських і суміжних прав;
4. Управління майновими правами авторів або їх правонаступників на колективній основі;



5. Надання допомоги авторам та іншим правовласникам авторських і суміжних прав в управлінні їх майновими правами та ін.

**3) Інститут інтелектуальної власності і права**, головними завданням якого є: підготовка, перепідготовка та підвищення кваліфікації фахівців у сфері інтелектуальної власності, а також установ, організацій і підприємств усіх форм власності. Діяльність Інституту безпосередньо координується Державним департаментом інтелектуальної власності.

**4) Державне підприємство «Інтелзахист»** створене відповідно до наказу Міністерства освіти і науки України від 6 серпня 2002 р. Підприємство підпорядковане Державному департаменту інтелектуальної власності. Підприємство створене з метою удосконалення організації видачі контрольних марок для маркування примірників аудіовізуальних творів, фонограм, комп'ютерних програм та баз даних, а також посилення захисту прав у сфері інтелектуальної власності.

**5) Український центр інноватики та патентно-інформаційних послуг** створений у 2001 р. в м. Києві з метою сприяння інноваційній активності та надання допомоги учасникам інноваційного процесу у вирішенні питань, що стосуються сфери промислової власності тощо.

Фінансовий аспект державної інноваційної політики підтримується **Державним інноваційним фондом**, який було створено постановою КМУ від 12 лютого 1992 року. Даний фонд здійснює підтримку підприємства через надання інвестиційного вкладу, позики чи лізингу. Бізнес-плани та висновки державної комплексної експертизи, що передбачає проведення фінансового аналізу проекту, є підставою для здійснення цільового фінансування та ефективного використання коштів.

В Україні також існує **Фонд фундаментальних досліджень** який сформований за рахунок коштів державного бюджету, добровільних внесків фізичних та юридичних осіб та інших цільових надходжень. Фонд фундаментальних досліджень забезпечує цільове фінансування галузей суспільних, природничих, економічних наук, різноманітних досліджень та розробок молодих учених, а також фінансує передачу результатів досліджень в практичну сферу.

## **7.2. Заходи щодо державної підтримки венчурного підприємства**

Загалом, модель розвитку інвестиційної діяльності, яка побудована на венчурному бізнесі як окремому виді підприємництва, є необхідною для успішного розвитку вітчизняної економіки загалом та венчурного підприємництва, зокрема. Однак, вона вимагає проведення низки змін, зокрема законодавчого врегулювання венчурного бізнесу, наявності певної кількості інвесторів із достатнім обсягом капіталу, які зможуть стати суб'єктами венчурної діяльності, зміни податкової політики та державної системи кредитування (див. рис. 1.10).

Як зазначають фахівці, до визначення форм державної фінансової підтримки розвитку венчурних структур необхідно підходити із урахуванням специфіки наукової діяльності, як передумови розвитку венчурного бізнесу, її характеру і спроможності до самофінансування. У світі фундаментальна наукова діяльність, у тому числі й підприємницька, існує в основному за рахунок бюджету і приватних інвесторів (фондів фінансування та приватних осіб). В Україні ж фундаментальні наукові дослідження зосереджені й фінансуються лише в державному секторі

економіки. Завдання даного етапу розвитку венчурного підприємництва – створити такі умови, які сприяли б залученню приватних та іноземних інвестицій для фінансування і розвитку фундаментальних досліджень у інноваційному секторі.

Державна політика у сфері підтримки венчурного підприємництва повинна реалізовуватись таким чином, щоб стало можливим фінансування створення технопарків та «іменних» технопарків, створених талановитими людьми здатними генерувати інноваційні ідеї. Таким винахідникам та науковцям необхідно створювати сприятливі умови для співпраці із фірмами-замовниками, зокрема у формі сертифікати на власні розробки. Що стосується інших учасників даної сфери - фірмам по обслуговуванню інноваційного бізнесу, їм стане вигідно об'єднуватись навколо такого технопарку, маючи численні податкові пільги з боку держави. Також на території подібних технопарків функціонуватимуть і підприємницькі структури венчурного капіталу.



**Рис. 1.10. Основні заходи щодо державного регулювання венчурної діяльності**

Ключові функції у забезпеченні розвитку венчурного підприємництва покликана виконувати державна **система кредитування**. Успіх індустрії венчурного капіталу здебільшого пов'язаний з високим ступенем спеціалізації інвесторів. Необхідно створити державні фонди, які б займалися конкретним видом фінансування на різних стадіях життєвого циклу інновацій. Зокрема, доцільним є створення Національної асоціації венчурного капіталу, основною метою діяльності якої стане підтримка венчурного підприємництва за рахунок інвестування, тобто виділення коштів державного бюджету та залучення коштів з інших джерел. В Національній асоціації венчурного капіталу частка держави має становити 100%.

До складу Національної асоціації венчурного капіталу повинні входити:

1) Венчурні фонди раннього розвитку (для високотехнологічних компаній, що знаходяться на початковому етапі розвитку start-up);

2) Венчурні фонди зростання (головне завдання яких – довгостроковий приріст капіталу);

3) Венчурні викупні фонди (фонд, який спеціалізується на фінансуванні операцій щодо придбання або стратегічного поглинання підприємств, як правило шляхом придбання контрольного пакету акцій).

Національна асоціація повинна не лише координувати діяльність цих фондів, але й здійснювати експертизу всіх інноваційних проектів, контролювати роботу КУА, надавати консалтингові послуги та сприяти розвитку венчурного бізнесу. Особливо важливо забезпечити державну підтримку венчурних фірм під час формування капіталу саме на передстартовій («seed») і стартовій («start-up») стадіях.

Іншою сферою державної підтримки венчурного підприємництва в Україні є **податкова система**. Адже, важливе завдання держави – обмежити монополізм великих банків і створити необхідне конкурентне середовище у венчурному фінансуванні. І саме з допомогою гнучкої податкової політики є можливим забезпечити оптимальне співвідношення між бюджетним фінансуванням підприємницьких структур науки і науковим обслуговуванням та іншими джерелами.

**Політика пільгового оподаткування** в Україні може стати дієвим інструментом, що прискорює розвиток підприємств венчурного капіталу, і здатна зацікавити різних суб'єктів господарювання в сприянні цьому бізнесу. У податковій політиці велике значення має не тільки величина грошових коштів, які відраховуються (чи не відраховуються) у бюджет, а й форми, методи відрахувань та терміни сплати податків, а також інші умови оподаткування.

Податкова політика у сфері сприяння розвитку венчурних фірм об'єктивно повинна здійснюватись у таких напрямках:

- безпосереднє стимулювання наукової діяльності;
- вплив на підприємства сфери матеріального виробництва і комерційні структури та банки з метою збільшення обсягів інвестування, що направляються на інноваційні процеси, зокрема, у венчурні фірми;
- стимулювання розвитку виробництва і оновлення основного капіталу на сучасній технічній основі.

Податкові пільги для венчурних фірм доцільно диференціювати за видами спеціалізації наукової і виробничої продукції, термінами функціонування, метою їх діяльності тощо.

Як показує світовий досвід, переважна більшість країн прагнуть розробити механізм реалізації державної інноваційної політики. Державний вплив має здійснюватися в напрямку максимальної підтримки власного інноваційного потенціалу, провідних наукових і конструкторських центрів та забезпечення реалізації науково-технічної політики, що відповідає світовому рівню.

Тобто, Україна повинна обрати такі напрямки розроблення «високих» технологій, для реалізації яких у державі вже створено реальні передумови та існує відповідний науково-технічний потенціал виходу на передові позиції світової науки і техніки.

З огляду на світовий досвід промислово-розвинених країн, без активної участі держави стає неможливим формування інноваційної системи. Зважаючи на значну роль держави у становленні інноваційної економіки слід враховувати необхідність розробки стратегії переходу до інноваційної моделі шляхом використання методів наукового планування на всіх рівнях управління, підвищення рівня інноваційної культури, що зумовить розвиток венчурного підприємництва.

Таким чином, Україні необхідно, для досягнення економічної стабілізації та забезпечення економічного розвитку на нових технічній і технологічній основах, розв'язати невідкладні завдання у сфері розвитку інноваційної та науково-технічної діяльності.

## **Лекція 8. Діяльність національних Асоціацій венчурного капіталу**

8.1. Діяльність Української та Російської Асоціацій венчурного капіталу.

8.2. Діяльність Британської та Європейської Асоціацій венчурного капіталу.

**Рекомендована література:** [24; 26; 77; 81].

### **8.1. Діяльність Української та Російської Асоціацій венчурного капіталу**

Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ) є добровільною, недержавною, некомерційною організацією, заснованою на засадах саморегулювання, рівноправності, вільного волевиявлення і спільності інтересів своїх членів. УАІБ заснована в квітні 1995 року і є однією з найстаріших професійних організацій учасників фондового ринку.

У жовтні 1997 року Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) надала УАІБ статус саморегулювальної організації (СРО). З червня 2002 року ДКЦПФР надала УАІБ статус - СРО ринку цінних паперів, яка об'єднує компанії з управління активами. На сьогодні це єдина в Україні саморегулювальна недержавна організація, якій держава делегувала частку своїх повноважень, визначивши їх в Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» та «Положенні про діяльність СРО ринку цінних паперів, яка об'єднує компанії з управління активами».

**Метою заснування та діяльності УАІБ є:**

- забезпечення високого професійного рівня діяльності учасників ринку цінних паперів;
- представництво власних членів та захист їх професійних інтересів;
- професійна підготовка та підвищення кваліфікації фахівців - членів;
- інформування своїх членів стосовно законодавства про цінні папери та змін, що вносяться до нього;
- розроблення та контроль за дотриманням норм та правил поведінки, регламентів, правил здійснення операцій з цінними паперами, вимог до професійної кваліфікації фахівців - членів СРО та інших документів, передбачених чинним законодавством;
- розроблення та впровадження заходів щодо захисту клієнтів членів Асоціації та інших інвесторів, а також дотримання етичних норм та правил поведінки членів саморегулювальної організації у їх взаєминах з клієнтами;

- вдосконалення нормативно – правової бази ринку цінних паперів;
- сприяння в організації фінансового моніторингу компаніями з управління активами у сфері запобігання та протидії запровадження в легальний обіг доходів, одержаних злочинним шляхом, та фінансуванню тероризму.

***УАІБ в процесі виконання своїх функцій має право:***

- перевіряти діяльність своїх членів у порядку, погодженому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР);
- контролювати дотримання своїми членами законодавства та прийнятих саморегулювальною організацією правил і вимог;
- за згодою своїх членів представляти їх інтереси в ДКЦПФР та в інших державних органах;
- збирати, узагальнювати та аналітично обробляти статистичну інформацію;
- спільно з ДКЦПФР перевіряти діяльність своїх членів щодо дотримання членами саморегулювальної організації вимог чинного законодавства з питань фінансового моніторингу;
- розробляти та запроваджувати відповідно до законодавства правила, стандарти та вимоги до порядку здійснення операцій на фондовому ринку;
- запроваджувати процедури розв'язання спорів щодо професійної діяльності на ринку цінних паперів тощо.

***Органи управління УАІБ***

Вищим органом УАІБ є *Загальні збори*, які проводяться не менше одного разу на рік. В період між Зборами керівними органами УАІБ є *Рада Асоціації*, яка обирається Загальними зборами терміном на два роки. Виконавчим органом Асоціації є *Дирекція*. Для виконання своїх функцій Асоціація також має Ревізійну комісію, Дисциплінарний комітет, а також інші спеціалізовані комітети і комісії.

***Члени Асоціації мають право:***

- одержувати інформацію про діяльність Асоціації та її органів;
- брати участь в Загальних зборах членів Асоціації;
- голосувати з усіх питань, винесених на розгляд Загальних зборів;
- брати участь у виборах органів Асоціації і бути обраним до цих органів;
- брати участь в роботі над документами, які визначають основні напрямки діяльності Асоціації, подавати до Ради Асоціації пропозиції і рекомендації;
- використовувати логотип Асоціації;
- користуватися методичними розробками і матеріально-технічними засобами Асоціації, а також послугами, консультаціями і рекомендаціями, що їх надають Асоціація чи її органи.

УАІБ тісно взаємодіє з органами державного регулювання у сфері інвестиційного бізнесу, зокрема, згідно «Меморандуму про взаємодію між УАІБ та Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку», «Угоди про взаємодію між УАІБ та Фондом державного майна».

## **2. Російська Асоціація Венчурного Інвестування (РАВІ).**

Основними завданнями РАВІ є:

- формування в Росії політичного й підприємницького клімату, сприятливого для інвестиційної діяльності;

- представлення інтересів членів РАВІ в органах влади й управління, у засобах масової інформації, у фінансових і промислових колах усередині країни й за рубежом;
- інформаційне забезпечення й створення комунікативних площадок для учасників російського венчурного ринку;
- формування кваліфікованих фахівців для компаній венчурного бізнесу.

Ідея створення Російської Асоціації Венчурного Інвестування (РАВІ) була висунута на семінарі для менеджерів Регіональних фондів венчурного капіталу Європейського Банку Реконструкції й Розвитку (РФВК ЄБРР) у Санкт-Петербурзі в грудні 1996 р. У березні 1997 р. уже було проведено Установчі збори РАВІ, на яких 10 керуючих компаніями фондів венчурного капіталу підписали Установчий договір РАВІ.

До складу РАВІ входять 28 повних і 28 асоційованих членів.

Членство в асоціації має свої правила та особливості. Зокрема, статутом Асоціації визначено, що «під «Членом Асоціації» розуміється як повний член Асоціації, тобто комерційна організація, так і асоційований член, яким може бути комерційна і некомерційна організація». Можливість прийому до членів Асоціації розглядає *Адміністративна рада*, що може задовольнити заяву про членство або відмовити в членстві без пояснення причин. При розгляді заяв про членство в Асоціації Адміністративна рада бере до уваги релевантні обставини.

Статутом Асоціації визначено, що всі претенденти на членство повинні:

- активно діяти в області венчурного інвестування;
- мати позитивну репутацію в співтоваристві венчурних інвесторів;
- погоджуватися виконувати «Кодекс поведінки Члена Асоціації».

## **8.2. Дільність Британської та Європейської Асоціацій венчурного капіталу**

**Британська Асоціація Венчурного Капіталу (BVCA)** є індустріальним підґрунтям британського приватного капіталу у сфері венчурного інвестування. Асоціація створена у 1983р. і нараховує близько 400 членів. Асоціація має більш як 20-ти літній досвід успішного представлення інтересів промисловості, яка охоплює близько 57% загальноєвропейського ринку, перед Європейською комісією та Європейським парламентом, у засобах мас-медіа та інших інститутах політичного та соціального управління як у Британії, зокрема, так і Європі та світі загалом.

**Основною метою BVCA** є захист та представлення інтересів учасників приватного капіталу у сфері промисловості та розвиток професійних стандартів діяльності між учасниками Асоціації.

**Основні завдання та принципи діяльності Асоціації:**

1. Просування та залучення інвесторів у сектор приватної власності британської промисловості та венчурного капіталу;
2. Вплив на соціальну політику у Європі;
3. Привертання уваги та поширення інформації щодо сектору приватної власності та венчурного капіталу;
4. Вплив на діяльність політичних сил з метою побудови сприятливих умов для існування та розвитку венчурного капіталу.

Асоціація налічує понад 180 повних та 170 асоційованих членів. До повних членів належать інституційні інвестиційні фонди та їхні материнські компанії (банки, страхові компанії), які здійснюють постійні довготермінові фінансові інвестиції в венчурні компанії.

**Європейська Асоціація Венчурного Капіталу** - створена у 1983 р з метою розвитку європейської моделі прямого інвестування і венчурного капіталу. В даний час нараховує 300 членів. Штаб-квартира асоціації знаходиться в Брюсселі Діяльність асоціації спрямована на створення в Європі сприятливих умов для розвитку венчурного бізнесу та тісно пов'язана із діяльністю Європейської комісії.

*Асоціація має наступні основні стратегічні завдання:*

- залучення інституціональних інвесторів до участі у венчурному інвестуванні;
- представлення інтересів своїх членів і інших учасників венчурної індустрії в європейських структурах;
- вироблення ефективних і доступних стратегій та механізмів розвитку венчурного капіталу.

Одними із найважливіших питань та програм, до участі у роботі яких було залучено EVCA були наступні:

#### **1) Регулювання процесів концентрації капіталу (злиття та поглинання).**

В червні 2000р. Європейська комісія прийняла рішення щодо необхідності перегляду «Угоди з регулювання процесів концентрації капіталу під час поглинань», що була затверджена 21.12.1989р. Так, 11.12.2002р. Комісія ратифікувала так звану «Зелену угоду», що мала на меті висвітлити основні шляхи реформування сфери регулювання даних процесів. Європейською комісією було створено пакет основних документів, що передбачали низку шляхів та заходів з питань контролю за поглинаннями та злиттями.

#### **2) Захист прав інтелектуальної власності у сфері патентного права на результати винаходів у сфері комп'ютерних технологій.**

В жовтні 2000р. стартувала «Програма з питань патентного права на результати винаходів у сфері комп'ютерних технологій», ініційована Європейською комісією. Відсутність на європейському просторі єдиної законодавчої бази з даних питань визначалась як серйозний бар'єр на шляху індустріального зростання, розвитку конкуренції та побудови міжнародного торговельного простору. За період 1999-2003рр. європейським приватним капіталом та венчурними фірмами було спільно проінвестовано понад 6400 компаній, що працювали у сфері програмного забезпечення, на суму понад 10 млрд. євро. У травні 2004р. за пропозицією та відповідальністю Європейського парламенту, Ради із захисту добросовісної конкуренції та участі EVCA було ініційовано та підписано «Угоду щодо захисту винаходів у сфері програмного забезпечення».

#### **3) План дій щодо захисту від ризиків капіталу (Risk Capital Action Plan (RCAP)).**

У листопаді 1997р. Європейською Радою у Люксембурзі було визнано важливу роль ризику загальноєвропейського ринку капіталів у процесі формування політики зайнятості та заробітної плати. EVCA приймала активну участь у дослідженні та формуванні пропозицій щодо зменшення таких впливів та усунення бар'єрів розвитку політики щодо зайнятості у Європі.

## РОЗДІЛ 2. ДІЯЛЬНІСТЬ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМСТВА. СТАН РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА В УКРАЇНІ

### Лекція 9. Організаційні форми малих інноваційних підприємств

9.1. Малі інноваційні підприємства.

9.2. Основні організаційні форми венчурного бізнесу.

Рекомендована література: [29; 63; 74; 82; 91].

#### **9.1. Малі інноваційні підприємства**

Підвищення інноваційного потенціалу малого та середнього підприємництва - один із пріоритетних напрямків державної політики підтримки малого і середнього бізнесу в Європейському Союзі. Надання підприємствам пільгових кредитів та грантів, консалтингових та інформаційних послуг є поширеною практикою застосування прямої підтримки розроблення інноваційних продуктів та процесів.

Малі інноваційні підприємства (МІП) можуть мати різні організаційно-правові форми, вибір яких залежить від багатьох факторів: сфери контролю, нестабільності фінансового та валютного ринків, стратегії та розміру інноваційного підприємства, технології інноваційного продукту чи послуги, характеру масштабів, науково-технічних напрямів та інших особливостей здійснюваної інноваційної діяльності.

Незалежно від вибраної організаційно-правової форми, підприємство може мати статус малого та інноваційного при наявності визначених характерних ознак. Для віднесення компанії до категорії інноваційних підприємств необхідна його відповідність останнім за такими критеріями: характер здійснюваних робіт і послуг, характер використовуваних матеріальних і трудових ресурсів, склад реалізованої продукції.

Основні ознаки науково-виробничої діяльності МІП: розробка і реалізація на ринку нових продуктів і передових технологій; висока частка науково-дослідних і конструкторських робіт для створення нових продуктів і послуг, що є конкурентоздатними; масштабний вплив інновацій, нових виробів і передових технологій на прибуток МІП; значні суми інвестицій у функціонування та оновлення виробництва науково-дослідного сектора; наявність великої частини лабораторного, наукового і випробувального обладнання в основних фондах МІП; наявність високого ступеню ризику зумовленого реалізацією інноваційних проєктів.

Особливого значення для діяльності малих інноваційних підприємств набуває його приналежність до категорії малих та можливість отримання податкових та інших пільг у відповідності з чинним законодавством України.

За характером поєднання виробництва та науки виділяють такі види МІП:

- 1) наукового профілю – займаються розробкою нових виробів і технологій;
- 2) виробничого профілю – передбачають освоєння нових виробів і технологій;
- 3) змішаного профілю – являють собою поєднання двох попередніх категорій (науково-виробничого профілю).



З метою розуміння ролі малих інноваційних підприємств для розвитку венчурного бізнесу слід зупинитись на їхніх слабких та сильних сторонах.

До сильних сторін МПІ можна віднести: короткотривалість інноваційного циклу; можливість швидкого прийняття управлінських рішень; прямі та особисті контакти з партнерами; постійне мотивування працівників; гнучкість прийняття рішень у разі виникнення нових науково-технічних рішень серед конкурентів; відсутність ієрархії у менеджменті; низький рівень непрямих витрат; відсутність бюрократичних структур в організації; урахування та орієнтація на потреби споживача.

Слабкими сторонами МПІ можуть бути: недостатні можливості диверсифікаційного профілю МПІ; обмежені професійні можливості менеджменту; наявність високого ступеню ризику в інноваційній діяльності; незначний рівень поділу праці і спеціалізації робочих місць; дефіцит зовнішнього фінансування, в тому числі кредитування; персоніфікована відповідальність за фінансові результати діяльності; обмежені можливості задоволення масштабного попиту.

Порівняно з великими малі інноваційні підприємства мають більші шанси на підприємницький успіх при виконанні таких умов: відносна стабільність економічних умов діяльності та цін на сировину, матеріали та інші ресурси; відсутність бар'єрів входження на ринок та жорсткої конкуренції; формування та реалізація стратегії, орієнтованої на малі сегменти ринків; можливість входження в бізнес на ранніх стадіях життєвого циклу інновації; незначна капіталоемність виробництва; наявність багатоваріантного використання результатів виконаних розробок.

Серед малих організаційних форм, що підсилюють інтенсифікацію інноваційного процесу, важливого значення набувають такі фірми:

- 1) венчурні;
- 2) інжинірингові;
- 3) впроваджувальні.

Венчурні фірми, тобто «ризикові» фірми, представляють собою невеликі, але дуже гнучкі та ефективні підприємства, які створюються з метою апробації, доопрацювання і доведення до промислової реалізації «ризикових» інновацій. Інколи венчурні фірми є тимчасовими організаційними структурами, які створюються для вирішення конкретної проблеми. Дані підприємства характеризуються високою активністю, що зумовлена прямою особистою зацікавленістю працівників фірми і партнерів по венчурному бізнесу в успішній комерційній реалізації розробленої ідеї, технологій, винаходів. Найбільшого поширення венчури отримали в наукоємних галузях економіки, де вони спеціалізуються на проведенні наукових досліджень та на інженерних розробках.

Створюються венчурні фірми на договірній основі за допомогою об'єднання коштів, як правило, декількох юридичних чи фізичних осіб, або кредитів чи вкладень крупних компаній та банків. Для створення венчурної фірми необхідно виконання наступних умов: ідеї нововведення (нового виробництва, технології, послуг); суспільної потреби в реалізації даної ідеї; підприємця, здатного на основі такої ідеї організувати нову фірму; ризикового капіталу для фінансування цієї фірми.

За умови досягнення основної мети, заради якої були створені венчурні фірми, останні призупиняють свою діяльність, розформовуються або поглинаються великою фірмою.

Інжинірингові фірми являють собою сполучну ланку між науковими дослідженнями і розробками, з одного боку, і між нововведеннями та виробництвом – з іншого. Інжинірингова діяльність тісно пов'язана зі створенням об'єктів промислової промисловості, діяльністю по проектуванню, виробництву та експлуатації машин, обладнання, організації виробничих процесів з урахуванням їх функціонального призначення, безпеки і економічності.

Функції інжинірингової фірми: створення нововведення та доведення розробки до промислової реалізації; проведення пусконаладжувальних, випробувальних робіт за дорученням промислових підприємств; надання консалтингових та інформаційних послуг в процесі впровадження об'єкта розробки; прогнозування техніко-економічних показників реалізації інноваційної ідеї, нової технології, корисної моделі, винаходу.

Впроваджувальні фірми також сприяють розвитку інноваційного процесу і, як правило, спеціалізуються на: просуванні на ринок ліцензій перспективних винаходів, які розроблені окремими винахідниками; виробництві невеликих дослідних партій об'єктів промислової власності з наступним продажем ліцензії; впровадженні невикористаних патентовласниками технологій.

Венчурне підприємництво має багато організаційних форм. Наведемо основні серед них:

- «незалежні» малі венчурні фірми, що передбачають використання капіталу інвестиційних компаній малого бізнесу і «незалежних» венчурних фондів;
- «зовнішні» венчури корпорацій – фірми, що спеціалізуються на впровадженні у виробництво науково-технічних розробок, організація якого відбувається у вигляді паю з промисловими корпораціями (з використанням внутрішньокорпоративного венчурного капіталу та «зовнішніх» (відкритих) венчурних фондів);
- «внутрішні» венчурні відділи корпорацій, метою яких є відокремлення підприємницької групи як самостійного венчурного підрозділу (з використанням внутрішньокорпоративного венчурного капіталу).

Венчурний капітал, як правило, надається двом категоріям малих фірм:

- 1) «бай-аут» - це нові фірми, які викуплені у власників і засновані співробітниками відомих наукомістких корпорацій;
- 2) «спін-офф» - фірми, створені незалежними підприємцями, що прагнуть реалізувати ідеї та розробки.

Відповідно до інвестиційних перспектив розрізняють три типи венчурних підприємств:

- 1) «низькопотенційні» підприємства для венчурного капіталу (Life-style). Їх прибутки за 5 років становлять близько 50 млн. доларів, венчурні інвестори, як правило не зацікавлені в інвестуванні даних підприємств, хоча загальна кількість «низько потенційних підприємств» на ринку складає 90% усіх венчурних підприємств;
- 2) «венчури середнього ринку» (Middle-market), щорічні прибутки яких становлять від 10 до 50 млн. доларів. Такі підприємства найбільше потребують участі венчурного капіталу;
- 3) «високотенційні підприємства» (High-potential), прибутки яких складають більше 50 млн. доларів щорічно протягом 5 років. Вони є найбільш привабливими для венчурних інвесторів. Ці підприємства, як правило, мають корпоративну форму власності і становлять 1% від загальної кількості інноваційних підприємств.

## 9.2. Основні організаційні форми венчурного бізнесу

Розкриємо сутність основних організаційних форм венчурного бізнесу.

**Незалежні малі інноваційні венчурні фірми** – це тимчасові утворення цільового характеру, що спеціалізуються в сферах наукових досліджень, розробок, створення та впровадження інновацій, організація яких пов'язана з підвищеним рівнем ризику. Об'єктом їх діяльності виступає рух наукової ідеї з моменту її зародження до практичної реалізації в необхідних масштабах.

Класифікаційні ознаки незалежних інноваційних венчурних фірм:

- *вид діяльності* (прикладні дослідження, дослідно-експериментальні роботи, проектні, впроваджувальні роботи, конструкторські та технологічні розробки, розробка програмного забезпечення, тощо);

- *тип нововведення* (продуктові, технологічні, комплексні);

- *технологічний рівень* (високий, низький);

- *тип ринку* (самостійно виступають на ринку готової продукції промислового призначення, на ринку споживчих товарів, є субпідрядниками великих фірм і спеціалізуються на комплектуючих та напівфабрикатах);

- *інвестиційні перспективи* (низькопотенційні (їхній прибуток за 5 років становить 50 млн. дол.), підприємства середнього ринку (прибуток коливається щорічно в межах 10 – 50 млн. дол.) і високопотенційні (щорічний прибуток складає більше 50 млн. дол.)).

Особливістю створення цих фірм є неформальний характер їх організації. Оптимальна чисельність працюючих на першому етапі складає, як правило, 5-7, інколи 10-15 працівників.

**Внутрішні венчури** - це тимчасові підрозділи корпорацій, що мають цільове призначення, бюджетну та юридичну самостійність та можливість формувати формувати персонал підприємства. Материнській компанії необхідно здійснювати ресурсне та інфраструктурне забезпечення венчура. Внутрішній венчур має матричну структуру управління, до складу якої входять проектувальники, інженери, конструктори, спеціалісти з інформаційного обслуговування, менеджменту, маркетингу. Часто відбувається організація кількох внутрішніх венчурів, які займаються реалізацією однієї чи декількох цільових програм на конкурсній основі. Досягнувши успіху підрозділ, в межах материнської компанії, може пройти реорганізацію з метою збільшення випуску продукції або компанія може продати даний підрозділ. Дана організаційна форма має міцні зв'язки з материнською компанією, а тому містить найменший рівень ризику для інвестора, що робить її дуже привабливою для останнього. Разом з тим, є певні недоліки: матрична структура зумовлює наявність подвійного підпорядкування, а у разі виникнення фінансових проблем материнська компанія може вилучати необхідні кошти для покриття збитків.

**Зовнішні венчури** виникають з ініціативи окремих вчених і інженерів чи групи спеціалістів та організуються промисловими корпораціями на пайових засадах. Вони спеціалізуються на впровадженні винаходів, створених самостійно або в процесі виконання НДДКР у фірмах, вузах чи наукових установах (наприклад «спін-аут»).

У США, Японії, країнах Західної Європи в малому інноваційному бізнесі використовуються такі організації, як венчурні – фірми «ризикованого» капіталу і спін-офф – дочірні фірми, різноманітні інвестиційні фонди. Спочатку діяльність таких фірм фінансують

великі компанії, одночасно здійснюючи контроль на всіх стадіях, а у випадку успішного результату останні отримують готове нововведення. Пізніше може відбутися поглинання венчурної фірми великою компанією, яка в результаті отримає великі прибутки здобувши додаткові потужності у вигляді виробничого та комерційного потенціалу венчурного підприємства.

Фірми спін-офф організуються при вузах, спеціальних лабораторіях і державних дослідницьких центрах з метою комерційного впровадження науково-технічних досягнень, одержаних у ході виконання великих нецивільних проектів: військових розробок, космічних програм, фундаментальних досліджень.

Венчурні фірми і фірми спін-офф функціонують на етапах росту і насичення винахідницької активності, де внаслідок падіння активності виникає гостра необхідність подальших наукових пошуків.

Венчурні фірми, як правило, являються безприбутковими, оскільки не займаються виробництвом. Вони передають свої результати фірмам-експлерентам, патіентам, віолентам і комувантам.

З метою мінімізації ризику створюються типові схеми створення нових або радикальних перетворень старих сегментів (фірм) ринку. Фірми, що просувають нововведення на ринок називаються фірмами-експлерентами (фірмами-піонерами). Вони працюють на етапі максимального циклу винахідницької активності і з самого початку випуску продукції великою компанією. Наприклад, фінансування для такої фірми розраховується на 48 місяців. Капіталовкладення поділяють на п'ять тимчасових відрізків з врахуванням жорстких умов: кожне нове вкладення здійснюється тільки тоді, коли попереднє себе виправдало, тобто експеримент просунувся в створенні або комерціалізації продукту; кожне нове вкладення перевищує попереднє і здійснюється на більш вигідних для експлерента умовах.

Якщо фірма-експлерент не здатна тиражувати нововведення це зумовлює появу копій або аналогів, тому експлерент починає співробітництво з фірмою-виробником.

Фірми-експлеренти також можуть вступати у партнерські відносини з фірмами-патіентами, віолентами і комувантами.

Фірми-патіенти створюються у випадку орієнтації на вузький сегмент ринку і спрямовані на задоволення потреб, сформованих під дією реклами, моди або інших засобів підвищення попиту. Дані фірми функціонують на етапах збільшення виробництва продукції за умов падіння винахідницької активності. Вони виконують такі функції: формують високі вимоги до якості та обсягів продукції, приймають рішення про створення та реалізацію або припинення розробок, про доцільність продажу або покупки ліцензій і т.п., при наявності проблем щодо завоювання ринків (бар'єрів входження на ринок).

У сфері великого традиційного (стандартного) бізнесу діють фірми-віоленти, що володіють великим капіталом і високим рівнем освоєння технології. Ці фірми розробляють «силову стратегію», займаючись масовим виробництвом продукції для широкого кола споживачів, яких задовольняє середній рівень цін і які пред'являють «середні» вимоги до якості продукції. Науково-технічна політика (стратегія) фірми-віолента вимагає прийняття ряду важливих рішень про: інвестиції і розширення виробництва, придбання ліцензій, терміни поставки продукції, зняття продукції з виробництва, заміну парку машин і устаткування. Ці фірми прибуткові і діють при транснаціональних корпораціях.

У сфері середнього і дрібного бізнесу, орієнтованого на задоволення національних і місцевих потреб, на етапі падіння циклу випуску продукції діють фірми-комутанти. Вони здійснюють науково-технічну політику, що полягає в прийнятті рішень про своєчасну поставку продукції для забезпечення виробничого процесу, про ступінь технологічної особливості виробів, що випускаються фірмами-віолентами.

## Лекція 10. Основні етапи життєвого циклу венчурного підприємства

Рекомендована література: [28; 42; 49].

Аналіз міжнародного та вітчизняного досвіду функціонування інноваційних підприємства загалом, та венчурного бізнесу, зокрема, дає змогу виокремити поняття «життєвого циклу венчурного підприємства» у самостійну категорію та охарактеризувати його основні етапи. Так, доцільно розглядати під **життєвим циклом (ЖЦ) венчурного підприємства** послідовну сукупність етапів створення та розвитку венчурного інноваційного підприємства, що носить циклічний характер.

Загалом, життєвий цикл венчурної фірми містить 8 основних етапів:

1. НДДКР;
2. Залучення інвестора;
3. Запуск;
4. Початкове зростання;
5. Прискорене зростання;
6. Стале зростання;
7. Зрілість;
8. Вихід інвестора.

Розглянемо докладніше основні етапи ЖЦ венчурного підприємства (проекту).

**Перший етап** – «НДДКР» – передбачає формування ідеї, первинну підготовку документації, а також здійснення досліджень і розробок щодо продукту-новинки, яка буде об'єктом інноваційної ідеї. Слід зазначити, що ця фаза не завжди закінчується успішно. Існує велика ймовірність невдач, ризиків і відстрочки одержання результатів, що часто пов'язано з великими вкладеннями та низькою ймовірністю життєздатності ідеї, проекту.

**Другий етап** – «пошук та залучення венчурного інвестора» – без перебільшення є визначальним та найскладнішим етапом життєвого циклу. Саме на цьому етапі існує найбільша ймовірність невдач та помилок з боку венчурного підприємця. Часто відмови трапляються не з причин погано продуманої чи нежиттєздатної ідеї, а через помилки у стратегії її презентування та вибір шляхів пошуку інвестора.

**Третій етап** – «запуск» – передбачає підготовку та реалізацію процесу формування венчурного підприємства. На цьому етапі важливим є виконання наступних основних завдань:

- вибір структури компанії;

- формування статуту компанії;
- організування штату службовців та керівників (за необхідності – формування ради запрошених директорів), набір працівників;
- підготовка компанії до реєстрації;
- випуск засновницьких акцій та їх реєстрація тощо.

**Наступні етапи** – «початкове», «прискорене», «стале зростання» та «зрілість» передбачають виконання плану функціонування венчурного підприємства, виконання завдань з досягнення цілей та забезпечення першопочаткової місії створення підприємства.

Сутність даних етапів може варіюватися в залежності від типу та виду діяльності підприємства, способу взаємодії венчурних суб'єктів тощо.

Зокрема, на етапах «сталого зростання» та «зрілості» відбувається технологічне освоєння масштабного виробництва вже розробленої нової продукції. При цьому обсяги виробництва мають досягнути рівня, який забезпечує беззбитковість роботи. Результати даних етапів, як правило, передбачають зростання виробництва та прибутків. Особливістю цих етапів є стабілізація обсягів виробництва з їх наступним поступовим зниженням і виведенням продукції із сфери реалізації.

**Останнім етапом** життєвого циклу венчурного підприємства вважається етап «**вихід інвестора**», який кардинально відрізняє життєвий цикл венчурних організацій від інших. Як правило, вихід інвестора здійснюється через 3-5, частіше 5-7 років функціонування підприємства. Існують такі основні варіанти виходу – IPO (Initial Public offering – пропозиція акцій на публічному ринку), Strategic Sale (продаж стратегічному інвестору), MBO (Management Buyout – викуп менеджерами).

## **Лекція 11. Техніко-економічне обґрунтування венчурного інноваційного проекту**

11.1. Сутність техніко-економічного обґрунтування венчурного інноваційного проекту.

11.2. Етапи техніко-економічного обґрунтування венчурного проекту.

**Рекомендована література:** [84; 87].

### **11.1. Сутність техніко-економічного обґрунтування венчурного інноваційного проекту**

Загалом, під техніко-економічним обґрунтуванням (ТЕО) проекту – розуміють визначення економічної доцільності реалізації проекту, що ґрунтується на порівняльній оцінці витрат і результатів (ефектів) використання, а також строку окупності вкладень.

У загальному вигляді можна стверджувати, що результати ТЕО залежать від цілей, що стоять перед ним (ТЕО), вимог та обмежень до його реалізації, а також критеріїв оцінювання ефективності. Саме останні у більшій мірі визначатимуть результат ТЕО. Критерії оцінювання

визначають допустимі граничні межі для співвідношення витрат та результатів проекту. Результати проекту, як правило, повинні перевищувати дані граничні межі.

ТЕО проекту повинно висвітлити такі основні аспекти реалізації проекту:

- величини витрат та результатів за проектом у абсолютному вимірі;
- встановлений (очікуваний, прийнятний) період окупності проекту;
- обмеження щодо реалізації проекту (часові, фінансові, матеріальні, інформаційні, людські тощо).

Та слід зауважити, що техніко-економічне обґрунтування може містити й інші етапи, такі, наприклад, як оцінювання можливостей співпраці з інвесторами, налагодження виробничої кооперації, фінансової інтеграції тощо. Також, слід зазначити, що дані етапи приведено в узагальнюючій формі. На практиці ж їхня кількість та зміст може змінюватись в залежності від виду проекту. Також, зазначимо, що дані етапи є комплексними і вимагають залучення фахівців до їх реалізації. Представлення кожного з етапів можна відобразити за допомогою самостійних алгоритмів із власними критеріями, розрахунками, порівняннями. Очевидно, що за наявності чітких критеріїв та низки альтернатив управлінське рішення буде оптимальним, саме тому бажаним є варіант, коли на кожному етапі буде встановлено власні показники та розраховано коефіцієнти ефективності, що сигналізуватимуть про стан виконання кожного з етапів та можливість переходу до наступного тощо.

## **11.2. Етапи техніко-економічного обґрунтування венчурного проекту.**

Техніко-економічне обґрунтування венчурного проекту носить характерні риси будь-якого ТЕО. Аналіз результатів прикладних досліджень та літературного матеріалу дозволили виділити такі вісім основних етапів і побудувати модель ТЕО венчурного інноваційного проекту (рис. 2.1):

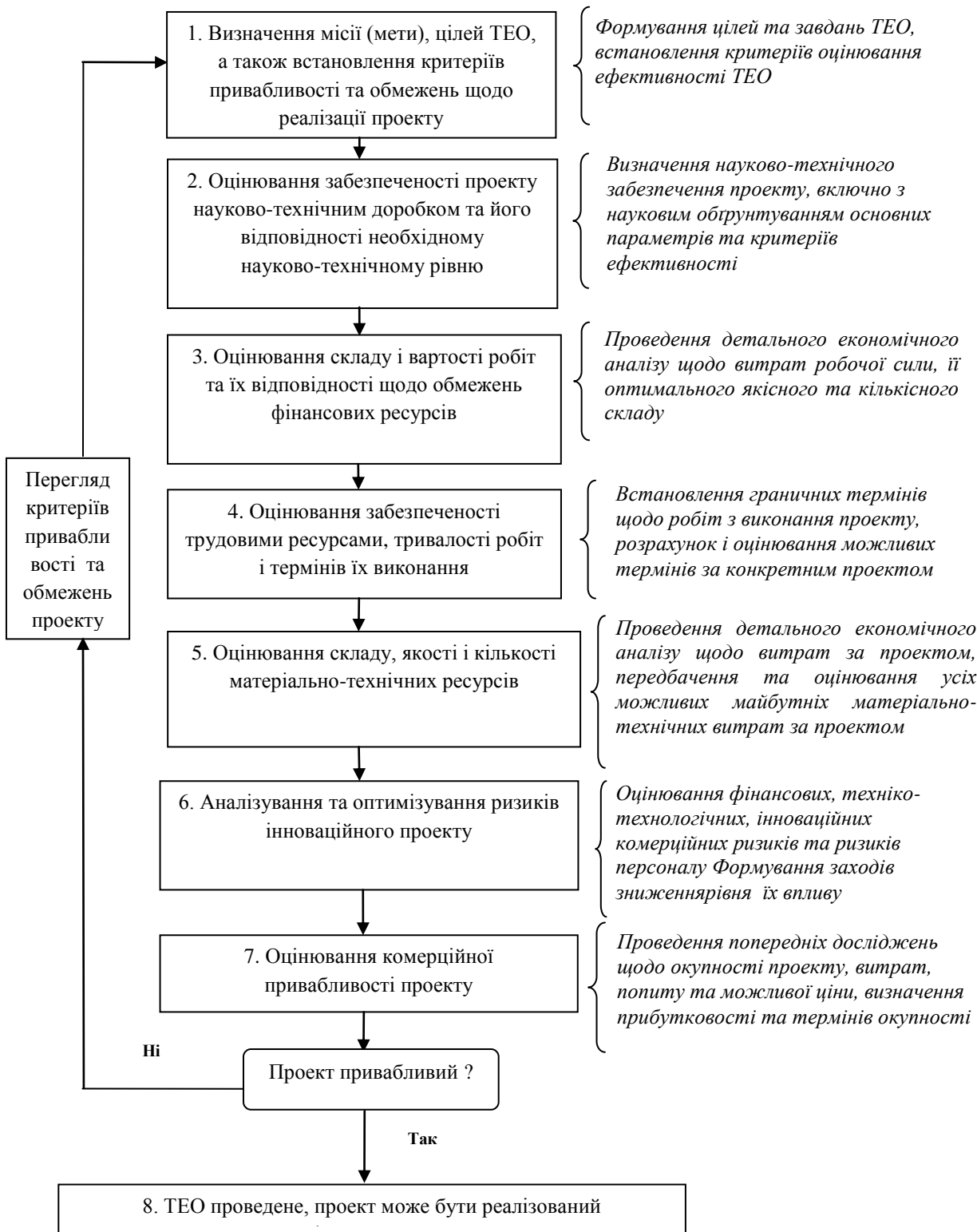
1. Визначення цілей ТЕО, встановлення критеріїв привабливості та обмежень щодо реалізації проекту. 2. Оцінювання забезпеченості проекту науково-технічним доробком та його відповідності необхідному науково-технічному рівню. 3. Оцінювання складу і вартості робіт та їх відповідності щодо обмежень фінансових ресурсів. 4. Оцінювання забезпеченості трудовими ресурсами тривалості робіт і термінів їх виконання. 5. Оцінювання складу, якості і кількості матеріально-технічних ресурсів. 6. Аналізування та оптимізування ризиків інноваційного проекту. 7. Оцінювання комерційної привабливості проекту.

Розглянемо детальніше етапи представлено на рис. 2.1. ТЕО венчурного проекту оцінювання.

1. *Визначення місії (мети), цілей ТЕО, а також встановлення критеріїв привабливості та обмежень щодо реалізації проекту.* Даний етап необхідно здійснювати не лише при формуванні венчурного підприємства, але й бажано на кожному етапі його функціонування протягом його життєвого циклу. Етап передбачає постійне звернення до ТЕО проекту та самого проекту, оцінювання останнього на предмет відповідності встановленим критеріям.

2. *Оцінювання забезпеченості проекту науково-технічним доробком та його відповідності необхідному науково-технічному рівню.* Даний етап передбачає визначення науково-технічного забезпечення даного проекту. Останній може включати наукове

обґрунтування основних параметрів проекту, визначення критеріїв ефективності та забезпечення здійснених розрахунків за ними. Також на даному етапі визначається рівень технічного, програмного, технологічного забезпечення проекту, визначається рівень комп'ютеризації процесів.



**Рис. 2.1. ТЕО венчурного інноваційного проекту**



3. *Оцінювання складу і вартості робіт та їх відповідності щодо обмежень фінансових ресурсів.* На даному етапі необхідним є проведення детального економічного аналізу щодо витрат за проектом. При цьому є важливим оцінювання усіх можливих витрат та передбачення витрат, що пов'язані із настанням несприятливих ситуацій. Порівняння розрахованої величини проводять за критерієм, яким може бути, наприклад, обмеження фінансових ресурсів.

4. *Оцінювання забезпеченості трудовими ресурсами, тривалості робіт і термінів їх виконання.* Даний етап передбачає оцінювання трудових ресурсів, залучених до виконання проекту. Він має на меті визначення оптимальних кількості та складу групи розробників. Оцінюються фаховість працівників, досвід, кваліфікація тощо, розробляються системи мотивування працівників, обирається форма постановки завдань, формування мети та основних цілей роботи над проектом.

5. *Оцінювання складу, якості і кількості матеріально-технічних ресурсів.* Даний етап за своїм змістом схожий на попередній і також передбачає визначення оптимальної кількості, складу та якості необхідного ресурсу. Проте, у даному випадку йдеться про матеріально-технічні ресурси, необхідні для розробки інноваційного проекту. У загальному вигляді, це ті матеріальні блага, які є залучені до процесу безпосередньої розробки проекту (сировина, матеріали, необхідні паливо та енергія, запчастини, комплектуючі, напівфабрикати, деталі тощо).

6. *Аналізування та оптимізування ризиків інноваційного проекту.* Поняття ризиків посідає ключове місце у венчурному інвестуванні і, відповідно, вимагає більш детальної уваги. Загалом, фахівці радять при здійсненні крупних інвестиційних проектів оцінювання ризиків проводити на загальноекономічному, галузевому рівнях та рівні компанії. Слід зауважити, що в першу чергу, аналіз ризиків потребує визначення того, які саме ризики є найбільш впливовими на кожному з рівнів, що визначається особливостями, метою та цілями інноваційного проекту. На основі класифікації ризиків, наведеної у деяких авторів, яка вирізняється великою кількістю класифікаційних ознак, повнотою та послідовністю поділу, було встановлено, що у процесі реалізації інноваційних проектів найбільш впливовими на процеси інвестування є наступні ризики:

- 1) *за сферами прояву:* економічний, політичний;
- 2) *за масштабами впливу:* крайній, галузевий, суб'єктний (властивий окремому суб'єкту господарювання);
- 3) *за джерелами виникнення:* систематичний (ринковий) та несистематичний (специфічний ризик, ризик конкретного проекту);
- 4) *за відношенням джерел ризику до підприємства:* внутрішній та зовнішній;
- 5) *за видами діяльності:* ресурсний, фінансовий, інвестиційний, техніко-технологічний, комерційний тощо.

7. *Оцінювання комерційної привабливості проекту.* Даний етап передбачає проведення попередніх досліджень щодо майбутньої окупності проекту, його витрат, попиту на продукт та можливої ціни, визначення та оцінювання прибутковості та термінів окупності. Комерційну привабливість доцільно оцінювати і з боку зовнішніх сторін, і з боку учасників проекту.

Фактично даний етап ТЕО є визначальним та завершальним. Після оцінювання та визначення доцільності реалізації проекту можна приступати до процесу, який відображено на етапі 8 «ТЕО проведене, проект може бути реалізований» (див. рис. 2.1).

## **Лекція 12. Управлінські аспекти у венчурному бізнесі**

12.1. Планування діяльності венчурних підприємств.

12.2. Бізнес-план венчурного інноваційного проекту.

12.3. Вибір організаційно-правової форми венчурного підприємства.

**Рекомендована література:** [8; 9; 21; 25; 29; 37; 70; 82; 91; 92].

### **12.1. Планування діяльності венчурних підприємств**

Визначальною функцією інвестиційного менеджменту для венчурних підприємств є венчурне планування. Загалом, планування – це вид управлінської діяльності (трудових процесів), який визначає перспективу і майбутній стан організації (підприємства, проекту), шляхи і способи його досягнення.

У свою чергу **венчурне планування** можна визначити як розробку середньострокового проекту функціонування венчурного підприємства, як правило, за допомогою фінансового моделювання із визначенням таких ключових моментів як: обсяг необхідного фінансування та майбутніх продажів, рівень ризиків, самоокупність проекту, прибуток на інвестиції, вихід інвестора тощо.

Як свідчать результати досліджень американських фахівців, на стадіях аналізу науково-дослідної розробки технічної ідеї відсіюється понад 80% результатів НДДКР. Загалом, з усіх науково-дослідних проектів, що реалізуються інноваційними компаніями у США, близько 70% не забезпечують комерційного ефекту, і лише 20% нових виробів та винаходів, що поступають на ринок, мають попит. Окрім високої складності реалізації та ризиковості інноваційного процесу такі результати багато в чому обумовлюються неефективним плануванням.

Загалом, венчурне планування охоплює усі етапи венчурного проекту і його результатом є складання бізнес-плану. Сам бізнес-план може розроблятися як на один конкретний етап венчурного проекту, так і на весь проект загалом. При розробці бізнес-проекту виключно на перші стадії (етапи «seed» або «start-up»), як правило, розробниками переслідуються цілі фінансування наукових розробок, дослідно-конструкторських та проектно-конструкторських робіт, втілення теоретичних розробок у матеріальну форму, створення винаходу, отримання патенту, першого пробного запуску продукції в реалізацію тощо. Очевидно, що в результаті такого планування не визначаються конкретні комерційні результати, а отже і зацікавити інвестора є складніше.

Загалом, у процесі венчурного планування виконуються такі основні завдання:

1. Формування мети та цілі проекту;
2. Інформаційне забезпечення плану проекту;

3. Збір та оцінювання інформації про зовнішнє та внутрішнє оточення проекту;
4. Збір та оцінювання інформації про сильні та слабкі сторони проекту;
5. Визначення основних ризиків та обмежень проекту;
6. Формування бюджетів проекту;
7. Складання прогнозів та планів науково-дослідних, конструкторських та випробовувальних робіт.

Венчурне планування існує для оцінки здійсненності венчурного проекту та відповідає на питання, «чи потрібно займатися цим видом діяльності і чому?».

Виділяють наступні стадії планування створення венчурного підприємства:

1. Ідея;
2. Розробка концепції;
3. Розробка венчурного проекту;
4. Моніторинг розвитку;
5. Ініціація змін;
6. Аналіз здійсненності венчурного проекту;
7. Бізнес-план або план поточної діяльності;
8. Бюджет/фактичне виконання;
9. Нові плани.

Важливим етапом венчурного планування з позиції венчурного підприємства є фінансування його діяльності, тобто складення бюджету венчурного проекту виходячи із наявних обмежень. Об'єктивність складеного бюджету визначає позиції венчурного інвестора щодо вибору оптимального венчурного проекту для подальшого фінансування.

**Аналіз можливості реалізації венчурного проекту** на етапі його планування включає сім ключових чинників:

1. Непереборний інтерес засновників венчурного проекту.
2. Можливості клієнта, що базуються на його бажаннях і потребах.
3. Профіль клієнта, який визначає цільові ринки і потенційних клієнтів.
4. Венчурні концепції – оцінюють альтернативні варіанти задоволення потреб.
5. Фінансові ресурси – визначають і оцінюють фінансові ресурси, необхідні для вживання альтернативних венчурних моделей.
6. Підприємницька оцінка – проводиться з метою визначити: чи відповідають підприємець і венчурний проект очікуваним винагородам, непереборному інтересу і місії венчурного проекту?
7. Завершальна оцінка здійсненності венчурного проекту і порівняння з існуючими альтернативами.

## **12.2. Бізнес-план венчурного інноваційного проекту**

Як відомо, найкращий спосіб довести банкірам та інвесторам, що підприємство, проект чи ідея заслуговують фінансової підтримки – це надати їм хороший бізнес-план. Бізнес-план як візитна картка, яка відчиняє двері туди, де належить переконувати інвесторів і банкірів, що акцептор зможе втілити свої плани у життя.

На початках розвитку венчурного бізнесу бізнес-планам не надавалось такого значення як зараз. Написання бізнес-плану вважається мистецтвом, що вимагає певних професійних знань, знань психології інвестора і бездоганного написання самого бізнес-плану.

Бізнес-план - це техніко-економічне обґрунтування майбутньої та поточної діяльності підприємств в ринкових умовах, програма його діяльності, що висвітлює модель підприємства в майбутньому. Фактично, бізнес-план – це проект майбутнього бізнесу. Первинна мета бізнес-плану полягає в тому, щоб допомогти започаткувати проект (підприємство), а також, більш ефективно керувати ним. У той же час бізнес-план покликаний переконати потенційних інвесторів у тому, що підприємець має життєздатну пропозицію для фінансування.

Говорячи ж про венчурний бізнес, слід зауважити, що бізнес-план венчурного підприємства має чітко визначену мету – сприяти залученню коштів інвесторів. Адже, венчурний бізнес має свої особливості, що відрізняють його від інших видів підприємницької діяльності. Так, для прикладу, поставивши за мету отримати банківський кредит для розширення власної діяльності, підприємцю достатньо надати кредитному експерту переконливі докази власної платоспроможності та гарантії повернення коштів. Щодо венчурного бізнесу, то інвестор тут виступає учасником венчурної угоди та приймає на себе фінансовий ризик даного підприємництва. Саме тому, складання та надання бізнес-плану венчурному інвестору - є однією із визначальних стадій розвитку венчурного підприємства.

Слід розкрити декілька характерних особливостей складання бізнес-плану саме венчурного підприємства. На думку однією з причин труднощів в отриманні інвестиційних коштів венчурних підприємств є недостатня увага до стратегії їхнього розвитку. Саме наявність бізнес-планів, які визначають стратегію розвитку венчурних підприємств, визначає результативність прийняття рішень венчурними інвесторами щодо фінансування інноваційних проектів. Тобто, в бізнес-планах має обґрунтовуватись доцільність кожного венчурного проекту та виявлятися можливості ефективного функціонування підприємницьких структур венчурного капіталу.

Зазвичай, універсальної форми бізнес-плану не існує, хоча є визначеними основні його етапи. Конкретний бізнес-план складається під конкретний проект із врахуванням особливостей проекту та вимог інвесторів. Завжди чи не єдиною вимогою венчурного капіталіста є чесне і відверте представлення того, що відбувається в компанії і навколо неї. Особливої уваги венчурні капіталісти приділяють розділу, у якому описується бачення підприємцем теперішньої і майбутньої ролі та місця його компанії на ринку. Підприємець, що розробляє бізнес-план повинен розуміти, що даний документ - це не формальний опис бізнесу, а його сутність, виражена в писемній формі. Бізнес-план - один з кінцевих продуктів того, що називається корпоративною культурою компанії.

Важливим етапом складання та надсилання інвесторам бізнес-плану є складання та розсилка бізнес - презентації компанії.

**Презентація інноваційного проекту (бізнес-презентація компанії (summary presentation))**, яка служить для представлення бізнес-плану інвесторам, та сам бізнес-план є основними документами для залучення інвестицій. Основне завдання цих документів зацікавити інвесторів у проекті та компанії-реципієнті інвестицій, переконати, що саме ця інвестиційна можливість є найбільш приваблива, ефективно продати ідею венчурному

капіталісту. Загалом, бізнес-пропозиція нагадує бізнес-план, часто повністю відповідає йому, але, як правило, є коротшою та стислішою, оскільки містить менше деталей. Оптимальний обсяг бізнес-пропозиції складає приблизно 30 сторінок, тоді як бізнес-план може сягати і понад 100 сторінок.

До основних **розділів презентації**, призначеної для венчурного інвестора належать:

1. Компанія.
2. Контактна особа.
3. Тип бізнесу.
4. Короткий опис компанії (Company Summary).
5. Менеджмент компанії.
6. Продукт/послуга і конкуренція.
7. Потреба в інвестиціях (Funds Requested).
8. Використання інвестицій (Use of Proceeds).
9. Фінансовий стан.
10. Фінансовий план.
11. Вихід (Exit).

Важливим етапом є **розсилка готової презентації інвестору**. Слід зазначити, що презентація повинна бути простою для розуміння і розкривати значні можливості росту підприємства. Окремо слід зазначити, про такий момент як необхідність дотримання конфіденційності чи нерозголошення інформації презентації (Non-Disclosure Agreement – NDA). Даний аспект може бути одним із елементів угоди про співпрацю. Як правило, він виникає, коли презентація прийнята та схвалена венчурним капіталістом і розпочато переговорний процес щодо деталей майбутнього інвестування. Зазвичай, прийняття венчурним інвестором презентації до розгляду і означає прийняття ним відповідальності за розголошення інформації, яку він отримав від підприємця.

Щодо бізнес-плану, то він містить деякі суттєві відмінності від бізнес-пропозиції. Загалом, виділяють декілька ключових елементів, характерних для всіх бізнес-планів. Ці елементи змінюються відповідно до основної мети плану. Різні джерела фінансування - банки, венчурні компанії, інвестиційні фонди - також будуть диктувати ступінь необхідної деталізації. Тому необхідно враховувати вимоги до побудови і розкриття інформації у бізнес-плані залежно від потреб цільової аудиторії інвесторів.

#### **Основні розділи бізнес-плану венчурного підприємства:**

1. Резюме.
2. Бізнес і його перспективи.
3. План виробництва.
4. Маркетинговий план.
5. Менеджмент.
6. Інвестиційний план (потреба в інвестиціях).
7. Ризики (фактори ризиків).
8. Аналіз діяльності і прогнози.
9. Фінансовий план і прогнози.
10. Повернення інвестицій і вихід (Exit).

11. Додаткові матеріали і додатки.

Слід пам'ятати, що навіть досконало складний бізнес-план не є гарантією отримання коштів, проте, як зазначає аналітик одного з вітчизняних венчурних фондів: «в будь-якому разі, бізнес-план є необхідною умовою для того, щоб об'єктивно оцінити діяльність компанії».

### **12.3. Вибір організаційно-правової форми венчурного підприємства**

Венчурне підприємство може набувати організаційно-правової форми у вигляді малого чи інноваційного підприємства. Статус інноваційного, венчурне підприємство може отримати, якщо характер здійснюваних робіт, склад реалізованої продукції та характер матеріальних і трудових ресурсів є інноваційними за своєю суттю.

Венчурне підприємство також може бути створене у вигляді:

- 1) приватного підприємства (самостійної компанії);
- 2) командитного товариства;
- 3) ТЗОВ (обмеженого партнерства).

Типовий венчурний фонд може бути створений як самостійна компанія, як ТЗОВ, або у вигляді командитного товариства. Часто, термін «фонд» трактується як асоціацію партнерів, а не як компанію. При цьому, директор і управлінський персонал 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 складає близько 2,5 % від початкових зобов'язань інвесторів (investor initial commitments). Керуюча компанія або приватні особи, співробітники управлінського штату, а також генеральний партнер (general partner) розраховують на «carried interest» - відсоток від прибутку фонду, що зазвичай сягає 20 %. Однак виплата відсотків відбувається лише з моменту повного відшкодування інвесторам суми їхніх інвестицій у фонд, і, окрім того, заздалегідь обумовлене повернення їхніх інвестицій (hurdle).

За умов сприятливої ринкової кон'юнктури та конкурентоспроможності венчурні фірми можуть існувати самостійно. Вони втілюють в життя власні бізнес-ідеї у вигляді розробки іншої моделі чи зразка, здійснення додаткових досліджень щодо удосконалення техніко-економічних параметрів, апробації нововведення, комерціалізації результатів розробки на ринку, активного прогнозування інноваційного продукту на ринку, забезпечення безперебійного виробничого процесу, покращання власного фінансового стану. У разі позитивного виконання всіх перелічених умов венчурне підприємство здійснює виробництво невеликих партій виробів, успішно реалізує їх на ринку та співпрацює з інвесторами, виконуючи всі умови, попередньо укладеного договору.

Вибір тієї чи іншої форми венчурного підприємства в Україні зумовлений існуванням організаційно-правових форм, зазначених в Господарському кодексі 2003 року, а саме:

- 1) державні та комунальні унітарні підприємства;
- 2) приватні підприємства;
- 3) господарські товариства;
- 4) підприємства колективної власності (кооперативи, консорціуми).

На думку вітчизняних науковців, функції венчурного підприємництва найкраще можуть бути реалізовані у формі господарського товариства. Про це свідчить:

- недостатність венчурного фінансування у державні підприємства;
- нездатність приватних підприємств акумулювати великий обсяг фінансових ресурсів;
- здатність консорціуму забезпечувати формування прав власності лише серед своїх учасників.

Згідно Господарського Кодексу України, товариства можуть функціонувати у формі публічних чи приватних акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю, товариств з додатковою відповідальністю, повних і командитних товариств. Внаслідок того, що фондовий ринок в Україні знаходиться на стадії розвитку, продаж акцій на останній стадії реалізації проекту може здійснюватися у всіх перелічених видах господарських товариств. У випадку існування розвинутого фондового ринку, реалізацію корпоративних прав простіше здійснювати публічному акціонерному товариству.

Організація венчурного підприємства у формі приватного акціонерного товариства є доцільною за умови залучення додаткового фінансування на всіх етапах реалізації інноваційного проекту, можливості контролю за балансом між вкладеннями на стадії створення підприємства та інвестуванням інноваційних інвесторів на наступних етапах розвитку проекту.

Таким чином, найбільш ймовірною організаційно-правовою формою створення венчурного підприємства в Україні є створення венчурного підприємства у формі приватного акціонерного товариства. Перевагами такого товариства є можливість: забезпечення акумуляції достатніх розмірів фінансових коштів; моніторингу складу учасників та розмірів їх корпоративних прав; залучення необхідних інвестицій на всіх стадіях розвитку підприємства, зміни форми власності з приватного на публічне акціонерне товариство для забезпечення подальшого продажу акцій.

Найефективнішою організаційно-правовою формою, в рамках якої можливим є вирішення різних науково-технічних завдань є малі інноваційні підприємства (МІП). Вибір організаційно-правової форми залежить не лише від бажання власників але й наявного ресурсного, інноваційного, технологічного потенціалу, інноваційним характером здійснюваних робіт, наявністю інноваційних проектів та діючої бізнес-ідеї.

Крім венчурних фірм до МІП відносять інжинірингові та впроваджувальні фірми.

**Інжинірингові фірми** виступають своєрідними посередниками між дослідженнями науковців та розробками, а також між нововведеннями та виробництвом. Основні функції інжинірингових фірм: прогнозування технічних параметрів нової бізнес-ідеї, інноваційної технології, винаходу, корисної моделі; здійснення додаткових досліджень щодо удосконалення розробки та її комерціалізації; надання консалтингових та інжинірингових послуг на замовлення промислових підприємств; організація нормального функціонування виробничого процесу залежно від їх функціонального призначення; створення об'єктів промислової власності.

**Впроваджувальні фірми** займаються впровадженням технологій, що невикористані патентовласниками, виробництвом невеликої кількості дослідних партій об'єктів промислової власності з подальшим продажем ліцензій, сприяють збуту ліцензій перспективних винаходів.

У країнах з розвинутою економікою венчурне підприємництво змінюються в процесі реалізації інноваційного проекту та може набувати різних форм, а саме:

1) «незалежні» малі венчурні фірми, що створюються за рахунок коштів інвестиційних компаній та «незалежних» венчурних фондів;

2) «внутрішні» венчурні відділи корпорацій створені у формі окремої підприємницької групи як самостійного венчурного підрозділу, що функціонують за рахунок внутрішньокорпоративного венчурного капіталу;

3) «зовнішні» венчури корпорацій, основною функцією яких є впровадження науково-технічних розробок у виробничий процес. Вони створюються за рахунок внутрішньокорпоративного венчурного капіталу та коштів «зовнішніх» (відкритих венчурних фондів).

**Незалежні малі венчурні фірми** – це фактично тимчасові утворення, що здійснюють розробки у наукоємній галузі, мають цільове спрямування та пов'язані з великим рівнем ризику. Ознаки діяльності незалежних інноваційних венчурних фірм:

- науково-дослідний вид діяльності (здійснення НДДКР, прикладних досліджень, наукових та технологічних розробок, пусконаладжувальних робіт, розробка програмного забезпечення);

- високий чи низький рівень технологій;

- тип нововведення (продуктові, комплексні, технологічні);

- інвестиційні перспективи, що поділяються на: низькопотенційні, високопотенційні та підприємства середнього ринку);

- тип ринку (функціонують на ринку у вигляді самостійного підприємства, що здійснює виробництво промислової продукції, виступає субпідрядником великих корпорацій, виробляє напівфабрикати та комплектуючі).

Такі фірми є невеликими за розмірами та складом (чисельність працівників становить 5 – 15 осіб) і їм притаманні неформальні зв'язки всередині організації.

**Внутрішні венчури** – це фактично підрозділи корпорацій, що діють тимчасово на засадах: цільового використання коштів, можливості вибору персоналу; юридичної та бюджетної самостійності. Внутрішній венчур підпорядкований материнській компанії, яка в свою чергу забезпечує його ресурсним, інфраструктурним забезпеченням. Як правило, внутрішній венчур має матричну структуру управління до складу якої входять: інженери, конструктори, проектувальники, спеціалісти з інформаційного обслуговування, менеджменту, маркетингу. Переваги внутрішнього венчура: тісно взаємодіє з материнською компанією; може одночасно організувати декілька венчурів, що займаються розробкою декількох програм цільового спрямування (той венчур, що переміг у конкурсі та має на меті забезпечення росту обсягів продаж, може бути реорганізованим в межах материнської компанії або просто підлягатиме продажу); найменш ризикова форма підприємництва для винахідника.

**Зовнішні венчури** створюють корпорації промислової галузі на умовах пайової участі за ініціативи винахідників, вчених чи групи фахівців. Основною метою їх діяльності є впровадження самостійно створених винаходів, розробок або забезпечення безперервного процесу здійснення НДДКР у вищих навчальних закладах, наукових установах, підприємствах.

Таким чином, венчурне підприємство, незалежно від того якою було обрано організаційно-правову форму в момент його створення, може мати статус малого чи інноваційного підприємства. В якості інноваційного підприємство виступає коли використовує інновацію, як основний інструмент досягнення цілей і обсяг його інноваційної продукції (продукту) перевищує 70 % його загального обсягу за звітний період. Венчурне підприємство є



малим, стає часткою малого підприємництва внаслідок освоєння нововведень і водночас виступає досить поширеною та ефективною формою господарювання. Мале підприємство набуває особливого значення, оскільки має ряд переваг: здатне швидко та оперативно реагувати на зміни зовнішнього середовища, надавати ринковій економіці гнучкості необхідній в сучасних умовах кризи, має високу організаційно-функціональну гнучкість, високий рівень конкуренції. З огляду на це, перспективи розвитку венчурних підприємств в якості малих є великими, що сприяє забезпеченню їх інноваційної активності, підтримці конкурентного середовища, особливо в галузі НТП.

### **Лекція 13. Фінансування венчурного підприємства на етапах життєвого циклу**

13.1. Загальні положення щодо венчурного фінансування.

13.2. Основні етапи венчурного фінансування.

13.3. Оцінювання економічної ефективності венчурного фінансування.

**Рекомендована література:** [1; 2; 3; 4; 26; 31; 39; 40; 53; 74; 79].

#### **13.1. Загальні положення щодо венчурного фінансування**

Інвестиції венчурного капіталу направляються або в акціонерний капітал в обмін на пакет акцій, або надаються у формі інвестиційного кредиту. На практиці часто зустрічається комбінована форма венчурного інвестування, при якій частина коштів вноситься в акціонерний капітал, а друга представляється у формі інвестиційного кредиту. Венчурний інвестор очікує, що менеджмент компанії використовуватиме його гроші в якості фінансового важеля (леверіджа) для забезпечення швидкого зростання і розвитку свого бізнесу. Інвестор та його представники беруть на себе лише фінансовий ризик. Всі інші ризики беруть на себе менеджери компанії.

**До основних характеристик венчурного фінансування можна віднести:**

- венчурний капітал є ризиковим та довгостроковим;

- до моменту ухвалення остаточного рішення про участь у венчурному фінансуванні конкретних ідей і розробок проводиться велика попередня робота щодо аналізу представленого бізнес-плану, вивчення рівня підготовки і особистих якостей підприємця, оцінки усіх ймовірних ризиків та можливих шляхів їх зменшення;

- інвестиції здійснюються у фірми, акції якої не обертаються у вільному продажі на фондовому ринку, а повністю розподілені між акціонерами – фізичними та юридичними особами.

**Існують такі основні умови венчурного фінансування:**

– венчурне підприємство повинно бути акціонерним або в процесі інвестування стати таким. Така умова обумовлена необхідністю забезпечення виходу інвесторів з проекту (підприємства), що визначається самим механізмом венчурного фінансування;

- як результат своєї діяльності підприємство повинно забезпечити зростання капіталу, а саме – власної ринкової вартості;
- наявність механізму продажу акцій (котирування акцій венчурного підприємства на фондовому ринку у майбутньому).

Як зазначають вітчизняні фахівці, до критеріїв вибору підприємства для фінансування серед інших належать також: досвід роботи підприємця в галузі, його взаємовідносини з постачальниками і споживачами, цілеспрямованість, спроможність управляти і контролювати діяльність підприємства протягом тривалого періоду часу, спроможність формувати й очолювати кадровий склад підприємства, відношення до ризику і невизначеності тощо. Адже, венчурні інвестори крім фінансової підтримки нової компанії забезпечують також експертизу нововведення і майбутніх ринків збуту, зрештою витрачають значний час на «виращування» нового підприємства.

**Як відомо, до основних джерел венчурного капіталу належать:**

- приватні інвестори;
- корпоративні венчурні інвестори;
- державні структури;
- пенсійні та благодійні фонди;
- страхові компанії;
- інвестиційні компанії малого бізнесу;
- зарубіжні інвестори;
- венчурні фонди (у випадку реінвестування їхнього прибутку);
- банки тощо.

Співвідношення зазначених джерел фінансування у кожному конкретному проекті може суттєво відрізнитись, що обумовлюється обсягами необхідних інвестицій, ризиковістю проекту, а отже, і необхідністю використання схеми співінвестування. Важливу роль тут відіграють і економічні особливості країни, у якій реалізується проект, його глобальне значення, важливість, тривалість тощо.

### **13.2. Основні етапи венчурного фінансування**

Українська асоціація венчурного бізнесу виділяє такі основні етапи венчурного фінансування за ступенем розвитку венчурної компанії:

- стартове (*Seed, Start-up*);
- в період розвитку компанії (*Early-Stage, Expansion*);
- при реалізації певної операції (*IPO, MBO*);
- інші.

Разом з тим, як визначено вище, існує життєвий цикл венчурного підприємства (проекту), який складається із таких основних етапів (розділ 3, частина 3.1): НДДКР; залучення інвестора; запуск; початкове зростання; прискорене зростання; стає зростання; зрілість; вихід інвестора.

На різних стадіях життєвого циклу венчурний капітал відіграє різну роль. Таким чином можна співставити основні етапи венчурного фінансування із життєвим циклом підприємства (проекту).

**Стартове фінансування** – найбільш ризикована форма вкладень. Даний вид фінансування реалізується на перших трьох етапах життєвого циклу венчурного підприємства чи проекту («НДДКР», «залучення інвестора», «запуск»). Стартове фінансування поділяється на дві групи: 1) *передстартове фінансування (Seed – «компанія для посіву»)* та 2) *стартове фінансування (Start-up)*.

Так, *передстартове фінансування (Seed)* реалізується на найперших стадіях підприємницької діяльності. Як правило, воно здійснюється ще до безпосереднього утворення підприємства та полягає у фінансовому забезпеченні: науково-дослідних робіт та робіт зі створення прототипу нового виробу і його патентного захисту (подання заявки на патентування, отримання патенту), маркетингових досліджень, розробки бізнес-плану, формування бізнес-пропозиції тощо.

Щодо *стартового фінансування (Start-up)*, то це - інвестування з метою забезпечення початку виробничої діяльності венчурного підприємства. Якщо попередній етап може фінансуватись з власних джерел розробників, то тут, як правило, залучається крупний або головний інвестор. Також передбачається, що в наявності вже є сконструйована продукція, сформований колектив менеджерів компанії, отримані результати маркетингових досліджень тощо.

Загалом, під час стартового фінансування інвестори надають кошти для завершення розроблення продукції, а також для первинного маркетингу, щоб підготуватись до комерційної діяльності.

**Фінансування в період розвитку**, як правило, передбачає, два види: 1) *«фінансування початкової стадії (Early-Stage)»*, що включає 4-й та 5-й етапи життєвого циклу венчурного підприємства («початкове зростання», «прискорене зростання») та 2) *«фінансування розширення» (Expansion)*, що включає 6-й та 7-й етапи життєвого циклу венчурного підприємства («стале зростання», «зрілість»).

*Фінансування початкової стадії (Early-Stage)* розраховане на надання допомоги невеликим підприємствам із значним потенціалом зростання. Як правило, вони не можуть забезпечити фінансування розвитку за рахунок кредиту у зв'язку з нездатністю гарантувати його повернення. Як зазначають фахівці, часто таким чином фінансуються фірми, що існують менше 3-х років і ще не одержують прибуток.

*Фінансування розширення (Expansion)* передбачає виділення коштів підприємствам з уже діючим виробництвом, що мають великий потенціал, для розширення та потребують значних фінансових вливань. На цій стадії венчурний капітал активно допомагає зміцнити організаційно-фінансову базу нововведення для його експансії. Під час такого фінансування також надаються кошти для збільшення обсягів продажу. Практика показала необхідність участі венчурного капіталу на цих етапах, особливо на етапі «сталого зростання». Це пояснюється тим, що в період зростання компанії до досягнення нею стадії «зрілості», необхідними є більші суми інвестиційних коштів, ніж на пізніших стадіях. Ці суми, як правило, значно перевищують суму всіх коштів, наявних у початкового засновника й інвестора фірми. Ці фінансові ресурси використовують з метою поповнення обігових коштів, подальшого розширення виробництва та вдосконалення нововведення.

**Фінансування певної операції** здійснюється як одноразова дія. На цій стадії венчурний капітал від активної участі у фінансуванні переходить до допомоги і сприяння. Надаються різні послуги, що дають змогу усунути труднощі, пов'язані з виходом нової фірми на ринок. Цю стадію

називають ще фінансуванням злиття, чи викупу. Кошти на даній стадії, як правило, виділяються на короткий термін і спрямовані для забезпечення виходу інвестора з проекту (8-й етап життєвого циклу) шляхом придбання підприємства його управлінським персоналом (*MBO*), стратегічного продажу (*Strategic sale*) чи публічного розміщення його акцій (*IPO*).

### 13.3. Оцінювання економічної ефективності венчурного фінансування

Аналіз прикладних та теоретичних джерел дозволяє запропонувати проведення економічного оцінювання ефективності фінансування венчурного проекту (венчурного фінансування) на основі наступної моделі (рис.2.2).

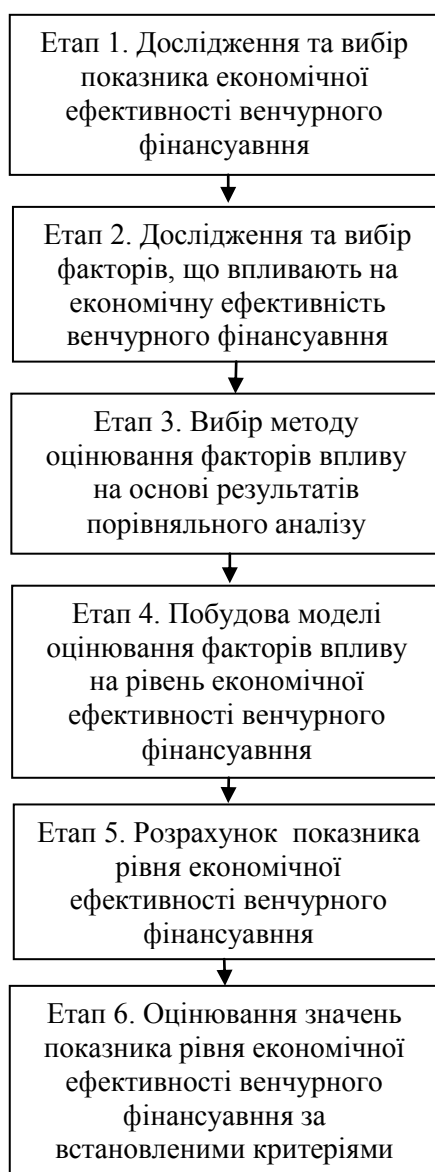


Рис. 2.2. Модель оцінювання економічної ефективності венчурного фінансування

**Етап 1.** Дослідження та вибір показника економічної ефективності. На даному етапі здійснюється визначення показника (системи показників), за яким є можливим оцінити ефективність венчурного фінансування, та встановлюються критерії його (показника/системи показників) оцінювання. Основним критерієм оцінювання ефективності венчурних проектів та доцільності вкладення коштів венчурними інвесторами є здатність майбутньої компанії швидко зростати. Очевидно, що фінансовий ризик венчурного інвестора може виправдати тільки відповідна винагорода, яка передбачає, що повернення на вкладений капітал буде значно вищим. Венчурні інвестори прагнуть бути впевненими, що можливі майбутні доходи від проекту будуть достатніми для покриття здійснених витрат.

В залежності від отриманих результатів за венчурним проектом та витрат на його фінансування можна виділити такі основні ефекти:

- економічний (економічний результат від реалізації інновацій та результат, врахований у фінансових показниках діяльності компанії);
- науково-технічний (новизна, корисність результату інновацій);
- соціальний (соціальні результати реалізації інновацій);
- екологічний (результати впливу інновацій на довкілля).

Венчурний інвестор отримує прибуток лише після завершення усіх етапів інвестування та продажу своєї частки у венчурній компанії. Для цього, очевидно, є необхідним досягнення венчурною компанією такого рівня ринкової вартості, який, як мінімум, перевищує початкові інвестиції та забезпечує очікувану величину прибутку. У випадку досягнення успіху компанією, відбувається, як правило, збільшення її вартості у кілька разів, порівняно з початковою до інвестицій вартістю, ризики з боку компанії та венчурного інвестора стають виправданими, і всі учасники отримують відповідну винагороду.

**Етап 2.** Дослідження та вибір факторів, що впливають на економічну ефективність. Складові моделі 3.2 слід розглядати у контексті часткових факторів, що будуть визначальними при їх оцінюванні. Тобто, необхідним є визначення та вибір тих чинників, які будуть найбільш відповідними та визначальними у кожному конкретному випадку, враховуючи також можливість їх виміру та оцінювання.

Розглянемо дані складові докладніше.

1) Щодо визначення величини ринкової вартості ( $V_1$ ), то її розрахунок здійснюється на основі ринкових котирувань цінних паперів венчурного підприємства в момент його продажу чи публічного виводу на ринок (IPO). На ринкове котирування акцій підприємств впливають чинники (приймемо за  $x_n$ ), які часто і не стосуються результатів виробничо-господарської діяльності підприємств. Як зазначають фахівці, до них можуть належати такі чинники як: структура і стан ринку, політична та економічна ситуації в країні, інфляційні очікування, участь підприємства у науково-технічних розробках, його конкурентні позиції тощо. Цікавим є підхід І.Литвин, згідно якого показники ефективності ( $x_n$ ) класифікуються за певними ознаками, такими як: рівень управління, на якому отримуються дані показники, середовище їх отримання, види інноваційних перетворень, сфери отриманої ефективності венчурної організації, ступінь взаємозв'язку з іншими показниками ефективності тощо.

Тобто, величина ринкової вартості ( $V_1$ ) представляє собою функціональну залежність від набору чинників впливу (2.1)

$$V_I = f(x_n) \quad (2.1),$$

де  $x_n$  –  $n$ -й чинник впливу на величину вартості венчурного підприємства у момент його продажу,  $n$  – кількість чинників, шт.;

2) Щодо визначення величини ризику венчурного фінансування ( $R_0$ ), то для її розрахунку необхідним є врахування деяких особливостей венчурного підприємництва. Так, придбаваючи акції венчурного підприємства в обмін на інвестовану суму, інвестори (фактично - акціонери) в кінцевому результаті розраховують на отримання прибутку в результаті реалізації даного венчурного підприємства. Щодо врахування ризиків, то необхідним є дослідження та вибір саме тих його видів ( $y_j$ ), які є найбільш впливовими для венчурного підприємництва загалом, та конкретного проекту зокрема. Тобто, величина ризику венчурного фінансування ( $R_0$ ), представляє собою функціональну залежність від набору відповідних чинників впливу (2.2)

$$R_0 = f(y_j) \quad (2.2),$$

де  $y_j$  –  $j$ -й чинник впливу на величину ризику венчурного фінансування у момент його здійснення,  $j$  – кількість чинників, шт.;

Таким чином моделі 2.1 та 2.2 можна представити у вигляді моделі 2.3:

$$E = \frac{V_1(x_n)}{R(y_j)} > 1 \rightarrow \max, \quad (2.3)$$

**Еман 3.** *Вибір методу оцінювання факторів впливу.* Метод дисконтування грошових потоків є найчастіше вживаним для оцінки інвестиційних проектів. Саме за допомогою ставки дисконтування є найбільш легко врахувати можливі економічні ризики реалізації венчурного проекту. Так, за словами практиків фінансового управління (*А. Стицюк – фінансовий директор корпорації ВАТ «Голден Телеком», М. Бабенко – старший аналітик інвестиційної компанії Millennium Capital у інтерв'ю журналу «Компаньйон»*), при інвестуванні прогнозування грошового потоку (результату) за певний період повинно здійснюватись одночасно із прогнозуванням ризиків, включених у ставку дисконту на цей же період.

До даного методу відносять розрахунок та аналіз таких загальновідомих показників як: чиста теперішня вартість (NPV), індекс прибутковості (PI), внутрішня норма доходності (IRR) та інші показники, що відображають специфіку даного проекту інвестування та інтереси учасників.

На наступному етапі (**Еман 4.** *Побудова моделі оцінювання*) повинна здійснюватись побудова моделі оцінювання ефективності венчурного фінансування на основі моделі 2.3 із врахуванням тих часткових чинників, які було виділено вище.

**Емани 5, 6** передбачають розрахунок значень показника ефективності за побудованою моделлю та його оцінювання за попередньо встановленими критеріями.

Загалом, венчурне фінансування є важливою умовою успішної інноваційної діяльності малих наукомістких фірм. Фахівці сходяться у думці, що господарський механізм вітчизняної економіки необхідно орієнтувати на активізацію фінансування інноваційної сфери загалом, та венчурної зокрема. Проте, з ціллю забезпечити об'єктивність оцінки ефективності венчурного фінансування необхідно, перш за все, забезпечити розвиток вітчизняного фондового ринку.

## **Лекція 14. Досвід формування венчурних компаній у світі**

14.1. Досвід компанії «Техінвест».

14.2. Досвід компанії «Apple Computer».

**Рекомендована література:** [46; 53; 93; 94; 95; 96].

### **14.1. Досвід компанії «Техінвест»**

Сучасний досвід розвитку венчурного інвестування в Україні можна розглянути через діяльність одного з найбільш успішних вітчизняних венчурних підприємств – компанії «ТЕХІНВЕСТ».

За роки своєї діяльності компанія «ТЕХІНВЕСТ» стала лідером у сфері комерціалізації технологій та довела привабливість венчурного бізнесу в Україні. За допомогою підтримки, яку надав холдинг «AVentures Group» на початку діяльності «ТЕХІНВЕСТУ», компанії вдалося протягом 2003-2006 років примножити інвестиції своїх партнерів у 2,5 рази.

ВК «ТЕХІНВЕСТ» була заснована в 2004 році талановитим інноваційним підприємцем-менеджером Сергієм Лобойко. Компанія «AVentures Group», яка має 10-річний досвід успішної роботи в українському бізнесі високих технологій, підтримала новостворену венчурну компанію «ТЕХІНВЕСТ» шляхом передачі їй своїх напрацювань в сфері венчурного бізнесу. Цей процес виявився досить довготривалим, що пов'язано зі специфікою інвестиційного бізнесу.

«ТЕХІНВЕСТ» досяг успіхів у побудові успішного міжнародного бізнесу на основі українських інновацій та талантів. Зокрема, була створена міжнародна ІТ-компанія «United Software Corporation», яка надає послуги з НДДКР та побудови центрів розробки для клієнтів із США, ЄС, Ізраїлю, а також здійснює розробку власних ІТ-продуктів. «USC Inc.», зареєстрована в 2004 році в Каліфорнії.

«USC Inc.» - перша українська ІТ - компанія, що одержала статус постачальника для компанії «IBM», а саме - здійснює НДДКР для дослідницького центра Т. Уотсона компанії «IBM». На думку експертів Швейцарії та США, розробки «USC» у сфері контролінгу за мінімізацією та ліквідацією ймовірних наслідків надзвичайних ситуацій та геоінформаційних систем є одними із провідних у світі. Одним з її клієнтів є компанія «Sonoria», яку очолює екс-віце-президент «Microsoft».

Венчурна компанія «ТЕХІНВЕСТ» разом з компанією «Draper Fisher Jurvetson» працюють над створенням венчурного фонду «DFJ Techinvest». «DFJ Techinvest» - перший на території України венчурний фонд, сфокусований на інвестуванні в хай-тек.

#### **Про компанію**

«ТЕХІНВЕСТ» - українська венчурна компанія, що має широку міжнародну мережу технологічних та інвестиційних партнерів та спеціалізується на інвестуванні на ранніх стадіях у побудову міжнародних технологічних компаній на основі українських інновацій і інженерних талантів.

Основне завдання компанії – розкривати справжню вартість українського високотехнологічного сектору та його потенціал виходу на глобальний ринок, шляхом здійснення венчурних інвестицій та надання менеджмент-консалтингової підтримки вітчизняним хай-тек компаніям з високим експортним потенціалом. Команда «ТЕХІНВЕСТа» досягла успіху в управлінні коштами приватних інвесторів, побудові успішних на міжнародному ринку сервісного та продуктового бізнесу.

Компанія «ТЕХІНВЕСТ» була визнана представником провідних міжнародних технологічних компаній та фондів, а у 2005 р. стала партнером венчурної компанії «Draper Fisher Jurvetson» (DFJ).

Основні функції компанії «ТЕХІНВЕСТ» у процесі венчурного співробітництва та просування проектів на міжнародному ринку:

- створення представницького офісу для реалізації проекту в США;
- формування успішної бізнес-стратегії розвитку створюваної міжнародної компанії;
- побудова легальної структури бізнесу;
- правильний захист інтелектуальної власності;
- організація ефективної на світовому ринку системи маркетингу і продажу;
- пошук великих інвестиційних партнерів для розвитку виробництва й збуту;
- пошук потенційних партнерів, клієнтів і керівників з міжнародним досвідом;
- розробка ефективної схеми організації виробництва.

Пріоритетними технологічними напрямками для пошуку перспективних проектів компанія визначає:

- інформаційно-комунікаційні технології;
- нанотехнології та розробка нових матеріалів;
- біо- і медичні технології;
- енергетичні технології.

Компанією «ТЕХІНВЕСТ» ще у 2005 році було прийнято рішення про продаж своєї частки венчурним капіталістам зарубіжних компаній. Внаслідок цього «ТЕХІНВЕСТ» отримала суму, яка в чотири рази перевищила розмір першочергових вкладень.

Пізніше компанією було сформовано ефективну систему венчурного інвестування, що включає наступні елементи:

- управління економічними ризиками;
- інформаційна мережа взаємодії із партнерами (міжнародна співпраця з інвестиційними та технологічними партнерами);
- прогнозування та моніторинг показників фінансового стану підприємств;
- пошук та відбір перспективних проектів, зокрема у тих технологічних сферах, що є пріоритетними для вітчизняної економіки (медицина, енергетичні та нанотехнології, інформаційні технології) тощо.

## **14.2. Досвід компанії «Apple Computer»**

Прикладом світового досвіду успішного становлення та стрімкого розвитку венчурного підприємства є історія компанії «Apple Computer».



Для компанії «Apple», яку називають легендою сучасної американської економіки, все почалося як зазвичай і буває - в гаражі. У березні 1976 року двоє молодих дуже енергійних інженерів Стів Возняк і Стів Джобс сконструювали комп'ютер, який підштовхнув їх до ідеї створення компанії з виробництва персональних комп'ютерів, розрахованих на масового покупця, а не тільки на великі корпоративні структури. Возняк працював у компанії «Hewlett-Packard», Джобс – у «Atari», а ночами вони збиралися в гаражі і продовжували створення Apple I.

Джобс займався пошуком потенційних клієнтів та інвесторів. Одним з перших, кому було запропоновано презентацію, та хто погодився на придбання комп'ютерів «Apple» був Поль Террел - власник найпершого в історії комп'ютерного магазину під назвою Byte Shop. Презентація заінтригувала Поля Террела, і на наступний день Террел пообіцяв придбати 50 комп'ютерів по 500 доларів за кожен. Террел поставив лише одну умову - його цікавили повністю зібрані комп'ютери.

Згодом інтенсивні пошуки інвестора для розробки комп'ютерів принесли свої плоди. Так, Нолан Бушнел, президент компанії «Atari», у якій працював Джобс, порадив юнакам звернутися до відомого підприємця та інвестора Дона Валентино, який у свою чергу познайомив їх з Армасом Кліффом Марккулою, який вже мав досвід вдалих операцій з пакетами акцій «Інтел» та «Fairchild Semiconductor». Марккула допоміг Джобсу скласти бізнес-план та сам інвестував у новонароджену компанію 92 000 доларів зі своїх особистих заощаджень і забезпечив для засновників кредитну лінію на 250 000 доларів у Bank of America.

3 січня 1977 року було офіційно зареєстровано фірму «Apple Computer», що в подальшому фактично, дало поштовх науково-технічній революції в галузі інформаційних технологій.

До найважливіших моментів історії розвитку фірми «Apple» належать п'ять, так званих, «етапів життєвого циклу «Apple»:

- 1) Ера С. Джобса,
- 2) Ера Д. Скаллі,
- 3) Ера М. Спіндлера,
- 4) Ера Г. Амеліо,
- 5) Ера «нового» С. Джобса.

Професійний менеджмент в компанії «Apple» був організований її засновниками - Стівом Джобсом і Стівом Возняком. Однак, останнє слово при прийнятті будь-яких рішень було завжди за С. Джобсом. Творча особистість Стіва Джобса перетворила «Apple Computer» в ту компанію, яку ми сьогодні бачимо - новаторська компанія, що йде завжди попереду в області інформаційних технологій.

До 1980 року компанія вже домінувала на комп'ютерному ринку, ставши провідним виробником персональних комп'ютерів. При перетворенні її в акціонерну компанію відкритого типу її акції миттєво розійшлися на фондовому ринку. Звичайно, були і прорахунки стосовно технічних параметрів та цінової політики, часом мали місце незграбні спроби зробити щось надзвичайне. Однак, витвір Джобса - комп'ютер Macintosh 1984 року буквально приголомшив весь світ своїм дизайном, конструкцією, а головне інтерфейсом.

Але згодом, його закрита архітектура не дозволила швидко відслідковувати зміну вимог до технічних параметрів персональних комп'ютерів (продуктивності, ємності накопичувачів інформації), і компанія почала швидко поступатися своїм ринком іншим виробникам ПК.

В травні 1985 року Джобса відсторонили від вирішення оперативних питань, а в вересні він покинув компанію, яку сам же і створив. Трохи раніше, на початку того ж 1985 року, компанію залишив другий її засновник - Стів Возняк. Таким чином, до кінця 1984 - початку 1985 року в компанії Apple закінчується перший етап організаційного розвитку - «ера С. Джобса» - і настає криза керівництва. Стів Джобс і Стів Возняк як творчі особистості зробили дуже багато в плані формування продукту компанії, але життя показало, що їм було не під силу впоратися з керуванням бізнесом, враховуючи всі нюанси поведінки сучасного ринку.

За часів «**ери Джона Скаллі**», який був призначений виконавчим директором компанії Apple ще в 1983, але зміг «розвернутися» тільки після звільнення з компанії С. Джобса, при прийнятті стратегічних рішень почав переважати управлінський підхід. Технічний розвиток комп'ютерів Apple, розвиток виробництва та збуту стало проводитися цілеспрямовано, орієнтуючись на конкретні потреби ринку. У Д. Скаллі був багатий досвід маркетингу, який він одержав, працюючи до приходу в Apple, в компанії PepsiCo. До 1987 року комп'ютер Apple знову став «гвіздом сезону». Однак, концентруючись на глобальних питаннях, Д. Скаллі випустив з уваги проблему внутрішньої ефективності діяльності компанії, як по лінії виробництва, так і по лінії управління. В результаті до 1990 року Apple підійшла з надзвичайно дорогими моделями комп'ютерів і надмірно роздутим управлінським штатом. Прагнучи підняти компанію на наступній хвилі науково - технічного розвитку, Д. Скаллі покладає на себе відповідальність за науково-дослідницький напрямок діяльності Apple, і в результаті з'являється електронна записна книжка Newton. Цей продукт, незважаючи на новизну та оригінальність ідеї, яку він повинен був втілити (розпізнавання рукописного введення інформації в режимі реального часу), на практиці виявився технічним та маркетинговим провалом Apple. Це було пов'язано з тим, що на ринок було винесено «незавершений» продукт. Він отримав цілу лавину критики, і в результаті ринок просто відкинув його. Ретроспективний аналіз показує, що до цього часу в Apple виникла інша організаційний криза - **криза автономії**.

Д. Скаллі створив управлінський апарат, в якому була дуже висока ступінь централізації всіх процесів прийняття рішення. Це було виправдано на перших етапах, коли слід було подолати кризу керівництва. Однак, за умов, коли істотно розширилася географія бізнесу Apple, виникла гостра потреба в нових технічних ідеях і рішеннях, в той час як новаторські ініціативи середніх і нижніх рівнів почали стримуватись верхніми. Ситуація з Newton висвітлила нову кризу в компанії. Так, у 1993 році Рада директорів Apple приймає рішення замінити Д. Скаллі на посаді виконавчого директора Майклом Спіндлером.

«**Ера М. Спіндлера**» в компанії Apple почалася із звільнення 2500 працівників, що було зроблено як перший крок на шляху до нової моделі низько-затратного бізнесу. Потім було організовано випуск недорогих моделей «Маков» для активізації «домашнього» ринку збуту (в США) і згладжування можливих «жорстких місць» при переході на виробництво вже розроблених до того часу нових перспективних моделей комп'ютерів лінії процесора PowerPC. Однак, скоротивши виробничі потужності і просуваючи на ринок нові перспективні моделі персональних комп'ютерів, М. Спіндлер, як виявилось, недооцінив можливого масштабу попиту на них, і компанія Apple у 1995 році виявилася неспроможною задовольнити всіх бажаючих купити її продукцію. Фортуна знову відвернулася від компанії. Стали очевидними втрати частки ринку не тільки настільних ПК, але і ноутбуків. Компанію почали залишати топ-менеджери. Останній квартал 1995 року виявився просто фінансової катастрофою. За цей

період втрати склали \$ 69 млн. У надії знизити ціни і збільшити обсяг продажів М. Спіндлер знову пішов на скорочення 1300 працівників компанії. Однак, уже була наявною нова криза - **криза контролю**, вийти з якої можна було тільки покращивши координацію та взаємодію всіх підрозділів компанії.

У лютому 1996 року М. Спіндлер відправляється у відставку, а пост виконавчого директора займає Гіл Амеліо. Відтак починається **«ера Г. Амеліо»**. Амеліо розуміє, що реструктуризація компанії з метою поліпшення координації її ланок займе досить тривалий час і що в процесі цієї реорганізації може відбутися істотне скорочення виробництва. Тому, щоб зберегти за комп'ютерами Apple частку ринку, він зважується на безпрецедентний в історії компанії крок - продаж ліцензій на виробництво комп'ютерів і використання операційної системи MacOS. Цей захід дає запланований ефект збереження і навіть збільшення на комп'ютерному ринку частки деяких моделей комп'ютерів. Але разом з тим, виникає і побічний ефект, який змушує світову громадськість заговорити про здатності компанії Apple вижити в сучасному світі. Якщо в 4-му кварталі 1996 року Apple оголосила про прибутки розміром \$ 25 млн., то вже в 1997 році за підсумками 1-го кварталу її втрати склали \$ 120 млн., за підсумками 2-го кварталу втрати були \$ 708 млн., до кінця 3-го кварталу втрати вдалося скоротити до \$ 56 млн., однак, в цілому 1997 рік був завершений з втратами в \$ 161 млн.

Гіл Амеліо визначив правильну стратегію розвитку компанії Apple в тих умовах, в яких вона опинилася: сконцентрувати всі зусилля на двох напрямках – 1) розробка принципово нового персонального комп'ютера, який би перемагав за своїми основними технічними параметрами моделі конкуруючих фірм і 2) створення принципово нової операційної системи. З приходом Гіла Амеліо будь-які розмови про можливий продаж Apple були припинені. Більш того, була придбана нова компанія Стіва Джобса NeXT. Це був дуже сильний хід. Стів Джобс зі своєю компанією дав Apple не тільки «свіжу кров» для нових технічних і технологічних рішень, що прискорило процес створення нових продуктів, але і по суті передав їй стратегічні контакти з провідними розробниками програмного забезпечення.

І у 1997р. рада директорів компанії Apple вирішила, що, враховуючи погані фінансові результати за 1997р. Гілу Амеліо необхідно покинути посаду виконавчого директора і тимчасово передати свої повноваження Стіву Джобсу, започатковуючи тим самим «еру «нового» С. Джобса».

## **Лекція 15. Принципи венчурної політики різних країн світу**

15.1. Історія формування венчурної політики в США.

15.2. Принципи формування венчурного підприємництва у Південній Кореї.

15.3. Особливості формування венчурного бізнесу в Японії.

15.4. Історія формування венчурної політики в Україні.

**Рекомендована література:** [1; 2; 7; 12; 23; 27; 44; 45; 46; 56; 61; 62; 65; 71; 75].

## **15.1. Історія формування венчурної політики в США**

Американське венчурне інвестування зародилося відразу після Другої світової війни на 30 років раніше, ніж в будь-якій іншій країні. Етапи в розвитку венчурного інвестування в США включають формування в 1946 році першої публічно торгує компанії (Американського Дослідження та Розвитку (ARD)), що спеціалізується на портфельному інвестуванні.

У 1958 р Конгрес, реагуючи на дослідження Федерального резервного банку 1957 р, які показали недолік активів для нових компаній, видав указ про створення Компанії інвестицій малого бізнесу (SBIC). SBICи – приватні корпорації, ліцензовані Управлінням малого бізнесу (SBA) з метою забезпечення нових компаній венчурним капіталом. SBICи могли використовувати як важіль свій приватний капітал при гарантії SBA. Таким чином, додаткові фонди, що стали доступними через гарантії SBA, перевищили розміри приватних інвестицій в 2-3 рази.

У 1992 р Конгрес реструктуризував програму SBICов, підписав Акт підвищення активів малого бізнесу з його вступом в силу в 1994 р. На додаток до виправлення безлічі структурних проблем в програмі Акт дозволяє SBICам відстрочити платіж накопичених витрат за рахунок боргових важелів, поки SBICи не досягнуть прибутку і доходу достатніх, щоб покрити витрати за рахунок приросту. В результаті ліцензування нових SBICов значно збільшилася. Між 1994 і 1998 р отримали ліцензії 138 нових SBICов з початковим приватним капіталом \$ 1,8 млрд.

За фінансової підтримки зі сторони венчурного капіталу отримали путівку в життя такі досягнення людства, як мікропроцесори, персональні комп'ютери, технологія рекомбінантних молекул ДНК (генна інженерія). Низка раніше невідомих фірм, таких як «Майкрософт», «Діджітл екуїпмент», «Джінентек» піднялися на «дріжджах» венчурного капіталу до рівня лідерів нових галузей сучасного наукоємного виробництва.

### **Законодавча база та особливості.**

Сполучені Штати мають найбільш успішну індустрію венчурного капіталу в значній мірі через сильну підприємницьку культури, яка дозволяє менеджерам брати на себе відповідальність в компаніях за рахунок передачі їм у власність частини акцій останніх. Крім того, США, на відміну від багатьох європейських і азійських країн, мають добре розвинені і ліквідні ринки цінних паперів, що є дуже важливим для індустрії венчурного капіталу, тому що ризикові інвестори і індивідуальні підприємці повинні мати механізм виходу для реалізації прибутку. Венчурний бізнес Америки також вирає від готового виходу на інституційне фінансування, щодо гнучкого трудового ринку, який дозволяє компаніям наймати і звільняти робітників легше, ніж можуть європейські і азійські компанії, законів про банкрутство, які не забороняють потерпілим невдачу підприємцям засновувати іншу компанію, податкової системи, яка, в основному, дозволяє підприємцям зберігати більш високий відсоток від прибутку, ніж їх європейськими й азійським колегам, сильної інтелектуальної захист прав власності, кращих міжнародних ділових шкіл та орієнтованої на якість ділової культури, яка спрямовує капітал до хорошим ідеям зазвичай без відношення до «родоводу» підприємця. Американські підприємці також мають перевагу за рахунок відносно близьких зв'язків між університетами, урядовими лабораторіями та приватними компаніями.

**Прямі державні інвестиції в малі підприємства (США).** У кінці 1950-х рр. американський уряд створив інститут SBA (Small Business Administration). Конгрес США прийняв закон про інвестиції в малий бізнес, згідно з яким інноваційний проект, схвалений

SBA, міг одержати державну позику на пільгових умовах. Усім федеральним агентствам, бюджет яких на наукові дослідження і розробки перевищував 100 млн дол. США, законодавчо була закріплена обов'язкова участь у програмі SBIR (Small Business Innovative Research). У рамках програми агентства відраховують кошти на НДДКР. Так, у 1992 р. федеральні агентства направляли 1,25% від своїх бюджетів на НДДКР на підтримку малого бізнесу; у 1993-1994 рр. - 1,5%; у 1995-1996 рр. - 2%; з 1997 р. - 2,5%.

SBIR покликана полегшити малому бізнесу знаходження початкового капіталу, допомогти йому брати участь у НДДКР, які фінансуються урядом. У цій програмі держава виступає свого роду бізнес-ангелом, вкладаючи через свої федеральні агентства кошти на початковій стадії високоризикових проєктів. Програма складається з трьох етапів. На першому фірми повинні продемонструвати можливість запропонованого ними нововведення задовольнити (заздалегідь оголошені) потреби відомства. Обсяг фінансування на цьому етапі не перевищує 100 тис. дол. США. Під час другого етапу фірма повинна створити прототип виробу (фінансування - 750 тис. дол.). На третьому етапі відбувається комерціалізація продукту, державне фінансування вже не надається.

## **15.2. Принципи формування венчурного підприємництва у Південній Кореї**

Уряд Південної Кореї довго підтримував високі бар'єри до входу і виходу і обгороджувало неконкурентоспроможні компанії від ринкових сил. Наявність впливових конгломератів «chaebol» обмежує просування країни в бік ринкових змін. Однак уряд Південної Кореї визнав роль, яку відіграє іноземний венчурний капітал в створенні нових компаній з високими технологіями. Слідуючи цьому розумінню, уряд Кореї запустив перші чотири фірми венчурного капіталу в період з 1974 по 1984 рік для того, щоб спробувати комерціалізувати технології, розвинені фінансуються державою науково дослідними інститутами. Хоча перші фірми венчурного капіталу мали різний успіх, до початку 1990х років в Південній Кореї функціонувало 60 незалежних фірм венчурного капіталу. Між 1987 і 1997 р Ризикові капіталісти Південної Кореї вклали приблизно \$ 1 мільярд в 1891 фірму, три чверті з яких виробляли комунікації і електроніку. На початку 1998 р уряд оголосив, що інвестує \$ 620 мільйонів для часткового фінансування 2000 підтриманих венчурним капіталом фірм

Незважаючи на прогрес, якого досягла Південна Корея в створенні індустрії венчурного інвестування, корейські високотехнологічні фірми виявилися менш інноваційним, ніж їх тайванські аналоги, частково таке становище склалося за рахунок репресивного присутності «chaebol», які домінують в більшості секторів економіки. Незважаючи на те, що число фірм з венчурним капіталом збільшується, їх прибутковість зменшується, зокрема, через нестачу організаторського досвіду в управлінні приватними компаніями. Крім того, Південній Кореї необхідно розвивати культуру відкритого фондового ринку. В середньому компаніям Південної Кореї, підтриманим венчурним капіталом, потрібно близько 10 років, щоб бути внесеними до лістингу Асоціації автоматичного квотування дилерів фондового ринку Кореї (KOSDAQ), корейського еквівалента ринку NASDAQ для малих компаній. (Третина компаній, що котируються в KOSDAQ, - фірми з венчурним капіталом.) Більшість компаній також шукає додаткову кредитоспроможність, яка виникає при переході з лістингу в KOSDAQ в лістинг

більшої Фондової біржі Кореї (Korea Stock Exchange). Отже, KOSDAQ відчуває нестачу ліквідності, яка створює труднощі для венчурних капіталістів при продажу частки в портфельних компаніях, які торгуються на меншому ринку.

Не так давно Корейська технологічний банк і Корейський банк розвитку сформували технологічний «фонд фондів» і вклали його кошти в американські венчурні фонди. Далі події почали розвиватися по сінгапурської моделі.

**Законодавча база Південної Кореї.** В кінці 90-х, відмовившись від системи «п'ятирічок», уряд країни задумалося про залучення іноземного капіталу і створення більш привабливого інвестиційного клімату. Прийнятий в 1998 році закон «Про заохочення іноземних інвестицій» чимало цьому сприяв: податкові пільги, гранти та підтримка з боку держави повинні були стати хорошою мотивацією для зарубіжних інвесторів.

Південна Корея не прорахувалася - до кінця нульових обсяг іноземних капіталовкладень збільшився до \$ 89 млрд. Ця тенденція зберігається і зараз, тим більше що вкладаються не тільки іноземні гроші, а й інтелектуальна власність.

Ключова ініціатива – перехід фінансової структури малого бізнесу від позик до інвестицій. І саме інвесторів чекають податкові послаблення. Щоб збільшити частку капіталовкладень з приватних компаній, нововведення в податковій системі підвищують податкові відрахування до 50 мільйонів вон (близько 45 тисяч доларів). А компанії, що інвестують в стартапи з високим ризиком, включаючи ті, що молодші трьох років, отримують податкові канікули.

Ще одним кроком до залучення в країну іноземних підприємців та власників інноваційної ідеєю стала візова програма. У 2014 році була видана перша стартап-віза громадянину США корейського походження, який в даний момент успішно керує двома компаніями.

Крім того, що недавно вступили в силу податкові поступки для ризикових інвесторів підняли верхню межу іноземних інвестицій і вперше дозволили пенсійним фондам країни вкладати капітал у венчурні підприємства

**Фінансування стартапів в Південній Кореї.** Південна Корея прагне нарощувати свою присутність на світовому ринку завдяки створенню багатогранної венчурної екосистеми.

KOISRA Seed Partners - один з ключових венчурних фондів Південної Кореї, присутній на ринку вже десятиліття і має надійну репутацію. Сьогодні KOISRA Seed Partners вкладає в стартапи більше 30 мільйонів доларів щорічно. Сфера інтересів фонду: хмарні обчислення, великі дані (bigdata), 3D-друк, кібербезпека і біотехнології.

Capstone - венчурний фонд, який діє з 2008 року і встиг профінансувати майже сотню успішних стартапів. Левова частка портфеля призначена творцям ігор, також високі шанси на інвестиції мають оригінальні інтернет-сервіси.

Strong Ventures - молода компанія, яка співпрацює зі стартапами початкової стадії. Пропонує підприємцям інвестиції від десяти до двохсот тисяч доларів в обмін на володіння часткою компанії (від 1% до 30%). Strong Ventures охоче вкладається в мобільний софт і Фінтех концепти: додатки для грошових переказів, портали для краудфандінга, інструменти онлайн-кредитування.

CCVC - венчурний фонд і акселератор, який активно взаємодіє зі стартапами на посівний або ранній стадії розвитку. CCVC цікавиться софтом і ІТ-сферою. Фонд допоміг вирости десяткам стартапів, починаючи від мобільних ігор і майданчиків для онлайн-шопінгу і

закінчуючи проектами, пов'язаними з інтернетом речей (Internet of Thing) і великими даними (big data).

Altos Ventures - венчурний фонд, який вважає за краще працювати з проектами, які перебувають на рівні ідеї. Команда фонду вибрала інтенсивний шлях розвитку - фінансувати невелика кількість стартапів, але великими сумами.

Smilegate Investment - венчурне відгалуження ігрового гіганта Smilegate. Компанія спонсорує або набуває перспективних гравців на ринку цифрового контенту: онлайн-ігор і додатків.

SL Investment - в цей фонд можуть звернутися за інвестиціями стартапи на всіх стадіях розвитку. SL Investment орієнтується на біотехнології, мобільний бізнес і споживчі товари нового покоління.

Акселеративні програми:

Kstartup - великий стартап-акселератор Південної Кореї, що надає починаючим підприємцям семінари, освітні курси, участь в виставках і рекомендації по залученню інвесторів.

Samsung Accelerator - інноваційне підрозділ Samsung, інвестує початківці проекти.

### **15.3. Особливості формування венчурного бізнесу в Японії**

Розглянемо японський венчурний бізнес. У світі все ще «живі» стереотипи про японське економічне диво, яке спостерігалось у 60-х – 70-х роках минулого століття, про дуже потужну економіку країни. Піднесення венчурного бізнесу в США та Європі припало на 1990-2000 роки, які для Японії були найбільш проблемними в економіці. Друга в світі японська економіка в ці роки демонструвала ВВП від 2,8 до 3,2 трлн. дол. США, але венчурний капітал, інвестований в Японію, як довели дослідники Йонекура та Линські, становив непомітні 4-6 млрд. дол. США (близько 0,03% від ВВП). Оскільки стимулом для венчурних інвестицій є інноваційні ідеї, а Японія з її консервативними управлінськими традиціями переважно більшість таких ідей імпортує, то їй не виникає потреби в появі конкурентних інновацій і потреби щось змінювати. Механізм державного регулювання в Японії включає такі види пільг:

1) податковий кредит: 20% витрат на приріст НДДКР (але не більше як 10% від загальної суми податкових зобов'язань);

2) пільговий податок на прибуток венчурних підприємств: звичайний податок 42%, а у венчурних фірм – 30%;

3) отримання субсидій з державних фондів: до 2 млн ієн;

4) пільгові кредити венчурним фондам: 5 – 6 % річних;

5) урядова організація гарантує повернення фінансових коштів, які були вкладені у венчурних бізнес.

Відомий економіст І.Накатані визнав, що японське суспільство вже оцінюється за кордоном у тому сенсі, що в країні «немає ні демократії, ні ринкової економіки». Він визнавав: «Якщо б не було Заходу – першопрохідця, ні японські, ні азійські економічні досягнення не були б можливими». Швидше за все, така вільна бізнесова форма інвестування інновацій як венчурний бізнес нескоро потужно проявить себе в Японії. Підтвердженням цьому є останній

проект «Нової стратегії економічного зростання...», де венчурному інвестуванню не приділено жодної уваги. Японія розвиватиметься за своїми традиціями.

У Японії в 1998 р. діяло понад 200 компаній венчурного капіталу, які могли надавати як кредити, так і безпосередньо інвестиції акціонерного капіталу у венчурні підприємства. Кількість таких компаній збільшилась більш ніж у 4 рази за останнє десятиріччя XX ст., хоч питома вага компаній венчурного капіталу у фінансуванні венчурного бізнесу незначна. Більшість із них існує менше 10 років і лише частина з них є незалежними, а 70% — підпорядковані материнським компаніям. Переважна кількість членів ради директорів цих компаній раніше працювала у фінансових закладах і не мала досвіду наукової діяльності. Тому таким венчурним інвесторам бракує досвіду експертизи для інвестування в малі інноваційні фірми на ранніх етапах, вони зосереджують зусилля на пізніших. Низький рівень інвестицій у проекти на ранніх етапах пояснюється також тим, що компанії венчурного капіталу здебільшого — дочірні підприємства традиційно консервативних фінансових інститутів.

У Японії швидко поширилась така форма венчурного фінансування, як партнерські фонди, які формуються із внесків фінансових органів (банків, страхових компаній), промислових монополій, індивідуальних інвесторів і компаній венчурного капіталу. Ініціаторами створення партнерств виступають брокерські фірми, тобто компанії, що здійснюють операції з цінними паперами «сйокен гайся». Для того, щоб мати можливість продати свої акції, венчурні підприємства повинні надати «сйокен гайся» відомості, які містять дані, що розкривають різні сторони їхньої діяльності, у тому числі технічні комерційні таємниці. У цих брокерських фірмах існують спеціальні відділи, що аналізують повідомлення (але при цьому гарантується збереження комерційної таємниці). Відібравши перспективні підприємства, «сйокен гайся» приступають до організації партнерства і рекомендують різним банкам, монополіям, страховим фірмам купувати акції цих підприємств.

В якості одного з найбільш урбанізованих і інтелектуальних країн світу, Японія може виступати в якості світового лідера по відношенню до потреб розвитку, інфраструктури та екологічно чистих технологій, пов'язаних з урбанізацією - і одночасно створювати нові конкурентоспроможні ноу-хау і технології для Японії. За даними McKinsey, інвестиції в інфраструктуру і її будівництво в Південній Азії в поєднанні складе 3,3 трильйона доларів США до 2030 року.

Полегшення японським венчурним підприємствам умов виходу на ринок цінних паперів привело до скорочення терміну від початку діяльності підприємств до публічного продажу акцій. Це означає прискорення обороту капіталу і, врешті-решт, більш швидке повернення вкладених коштів. Ось чому в останні роки значно посилюється інтерес до фінансування венчурних підприємств не тільки з боку венчурного капіталу, але і японських банків.

З метою зменшення венчурним підприємствам фінансового тягаря деякі банки Японії використовують систему «подвійних ставок». Протягом певного періоду після надання кредиту вони збирають з венчурів незначний процент, а потім відповідно до освоєння підприємством цих коштів піднімають процент до звичайного рівня. Слід зазначити, що підвищений інтерес японських банків до фінансування венчурного бізнесу не означає, що кредит може отримати будь-яке венчурне підприємство. Перед тим як надати кредит, банки проводять ретельну перевірку стану їхніх справ, а коли надають його, то здійснюють контроль за діяльністю підприємств, консультують з питань фінансування і управління. Японська система



фінансування венчурного бізнесу має свої особливості. Так, кошти надаються насамперед тим підприємствам, які вже пройшли найтяжчий етап у своєму розвитку — етап становлення.

Фонди сприяння розвитку венчурних підприємств створені в більшості префектур Японії органами місцевого самоврядування. Їхнє завдання — надання пільгових кредитів венчурним, а також середнім підприємствам, які перепрофільовуються на нову сферу діяльності. Для відбору відповідних підприємств як консультанти залучаються спеціалісти і викладачі місцевих університетів. Але ринок венчурного капіталу в Японії становить лише 4—5 % від обсягу американського ринку, а кількість компаній венчурного капіталу на порядок менша ніж у США.

#### **15.4. Історія формування венчурної політики в Україні**

Загалом, початком формування інститутів венчурного фінансування і розвитку венчурного бізнесу в Україні вважають 1992р., хоча «повноцінна» діяльність фондів венчурного інвестування фактично стала можливою після прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» у 2001 р.

У травні 1998 року в Україні за пропозицією Європейської асоціації венчурного капіталу (EVCA) при Українській Асоціації Інвестиційного Бізнесу (УАІБ) відкрито секцію венчурного капіталу, основне завдання якої - сприяти розвитку венчурного інвестування в Україні.

Зазначений вище закон України «Про інститути спільного інвестування» при його формуванні не передбачав розкриття питань про венчурні фонди. Тому, поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого: у нас це специфічний інститут спільного інвестування (ІСІ), правила формування, існування та закриття якого вмонтовані у загальні правила діяльності ІСІ та компаній з управління активами.

Першим вітчизняним фондом венчурного капіталу став Фонд прямих інвестицій «Україна», який здійснив інвестиції в 30 вітчизняних компаній на суму близько 10 млн. дол. США. Велика частка інвестування цим фондом здійснювалась за рахунок фінансової підтримки ЄБРР. Згодом були створені ще декілька венчурних фондів, до найуспішніших з них можна віднести фонд прямого інвестування Western NIS Enterprise Fund (утворений у 1995р.) і SigmaBleyzer (1994р.).

У березні 2004 року як правонаступник експортно-орієнтованого венчурного бізнесу компанії AVentures була створена венчурна компанія «ТЕХІНВЕСТ», яка має тривалий досвід успішної роботи в українському хай-тек бізнесі, про що йтиметься нижче.

Функцію венчурних капіталістів в Україні виконують компанії з управління активами (КУА), які на відміну від інших країн створюються, як правило, середніми інвесторами, але далі інвестиційний бізнес повинен розвиватись, обслуговуючи переважно залучені кошти. Серед діючих на вітчизняному ринку КУА багато іноземних компаній, створених крупними міжнародними фондами. Серед найвідоміших є такі як: «Tiger Asset Management», «Dragon Capital», «Актив», група «Concord» тощо.

Загалом, форми венчурного інвестування достатньо різноманітні, але специфіка українського постприватизаційного акціонерного капіталу диктує переважання інвестиційного кредиту – від вкладень в спеціально випущені під проект облігації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди.

Варто зазначити, що український ринок венчурного інвестування істотно відрізняється від іноземних ринків. На світовому ринку основними сферами інвестування венчурного капіталу є виробництво напівпровідників, електронних новинок, комп'ютерної техніки, біотехнологій, інформаційної безпеки, генної інженерії та ряд інших. В перспективі знаходиться розробка нанотехнологій. Найпривабливішими сферами для інвестицій в Україні є будівництво, переробка сільськогосподарської продукції, харчова промисловість, роздрібна торгівля. Така галузева дискримінація властива для України, тому що ці галузі є привабливими, розповсюдженими та мало ризиковими в нашій країні, на відміну від країн ЄС і США, де венчурні інвестиції здійснюються в інноваційні галузі промисловості.

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, швидкий ріст 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.

Специфіка українського ринку та робота на ньому венчурних фондів спрямовує венчурне інвестування в Україні усе далі від прийнятих у світовій практиці основ цього бізнесу.

### **Моделі венчурного інноваційного проектування.**

Модель розвитку інвестиційної діяльності, яка побудована на венчурному бізнесі як окремому виді підприємництва, є необхідною для успішного розвитку економіки України і поступу всього суспільства. Однак вона вимагає ряд передумов, зокрема законодавчого врегулювання венчурного бізнесу, наявності певної кількості інвесторів із достатнім обсягом капіталу, які зможуть стати суб'єктами венчурної діяльності.

Загалом, форми венчурного інвестування достатньо різноманітні, але специфіка українського постприватизаційного акціонерного капіталу диктує переважання інвестиційного кредиту – від вкладень в спеціально випущені під проект облігації до прямого інвестиційного кредитування через венчурні фонди.

Для України, на мій погляд, американська модель венчурного бізнесу є найбільш прийнятною. Для неї характерним є високий рівень ризику, що відрізняє її від більш поширених механізмів підтримки бізнес-проектів, таких як, наприклад, інвестування в цінні папери або банківські кредити.

**Законодавча база та особливості.** Сам термін «венчурний бізнес» уже протягом кількох років зустрічається в низці законодавчих актів України, зокрема в Рішенні Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку від 8 січня 2002 р. № 8 та 9, постанові Верховної Ради «Про дотримання законодавства щодо розвитку науково-технічного потенціалу та інноваційної діяльності в Україні» від 16 червня 2004 р., проте досі не дано визначення суті, функцій, принципів діяльності саме венчурних фондів і венчурних фірм. Актуальність і необхідність розвитку цих інститутів, зокрема, зазначена в Програмі діяльності Кабінету Міністрів «Назустріч людям».

Уперше на законотворчому рівні функціонування венчурних фондів було передбачено Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні

фонди)”. Проте в цьому законі йдеться лише про інвестиційні фонди, які проводять діяльність, пов’язану з об’єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів із метою отримання прибутку від *вкладення їх у цінні папери* інших емітентів, корпоративні права та нерухомість, тобто інвестиції в уже існуючий бізнес, або нерухомість.

Питання венчурного фінансування також не вирішує і Закон України «Про інноваційну діяльність». Зокрема, передбачена лише процедура фінансової підтримки Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг, яка здійснюється за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки тощо.

Слід зазначити, що на сьогодні повністю запроваджена процедура ліцензування компаній з управління активами ІСІ. Державною комісією регулювання ринку цінних паперів та фондового ринку протягом 2003 р. видано 27 ліцензій на здійснення діяльності з управління активами інститутів спільного інвестування. В Єдиному державному реєстрі інститутів спільного інвестування зареєстровано 32 інститути спільного інвестування, з яких 22 венчурні фонди.

Законом про ІСІ також передбачено, що відкриті інвестиційні та відкриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені відповідно до Указу Президента України “Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії”, зобов’язані ліквідуватися або привести свою діяльність у відповідність до вимог законодавства протягом двох років.

### **Венчурні фонди в Україні.**

Об’єктами інвестування більшості з тих небагатьох класичних венчурних фондів, які зареєстровані в Україні, є ІТ-проекти: обсяг інвестицій в цей сектор зростає на 40-50% в рік. Обсяг венчурних інвестицій в українські проекти в 2012 році склав не менше \$ 100 млн, в 2013 році вкладення можуть вирости до \$ 150 млн. Тільки за останні кілька років в Україні були створені такі локальні венчурні фонди, як AVentures Capital, Chernovetskyi Investment Group, Dekarta Capital, TA Venture, Vostok Ventures, які зараз є основними інвестиційними гравцями на ринку стартапів. Більшість з них вкладають кошти в інноваційні стартапи в сфері WEB 2.0., причому не тільки в Україні, але і в країнах СНД, Європи і США.

На відміну від ІТ індустрії, венчурний бізнес в Україні в цілому має деякі проблеми. Зокрема, в якості підсумку особливості і складності освіти моделі венчурного фінансування, характерного для нашої країни, можна визначити:

1. Схильністю з боку державної політики і приватних інвесторів зменшувати власні ризики за рахунок бюджетних коштів.
2. Переважанням державного фінансування проектів (низької якості), які знаходяться на перших стадіях розвитку.
3. Відсутність якісної інфраструктури для розвитку проектів.
4. Зародження індустрії кадрів - фахівців, які вміють не тільки керувати венчурними проектами, але і визначати передумови їх розвитку з плином часу.

Таким чином проаналізувавши зарубіжний досвід стимулювання венчурної діяльності, приходимо до висновку про те, що Україні потрібна змішана програма, яка представляє собою симбіоз програм SBIR і Yozma. Це означає доцільності надання державою позик на пільгових умовах малим технологічним фірмам на стадії «посіву». На стадії зростання - інвестування

державою венчурних фондів. Варіанти можуть бути різні: від створення фондів із 100% державним участю в організації змішаних, або гібридних фондів.

Держава повинна не тільки брати участь у фінансуванні нововведень, але і створювати умови для поступового розвитку інноваційної економіки. Венчурне інвестування виступає одним з ключових напрямків інноваційно-інвестиційної політики України.

Венчурний бізнес в Україні не може похвалитися значним ступенем розвитку. Для українського венчурного бізнесу існує ряд проблем. У їх числі такі нюанси, як ступінь впливу світової венчурного бізнесу, вимоги до компаній-претендентів венчурних інвестицій, проблеми венчурного інвестування на вітчизняному ринку і основна проблема - відсутність законодавства, яке регулює подібну діяльність.

## **Лекція 16. Законодавчі аспекти розвитку венчурного бізнесу в Україні**

**Рекомендована література:** [33; 34; 35; 68].

Ретроспективний аналіз досвіду функціонування венчурного бізнесу в Україні свідчить, що, існуюча потенційна можливість здійснення за допомогою венчурних фондів інвестування в компанії чи інноваційні проекти з високим ступенем ризику, пільги з боку вітчизняного законодавства (зокрема у формі звільнення венчурних інвестиційних фондів від сплати податків), на відміну від звичайної системи оподаткування що діє для інших типів фондів, все це загалом характеризує венчурне фінансування як альтернативний та ефективний напрямок вкладення власних коштів. До того ж законодавством України не встановлено обмежень щодо структури та складу активів венчурного фонду. При цьому, він має право інвестувати власні кошти в акції, або інші цінні папери в ризикові компанії, надавати позики під певний відсоток компаніям, часткою корпоративних прав яких володіє. Жодних обмежень також не існує щодо кількості учасників та інвесторів венчурного фонду, участь яких у реалізації ризикових проектів є привабливою ще й тому, що звільняє від багатьох податкових зобов'язань.

Кошти, отримані від емісії цінних паперів, і прибуток венчурного фонду (операції із цінними паперами, дивіденди, нараховані на акції, і відсотки по облігаціях, операції з нерухомістю) не обкладають податком на прибуток, а реінвестування відстрочених податкових платежів інвесторів дозволяє підвищити прибутковість фонду, що в свою чергу зумовлює зростання доходів інвесторів.

Всі ці можливості дають змогу венчурним фондам виступати ефективним фінансовим інструментом як для великих транснаціональних компаній так і окремих приватних інвесторів.

Інвестор, що вкладає власні кошти у створення венчурного фонду може:

- 1) здійснювати поетапний контроль за цільовим використанням коштів на кожній стадії життєвого циклу;
- 2) залучати інвестиції вітчизняних інвесторів з метою реалізації спільних проектів та збільшення активів фонду;

3) залучати кошти іноземних інвесторів для реалізації власних інвестиційних проектів. У випадку залучення таких коштів через інвестиційний фонд виникає можливість уникнення складних юридичних процедур державної реєстрації іноземних інвестицій.

4) розподіляти кошти між компаніями або проектами шляхом укладення договорів фінансової допомоги та використовувати спрощену систему управління фінансовими потоками;

5) збільшувати та водночас економити свої обігові кошти завдяки уникненню «проміжного» оподаткування проектів.

Якщо інвестор одночасно виступає венчурним інвестором та є юридичною особою, тоді основним завданням його діяльності є оптимізація грошових потоків та венчурне інвестування. Венчурні інвестори виділяють ресурси для інвестування пайового фонду через найменше втручання з боку держави, виступаючи гнучким та ефективним інструментом венчурного інвестування. Венчурний інвестор має також право звернутись до КУА з проханням створення індивідуального фонду, що відповідатиме його вимогам.

Інвестор, що є фізичною особою (портфельні інвестори), має на меті отримання прибутку та вкладення коштів у корпоративний фонд відкритого типу, для якого притаманна найбільша ступінь захисту прав інвесторів.

Зовсім недавно в українському законодавстві практично були відсутні нормативні акти, що б регулювали діяльність венчурних фондів і компаній. Зараз в Україні ситуація змінилася, оскільки діяльність венчурного підприємництва починає регулюватись законами *«Про основи державної політики в сфері науки і науково-технічної діяльності»*, *«Про охорону прав на промислові зразки»*, *«Про охорону прав на винаходи і корисні моделі»*, постановою Кабінету міністрів України *«Про створення Державного інноваційного фонду»* та *«Про створення Державного фонду сприяння конверсії»*. Важливої уваги заслуговує розпорядження Президента України *«Питання створення технопарків та інноваційних структур малого бізнесу»*, а також те, що держкомітет з питань науки і технології створив *«Фонд фундаментальних досліджень і науково-технічних програм»*, а при держкомітеті по сприянню малим підприємствам і підприємництву сформований *«Український національний фонд підтримки підприємництва»* (однією з його функцій є підтримка розвитку інноваційної діяльності на підприємствах недержавної форми власності).

15 березня 2001 р. був прийнятий закон України *«Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»*. В даному законі вперше було сформовано визначення «венчурного фонду». При формуванні основних положень автори закону в першу чергу прагнули створити вітчизняну інфраструктуру фондів приватного капіталу і венчурних інвестицій, що сприяло б інвестиційному розвитку та розширило би можливості доступу підприємств до різних джерел фінансування.

Передумовою створення Закону України *«Про інститути спільного інвестування»* також є можливість для великих українських компаній залучити кошти з офшорів та легалізувати їх як внутрішні інвестиції.

У світовій практиці дуже складно знайти термін «венчурний фонд» визначений законодавчо на рівні законодавчих актів. Разом з тим, роль венчурних фондів на ринку капіталу у багатьох країнах є значною, що зумовлено її стрімким розвитком протягом багатьох століть.

В законодавстві України венчурний фонд – це інститут спільного інвестування закритого типу, недиверсифікованого виду, що здійснює винятково приватне розміщення цінних паперів власного випуску й активи якого більш ніж на 50 % складаються з корпоративних прав і цінних

паперів, не допущених до торгів на фондовій біржі або в торгово-інформаційній системі. Для управління активами венчурного фонду залучається окрема структура – Компанія з управління активами, що згідно вітчизняного законодавства наділена даними повноваженнями.

Інвестор свідомо йде на ризик, беручи участь у венчурному бізнесі, в обмін на це проінвестований ним венчурний фонд отримує з боку держави певні податкові пільги, спрощену звітність та звільнення від численних нормативних обмежень, характерні для діяльності інвестиційних фондів інших типів. Крім того, структуру та склад активів венчурного фонду мають право визначати лише його учасники. Все це зумовлює появу нових венчурних фондів в Україні.

Порівняно з іншими інститутами спільного інвестування (інвестиційними фондами) венчурні фонди мають певну специфіку. Перш за все вони є **закритими**, тобто, створюються лише для обмеженого числа інвесторів, працюють з високо ризиковими проектами та зобов'язуються викуповувати емітовані ними цінні папери лише при ліквідації чи реорганізації. Ці фонди мають в своїх активах більш як 50 % цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торгівельно-інформаційній системі. Венчурні фонди функціонують певний строк, розмір якого залежить від емісії цінних паперів, по завершенню якого він ліквідується або реорганізується. Протягом всього періоду існування венчурні фонди можуть нараховувати дивіденди та сплачувати відсотки за ними акціонерам. Однак, основні рішення щодо розподілу коштів на реалізацію проектів та подальшої їх долі приймаються компанією з управління активами (КУА), яка займається управлінням одного або декількох фондів.

1 січня 2003 року увійшов в дію Закон України «Про інноваційну діяльність». Його основними завданнями є: формування ефективного механізму державного стимулювання інновацій та перерозподіл інвестиційних ресурсів ефективного підприємництва у сферу реалізації венчурних проектів. Позитивний ефект даного закону може бути внаслідок прийняття *Податкового Кодексу*, в якому чітко були б зазначені не лише пільги податкового законодавства але й термін їх дії для суб'єктів венчурної інноваційної діяльності з урахуванням досвіду країн, де розвинений венчуринг.

Не менш важливим є введення в дію закону про цінні папери та внесення змін до закону «Про господарські товариства». Зокрема, в Законі України у статтях 28-30 «Про господарські товариства» право на реєстрацію публічного випуску акцій одного чи групи інвесторів не передбачено порядком розповсюдження акцій публічних акціонерних товариств. Внаслідок цього, за умов фінансування венчурним капіталом основний механізм виходу з інвестиції при фінансуванні стає неідеальним. На сьогоднішній день в українському законодавстві не існує визначення забезпечених та незабезпечених боргових інструментів і варантів компаній, що є важливими категоріями венчурного фінансування. Це стримує розвиток ринку цінних паперів, фондового ринку та створює бар'єри щодо повного використання різних методів фінансування підприємства венчурним капіталом.

Вітчизняне законодавство з венчурного фінансування є недосконалим, оскільки передбачає існування лише одного Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Крім того, поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого, адже у нас це специфічний ІСІ, правила формування, існування та закриття якого визначають загальні правила діяльності ІСІ та компаній з управління активами. Для ефективного розвитку венчурного підприємництва в Україні необхідні зміни в законодавстві, зокрема є необхідним створення нового Закону України «Про

венчурні фонди», який би регламентував організаційні та правові основи створення і діяльності венчурних фондів, порядок державної реєстрації та контролю у сфері венчурного інвестування, особливості діяльності венчурних інноваційних фондів, обмежував би ряд податкових пільг, що існують сьогодні.

Удосконалення прогаєлин чинного законодавства та внесення відповідних змін дасть можливість розширити сферу існування венчурних фондів та покращити організаційні та правові основи їх створення та функціонування. Таким чином, важливо не лише внести відповідні зміни до Закону України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)», але й створити всі передумови для розвитку венчурного підприємництва з боку відповідних структур (урядових, податкових, венчурних, інноваційних).

## **Лекція 17. Проблеми та шляхи розвитку венчурного бізнесу в Україні**

17.1. Передумови щодо створення та розвитку венчурного бізнесу в Україні.

17.2. Фактори, що стримують розвиток венчурного бізнесу в Україні.

**Рекомендована література:** [5; 6; 11; 13; 14; 22; 52; 55; 69; 80; 85].

### ***17.1. Передумови щодо створення та розвитку венчурного бізнесу в Україні***

В сьогоднішніх умовах розвитку ринкових відносин в Україні значної уваги заслуговує розвиток інвестиційної моделі та регулювання інвестиційного процесу, яке полягає у створенні певних передумов:

- формування відповідної законодавчої бази (або внесення змін до діючої);
- здійснення контролю за дотриманням чинного законодавства;
- розвиток венчурного бізнесу та ІСІ за рахунок стимулювання даної сфери;
- створення передумов для реалізації чесної та прозорої конкуренції у різних сферах: виробничій, торгівельній, банківській та сфері послуг, з метою уникнення можливості отримання надприбутків шляхом застосування екстенсивних факторів ведення бізнесу;
  - ведення єдиної бухгалтерської звітності, з уникненням подвійної, а інколи і потрійної бухгалтерії;
  - підготовка фахівців у сфері венчурного бізнесу що схильні до ризику;
  - реалізація пенсійної реформи.

Відомо, що в Україні тільки формуються умови в напрямку сприяння становлення ринку венчурного капіталу. Про це свідчить:

- 1) недостатньо розвинена інноваційна інфраструктура;
- 2) відсутність спеціалізованих організацій, що займаються обслуговуванням та здійсненням підтримки інноваційних підприємств;
- 3) наявність незначної кількості інноваційних центрів (технопарків, бізнес-інкубаторів);

- 4) відсутність розвинутого фондового ринку;
- 5) недосконалість вітчизняного законодавства.

Потреба в інвестиціях у наукомістких сферах, наявність високого ступеню ризику, характерного для інвестиційних проєктів, що реалізуються в довгостроковій перспективі, та відсутність необхідних передумов для стимулювання вкладення коштів фінансовими посередниками у ризиковий бізнес, все це свідчить про те, що найбільш прийнятною для України є американська модель венчурного інвестування.

З цією метою доцільно, щоб державну політику у сфері венчурного капіталу здійснювали: Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг і Державна комісія регулювання ринку цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Одним із членів керівництва координаційної ради, що займається питаннями регулювання діяльності державних органів з питань функціонування ринку цінних паперів повинен стати Голова ДКЦПФР.

Важливим є також моніторинг та контроль за процесом патентування та гарантування прав інтелектуальної власності (правове регулювання використання інтелектуальної власності), оскільки існують проблеми законодавчого забезпечення щодо захисту та запобігання порушенню прав інтелектуальної власності.

Створення та ефективна реалізація єдиної державної політики щодо захисту прав інвесторів, сприяння активізації роботи фондового ринку цінних паперів, збільшення частки активів та раціональне використання передових технологій, вільний обіг вторинного ринку цінних паперів, створення комплексу передумов для удосконалення економічного механізму фондового ринку та розвитку інноваційної інфраструктури, а також наближення до міжнародних стандартів, все це сприяє формуванню ефективного механізму активізації інноваційної діяльності вітчизняних підприємств.

Для України, ймовірно, американська модель венчурного бізнесу є найбільш прийнятною. Особливістю даної моделі, що відрізняє її від інших, більш поширених механізмів підтримки бізнес-проєктів, є високий ступінь ризику. Зважаючи на це, можна виділити найсуттєвіші особливості, що сприяють розвитку такого бізнесу в Україні:

1) фінансування може здійснюватися у перспективну ідею, для якої непотрібні гарантії чи забезпечення власності підприємця. У разі невдачі проєкту інвестор може претендувати лише на частину активів підприємства, що відповідає його частці в зареєстрованому статутному фонді. При цьому відповідальність розподіляється в рівних межах між венчурним підприємцем та інвестором венчурного капіталу.

Необхідність одержання позики на фінансування власної розробки чи бізнес-ідеї може виникнути у науковців, інженерів, приватних підприємців, винахідників, які бажають реалізувати її самостійно. Однак одержання кредиту в комерційній структурі часто для них є неможливим, з огляду на наступні причини:

- переважна більшість інноваційних проєктів починають приносити прибуток лише через 3-5 років;
- дані проєкти зумовлюють наявність високого рівня фінансового та економічного ризику;
- обов'язковою умовою отримання кредиту в банку є наявність застави або гарантій.

2) Інвестори активізують процеси управління фінансовими засобами на всіх стадіях реалізації проєкту, з моменту експертизи підприємницьких ідей до забезпечення ліквідності акцій створеної фірми.



3) Готовність венчурних фондів фінансувати наукомісткі розробки незважаючи на ймовірність великого спектру ризиків та невизначеності, зумовлених очікуванням потенційних надприбутків.

Основними факторами, що сприяють розвитку венчурної індустрії виступають: залучення України до єдиного європейського дослідницького сектору, потужний науковий потенціал; розвиток венчурної інфраструктури, реалізація програми розвитку фондового ринку; політична стабільність і макроекономічна рівновага, інтенсивне економічне зростання; система стимулювання з боку держави та приватного секторів щодо розвитку наукових досліджень та розробок; наявність вільного капіталу.

Однак, незважаючи на несприятливі умови для розвитку венчурної діяльності, в Україні вже є певні здобутки в цій галузі.

Зокрема, в 1994 році створено перший венчурний фонд «Euroventures Ukraine», розмір якого становив 26 млн. євро, кошти на створення якого були надані Європейським банком реконструкції і розвитку (ЄБРР) та Голландським Банком Розвитку. Основна мета існування – інвестування недержавних підприємств. Пізніше були створені інші фонди, які продовжують діяти і сьогодні. Фонд «Euroventures Ukraine» з 1999 року профінансував 7 проектів (в основному у харчову промисловість), найвідомішим з яких є торгова мережа «Фуршет».

Основними гравцями на українському ринку венчурного капіталу в даний час є: Western NI Enterprise Fund, Baring Vostok Capital Partners, Euroventures Ukraine, Aventures і Commercial Capital Group. Сукупний розмір венчурних інвестицій в Україні складає більше 300 млн. дол.

Венчурний інвестор WNISEF первинно спонсорувався урядом Сполучених Штатів коштами у розмірі \$150 млн. Загальні інвестиційні вкладення фонду, надані українським та молдовським підприємствам, становлять понад \$80 млн. Інвестування фонду здійснюються у мережу фаст - фудів «Швидко», кондитерський концерн «АВК», низку підприємств будівельної галузі. WNISEF активно працює в напрямку розвитку іпотечного кредитування з метою розширення сфери свого впливу на високоприбуткові галузі, внаслідок чого ним навіть було створено спеціалізований іпотечний банк [Инв с прикл].

Фонд Baring Vostok Capital Partners є крупним венчурним фондом з російським капіталом у своїй структурі. Щодо такого активного вітчизняного гравця на венчурному ринку як фонд Aventures, то найбільшу частку в його інвестиційному портфелі складають проекти у сфері інформаційних технологій і вкладень у торгову мережу Unitrade.

Загалом, основним доходом венчурної компанії виступає курсова різниця між вартістю покупки і продажу пакетів акцій. Тому, для ефективного функціонування венчурних компаній, потрібен стабільний фондовий ринок. Оскільки в Україні фондового ринку в сучасному його розумінні не існує, то стратегічними напрямками діяльності венчурних фондів є купівля пакета акцій, що забезпечує контроль над підприємством (у розмірі не менше 25%), активна участь в управлінні підприємством і консультування його керівництва, збільшенні вартості компанії і продаж її іншому інвестору через певний час.

Промислово-розвинені країни для розвитку венчурного бізнесу інвестують високоризиковані проекти, а в Україні діяльність венчурних фондів здійснюється для реалізації низько- та середньоризикованих короткотривалих операцій з фінансовими активами та нерухомістю й поки слабо орієнтовані на «хай-тек» технології. Можна виділити такі основні сфери вітчизняного венчурного інвестування: готельний і туристичний бізнес, будівництво, торгівля, переробка сільгосппродукції, страхування, інформатизація. В Україні, як правило,

інвестиції здійснюються в розвиток компаній та практично відсутні стартові вкладення і вкладення в інновації. Учасниками венчурних фондів можуть бути тільки юридичні особи, а не приватні особи, пенсійні фонди, страхові компанії. Отже, вітчизняний бізнес є лише формально венчурним, оскільки відсутні його важливі елементи – інноваційна складова, ризикованість та класична орієнтація на інноваційні проекти, співпраця з технопарками, бізнес-інкубаторами та ВНЗ.

## **17.2. Фактори, що стримують розвиток венчурного бізнесу в Україні**

Виходячи з вищесказаного наведемо фактори, що гальмують розвиток венчурного бізнесу України:

**1. Недосконалість законодавчої бази.** В українському законодавстві не виокремлено: суті та основних завдань «венчурного бізнесу», особливостей взаємодії суб'єктів венчурного бізнесу. Законодавчу базу, що регламентують інноваційну діяльність вітчизняних підприємств формують два Закони: Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» та Закон України «Про інноваційну діяльність». В цих законах вперше було висвітлено особливості функціонування інвестиційних фондів, проте лише в контексті інвестування у вже існуючий бізнес, однак не зазначено, яким чином відбувається вкладення коштів у новостворений ризиковий бізнес (венчурний бізнес). В Законі України «Про інноваційну діяльність» чітко регламентовано умови здійснення фінансової підтримки венчурного бізнесу Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів шляхом надання кредитів під заставу майна, укладення договору страхування та поруки, формування гарантій комерційним інститутам тощо. Таким чином, сучасна вітчизняна законодавча база не готова до переходу на нову ризикову схему фінансування у формі інвестування у потенційно привабливі науково-інноваційні проекти, а лише сприяє використанню її як ефективного інструменту ухилення від сплати податків, можливості використання спекулятивних схем управління власністю. В свою чергу нестабільність законодавства створює додаткові бар'єри для інвесторів, що бажають інвестувати у венчурний бізнес на довгострокову перспективу.

**2. Недостатність джерел фінансування інвестицій.** В українському законодавстві існують обмеження щодо участі фізичних осіб та інституційних інвесторів (інвестиційних та пенсійних фондів, страхових компаній) у якості інвесторів венчурного підприємництва, що в свою чергу суттєво зменшує потенційну привабливість венчурних інвестицій. Зокрема, стрімкий розвиток венчурних фондів у США тісно пов'язаний із можливістю пенсійними фондами вкладати 10 % власних активів у ризикові проекти. Зважаючи на це, венчурне підприємництво в Україні фінансується за рахунок вільного капіталу вітчизняних ФПГ, приватних та інституціональних іноземних інвесторів. Разом з тим, їх розвиток стримують наступні фактори: наявність високих ризиків венчурних інвестицій, сумнівна репутація української венчурної індустрії, недостатня інвестиційна привабливість бізнес-середовища України. Останній фактор зумовлений ненадійністю механізмів захисту прав інвесторів та недостатньою кількістю проектів з високим економічним потенціалом, привабливих для

венчурних інвесторів, наявністю постійного тиску на інвесторів і підприємців з боку різних контролюючих органів.

**3. Нерозвиненість фондового ринку, брак гарантій, для інвестора венчурного бізнесу.** Розвиток фондового ринку України повинен надавати інвесторам надійний механізм захисту їхніх прав та здійснення портфельних інвестицій у венчурний бізнес. Це зменшить ймовірність появи ризиків. Привілейовані конвертовані акції як інструмент венчурних інвестицій у США в момент завершення життєвого циклу інноваційного проекту вилучаються та продаються на фондовому ринку. Такий механізм реалізації цінних паперів супроводжується страхуванням інвесторів від всіх можливих ризиків, в тому числі і від ймовірної невдачі реалізації проекту, в результаті чого власники привілейованих акцій мають право першої черги отримання вкладених коштів. В законодавстві України зазначено, що розмір звичайних привілейованих акцій у статутному фонді не повинен перевищувати 10%. На відміну від привілейованих звичайні акції не дають права участі в управлінні венчурних процесів, оскільки їх суми недостатньо для реалізації венчурного проекту. В цьому випадку звичайні акції, що не передбачають страхування інвестора від ймовірних збитків, стають єдиним інструментом венчурного інвестора в Україні.

**4. Нерозвиненість неформального сектору венчурного бізнесу,** основними представниками якого є бізнес-ангели. Бізнес-ангели – приватні особи, що вкладають власні кошти на перших стадіях розробки проекту. У Європі функціонує близько 125 тис. активних бізнес-ангелів, розмір інвестування яких у 30–40 разів перевищує число інвестицій венчурних фондів. Бізнес-ангели США фінансують більше 80 % венчурних підприємств що знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку. В Україні професійних бізнес-ангелів поки немає, адже мережа «ангелів» лише створюється. Зокрема, у 2006 р. створено Асоціацію «Приватні інвестори України», у складі якої є 50 приватних і корпоративних учасників, що об'єднали капітал з метою спільного фінансування перспективних проектів. Однак, відсутність державної підтримки та податкових стимулів, наявність широкого спектру ризиків, відсутність професіоналізму учасників зумовлює появу нових перешкод щодо ефективної взаємодії між інвесторами й винахідниками.

**5. Нестабільна ситуація в секторі генерації наукових знань.** Організація венчурної діяльності в Україні зумовлена рядом проблем, пов'язаних із складністю реорганізації наукового комплексу, що залишився у спадок після розпаду колишнього СРСР. Весь науковий потенціал був зосереджений у науково-дослідницьких інститутах, науково-виробничих об'єднаннях, академіях, тому така інноваційна структура не сприяла прориву до високих технологій, а політичний режим тих років гальмував розвиток комп'ютерних наук, асоціюючи кібернетику з «буржуазною наукою». Внаслідок цього в науковому комплексі можна виділити наступні негативні фактори: недостатність фінансування та деградація основних наукових шкіл; невідповідність нових винаходів та технологічних розробок потребам ринку та економіки країни загалом; недостатня інформаційна підтримка венчурної індустрії.

**6. Недостатня кількість «якісних» проектів на ринку венчурного інвестування.** Основними критеріями «якісних» проектів є: розробка маркетингової стратегії як етапу

підготовки та реалізації бізнес-ідеї; формування управлінської команди на засадах пошуку групи фахівців, що належать до різних сфер організаційної діяльності, однак працюють над спільним вирішенням існуючих проблем підприємства; планування діяльності підприємства (складання бізнес-плану); дослідження етапів розвитку технологій та перспективи їх використання; довгострокові перспективи розвитку компанії; захист права інтелектуальної власності шляхом національного чи міжнародного патентування та потенційна місткість ринку.

**7. Брак фахівців у сфері венчурного підприємництва**, що мають теоретичні знання, практичні навички щодо технології виявлення та оцінки інноваційних проектів та сприяють встановленню стабільних джерел фінансування на початковій стадії розвитку проектів. Необхідним є здійснення спеціалістами у сфері менеджменту аналізу ймовірності настання ризиків, їх ідентифікації та ранжування за рівнем вагомості, науково-технічної, інвестиційної та маркетингової стратегії та пошук під кожен інноваційний проект потенційних інвесторів. На сьогодні в Україні відчувається не лише потреба в кваліфікованих фахівцях, що здатні управляти венчурними проектами, але й необхідність існування чітко сформованих елементів інноваційної інфраструктури.

**8. Недосконалість інституту захисту інтелектуальної власності та відсутність розвиненої системи комерціалізації.** Номінальна кількість розробок в Україні збільшується, разом з тим поступово зменшується їх якість (науково-технічний рівень). За даними Держдепартаменту інтелектуальної власності в Україні видається 15-20 тис. патентів щороку, однак реалізовано на ринку менше 1% інновацій. Зокрема, патент України не забезпечує охорону майнових прав патентовласника на території інших держав, особливо у разі виникнення спірних ситуацій чи незаконного використання об'єктів інтелектуальної власності. Крім того, відсутня система стимулів у напрямку промислового охоронного права інтелектуальної власності та законодавчого закріплення інтелектуальної власності.

**9. Відсутність чіткої державної політики сприяння розвитку венчурного бізнесу та економічної заінтересованості більшості господарських суб'єктів у реалізації принципово нових розробок, нововведень високого техніко-економічного рівня.** Відсутність системи державного фінансування венчурних проектів та механізмів компенсації ймовірних втрат приватних та інституціональних інвесторів у випадку негативного результату реалізації проекту, пояснює відсутність ефективних механізмів регулювання інноваційних процесів. Зокрема, в українському законодавстві у сфері інноваційної та науково-технічної діяльності відсутня узгодженість з податковим законодавством, що зумовлює відсутність в ньому: податкових та інших пільг для бізнес-ангелів, захисту прав інвесторів, стимулів у сфері виконання інноваційної функції технопарками та бізнес-інкубаторами з боку держави.

Незважаючи на всі перелічені чинники, що стримують розвиток венчурного бізнесу є підстави стверджувати про ймовірний розвиток венчурного інвестування в Україні, про це свідчить зокрема: науково-технічний (матеріально-технічна база науки, кадри наукової системи, планування та фінансування НДДКР) та ресурсний потенціал різних галузей (космічної, вугільної та харчової промисловості, сільського господарства). Це зумовлює необхідність формування ефективної державної політики у сфері стимулювання венчурного підприємництва з урахуванням досвіду розвинених країн. Для досягнення цієї мети перед

державою постають наступні завдання: розподіл ризиків впровадження інновацій з бізнесом та вдосконалення законодавчої бази у сфері стимулювання інноваційної діяльності, режимів роботи технопарків, автономії українських вузів, розвиток інноваційної інфраструктури.

Підсумовуючи розвиток вітчизняного венчурного підприємництва, можна назвати його характеристики та тенденції розвитку:

- не повністю сформований ринок венчурного підприємництва в Україні (із 250 зареєстрованих інноваційних компаній та фондів лише 10 реально працюють та відповідають ознакам інноваційних (венчурних) фондів та компаній);

- інфраструктура венчурного підприємництва знаходиться на стадії створення;

- відсутність належної законодавчої бази та взаємоузгодженості різних законодавчих актів щодо венчурного підприємництва;

- наявність корупції, політичних та економічних ризиків, а також недотримання чинного законодавства з боку органів державної влади;

- в Україні функціонує декілька потужних венчурних фондів, фондів прямого інвестування та венчурних компаній, як правило, з іноземним капіталом;

- розуміння, зацікавленість та стимулювання з боку держави і представників бізнесу є важливим елементом розвитку венчурного бізнесу.

Зважаючи на вітчизняні тенденції розвитку венчурного підприємництва важливим є формування механізму реалізації науково-технологічного, інтелектуального та інноваційного потенціалу України. Для формування такого ефективного механізму з метою розвитку венчурного бізнесу й стимулювання виробництва високотехнологічної, конкурентоспроможної та якісної продукції необхідним є здійснення наступних заходів:

**1. Заснування Державного венчурного фонду,** функцією якого буде здійснення прямого надання капіталу венчурним фондам та венчурним підприємствам, шляхом виділення прямих інвестицій та кредитування за низькою відсотковою ставкою. Зокрема, у Бельгії існує Бельгійський державний венчурний фонд GIMV, основним завданням якого є надання прямих державних інвестицій, в Данії - VaekstFonden, що спеціалізується на наданні державного кредиту. Ізраїльський Державний венчурний фонд зумовив зростання частки ВВП, забезпеченої виробництвом високотехнологічної продукції до 65 %, а ще десятиріччя тому цей показник складав лише 3 %). Згодом в Ізраїлі було створено 85 венчурних фондів з капіталом у 6 млрд. дол. У Фінляндії, після створення першого державного фонду, відбулася технологічна революція. В Росії для створення такого ж фонду було виділено 7 млрд. дол. Ретроспективний аналіз досвіду формування державних венчурних фондів в країнах з розвиненою економікою дає підстави стверджувати, що його адаптація в сучасних реаліях з паралельним розподілом ризиків між венчурними підприємствами та приватним бізнесом матиме успіх у сфері інвестування вітчизняного венчурного підприємництва. Співробітництво приватних структур і венчурних фондів, за умов ефективного керівництва, зумовить зниження ризиків з боку держави та сприятиме стимулюванню розвитку венчурної індустрії.

**2. Розробка Концепції розвитку національної венчурної індустрії.** Функцію основних суб'єктів венчурного бізнесу повинні виконувати 2 інститути: Державна комісія регулювання ринку цінних паперів та фондового ринку та Державна комісія з регулювання ринку фінансових послуг. З боку цих структур необхідно здійснювати контроль за формуванням та забезпеченням

реалізації єдиної державної політики щодо захисту венчурних інвесторів, залученням інвестиційних капіталів і технологій, цільовим використанням інвестованих коштів, розвитком та функціонуванням фондового ринку, обігом акцій на вторинному ринку, що сприятиме адаптації вітчизняного фондового ринку до сучасних міжнародних стандартів.

**3. Удосконалення нормативно-правової бази з венчурного фінансування, яке доцільно здійснювати у двох напрямках:**

- створення законодавчих актів щодо діяльності малих венчурних фірм та венчурних фондів, з урахуванням їх юридичного статусу, гнучка податкова політика та пільгове оподаткування ризикових установ;
- внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові венчурні фонди)». Зокрема, щоб фізичні особи, пенсійні фонди та страхові компанії могли стати учасниками венчурних фондів, а також ввести нове поняття – «Фонд приватних інвестицій» для поєднання вкладень з боку івесторів та учасників венчурного фонду.

**4. Перегляд існуючих та запровадження нових схем податкового стимулювання інноваційної діяльності, у тому числі:**

- надання податкових пільг лише для тих венчурних фондів, які інвестують інноваційні проекти, що включені в список пріоритетних напрямків та стратегій інноваційного розвитку держави;
- розробка програм та елементів механізму втілення в життя податкових канікул для малих та середніх венчурних фірм;
- внесення нових податкових пільг для венчурного фінансування при внесенні змін до митного законодавства.

**5. Створення державою системи стимулювання для інвестування венчурних інноваційних підприємств шляхом:**

- зменшення ступеня ризиків венчурних інвесторів за рахунок надання гарантій повернення кредитів з боку держави, а також здійснення диверсифікації вкладень приватних венчурних фондів за рахунок їх безпосередньої в попередньо вибраних проектах (зокрема у Франції подібні функції виконує фонд SOFARI);
- формування та реалізації елементів системи державного страхування кредитів, з метою реалізації інноваційних ризикових проектів фінансово-кредитними установами.

**6. Формування вторинного ринку сертифікатів венчурних фондів** внаслідок створення законопроектів, які регламентуватимуть діяльність на фондовому ринку, зокрема, створення нової редакції Закону України «Про цінні папери і фондовий ринок», Закону України «Про акціонерні товариства». Дані законопроекти повинні містити розділи щодо захисту прав міноритарних акціонерів, приватних інвесторів, що здійснюють інвестування у фонди відкритого типу (створені у формі публічних акціонерних товариств).

**7. Формування системи захисту прав інтелектуальної власності вітчизняних**

дослідників та підприємців, зокрема, держава повинна сприяти отриманню міжнародних патентів, що містять найбільш перспективні розробки, та здійснювати правове регулювання використання інтелектуальної власності з метою запобігання порушень права інтелектуальної власності науковців.

**8. Сприяння розвитку неформального венчурного фінансування** шляхом зміни чинного законодавства у сфері отримання бізнес-ангелами права власності у венчурних проектах, що є необхідним фактором розвитку підприємств, які знаходяться на початкових стадіях розвитку. Як правило, бізнес-ангели вкладають менші суми у венчурний бізнес ніж венчурні фонди (від 25 до 50 тис. євро), проте сума їх загальних інвестицій в Європі суттєво перевищує інвестиції інституційного сектору. В країнах, де поширеним є створення мереж бізнес-ангелів, часто здійснюється всебічний моніторинг та контроль за дотриманням всіх умов реалізації інноваційного проекту та організація зустрічі всіх суб'єктів венчурного бізнесу за круглим столом переговорів.

**9. Розвиток інноваційної та венчурної інфраструктури**, зокрема, бізнес-інкубаторів, технопарків, центрів трансферту технологій та венчурних фондів; участь у тендерах, конкурсах інноваційних проектів, експертних радах, венчурних ярмарках, що здійснюються на національному та регіональному рівнях [3]. Доцільним є створення єдиної інформаційної мережі для взаємодії венчурного бізнесу та капіталу, авторів бізнес-ідеї з потенційними інвесторами, яка сприятиме отриманню повної та достовірної інформації про останні тенденції та можливості розвитку венчурного підприємництва, встановлення між його суб'єктами ефективної, збереження, розвиток та використання інноваційного потенціалу. З цією метою необхідно сформувати мережу регіональних інноваційних центрів, завданням яких є забезпечення розвитку інноваційної діяльності усіх суб'єктів венчурної інфраструктури та надання регіональної підтримки з боку органів влади. Необхідною є підтримка з боку держави щодо створення інформативної підтримки інноваційних бізнес-інкубаторів і створення додаткової інформаційної бази та створення глобальної мережі інноваційної діяльності.

**10. Формування системи коучинг-центрів з венчурного підприємництва** (консалтингових тренінг-центрів) за рахунок збільшення частки та обсягів активів інвестованих у венчурний бізнес. Дані центри надають інформаційні, консалтингові, тренерські послуги, готують фахівців з венчурного підприємництва та формують Networking для створення високого рівня формальних і неформальних зв'язків серед суб'єктів венчурної індустрії. Така система зумовить появу нових фінансових інститутів і цілісної венчурної інфраструктури на регіональному та загальнодержавному рівнях. Важливою є також підготовка спеціалістів, що мають практичні навички та досвід у сфері вибору потенційно привабливих проектів для венчурного фонду та здійснюють оцінку всього спектру науково-технічних ризиків. Як відомо, з усіх інноваційних проектів, які відбирають венчурні капіталісти, лише 1 % отримують необхідне фінансування. Доцільним для розвитку венчурного бізнесу є також збільшення держзамовлення на кадрове забезпечення інноваційної діяльності державними закладами освіти та освоєння і реалізацію механізмів стажування студентів зі спеціальності «управління інноваційною діяльністю» за кордоном.

**11. Створення Національної асоціації венчурного капіталу**, функціями якої є: здійснення діяльності зі спільного інвестування, експертизи ризикових проєктів, проведення венчурних ярмарок, надання консалтингових послуг, консолідація діяльності регіональних інноваційних центрів.

Отже, венчурне підприємництво є перспективним напрямом інноваційного розвитку країни загалом, незважаючи на бар'єри, що стоять на шляху розробки ефективної системи функціонування венчурної індустрії та прозорості даного виду бізнесу. Оскільки в Україні ще до кінця не сформованого ринку венчурного підприємництва (в тому числі потребує зміцнення власних позицій фондовий ринок), тому для його ефективного розвитку необхідно вирішити ряд проблем як у правовому аспекті (зокрема, формування законодавчої бази венчурного підприємництва, його державна підтримка та стимулювання фінансової підтримки малого бізнесу), так і в напрямку розвитку державної політики щодо формування окремих елементів інфраструктури підтримки венчурного підприємництва.



## НАВЧАЛЬНО-МЕТОДИЧНІ МАТЕРІАЛИ

### Основна література

1. Адлер Ю.П. Чем дальше в лес, тем больше процессов / Ю.П. Адлер, С.Е. Щепетова // Методы менеджмента качества. – 2002. – № 8. – С. 47.
2. Амоша О. Інноваційний шлях розвитку України: проблеми та рішення / О. Амоша // Економіст. – 2005. – №6. – С.28.
3. Аньшин В.М. Инвестиционный анализ: Учеб. пособие Для программ подгот. управленческого персонала / В.М. Антшин; Академия народного хозяйства при Правительстве РФ – 3.изд., испр. – М. : Дело, 2004. – 279с.
4. Антонюк Л. Л. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації: Монографія // Л.Л.Антонюк, А.М.Поручник, В.С.Савчук – К.: КНЕУ, 2003. – 394 с.
5. Баранецький І.О. Особливості та перспективи розвитку венчурного підприємництва в Україні / І.О. Баранецький // Формування ринкових відносин в Україні. 36. наукових праць НДЕІ Мінекономіки України. – К., 2004. – №4(35). – С. 46-52.
6. Бердников Д. Предпосылки возникновения венчурного капитала и возможность его применения в Украине / Д.Бердников // Підприємництво, господарство і право. – 2003. – № 8. – С. 23-26.
7. Бжезинский З. Великая шахматная доска. Господство Америки и его геостратегические императивы. – М.: Междунар. Отношения, 2005 – 256 с.
8. Бизнес-план: «зачем» и «как» [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://ww.v.icsti.su/rus\\_ten3/1000ventures/a/business\\_guide/bp\\_byupaloalto\\_ad.htm](http://ww.v.icsti.su/rus_ten3/1000ventures/a/business_guide/bp_byupaloalto_ad.htm) 1.
9. Бизнес-план начинающей фирмы. Важный инструмент мобилизации капитала для вашего предприятия. [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http://www.icsti.su/rusTen3/1000ventures/a/business\\_guide/bp\\_startup\\_byvk.html](http://www.icsti.su/rusTen3/1000ventures/a/business_guide/bp_startup_byvk.html)
10. Білорус О.Г., Лук'яненко Д.Г. та іш. Глобалізація і безпека розвитку: Монографія – К.: КНЕУ, 2002. – 789 с.
11. Блажко Р. Особливості створення, діяльності та оподаткування венчурних фондів / Р.Блажко // Юридична газета. – 2007. – № 5 (89). – С. 12.
12. Брус С.В. Аналіз інноваційної діяльності промислових підприємств України / С.В. Брус // Актуальні проблеми економіки – 2007 – № 1. – С.275.
13. Венчурна діяльність. Як все розпочиналось. Записки молодого і перспективного фінансиста, натхненного Рокфелером. [Електронний ресурс]: // Финансист. – 2010. – Режим доступу: <http://finansist.hiblogger.net/>.
14. Венчурний капитал. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.wstan.com>.
15. Венчурні фонди: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://priority-finance.com.ua/ukr/klients-corp/venture\\_funds/](http://priority-finance.com.ua/ukr/klients-corp/venture_funds/).
16. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики / П.Г. Гулькин – СПб.: ООО «Аналитический центр «Альпари СПб», 2003. – 240 с.
17. Воловец Я.В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання : [Навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл.] / Я.В. Воловец; Нац. банк України. Львів. банків. ін-т. – Львів, 2004. – 199 с.
18. Герасимчук В.Г. Управління ризиками в іноземному венчурному фінансуванні інноваційних проектів // В.Г. Герасимчук, О.В. Школьна // Вісник НУ «Львівська політехніка»

«Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку». – 2008. – №628. – С.424-429.

19. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 742 с.

20. Гук О.В. Нормативно-правові особливості формування та функціонування венчурних фондів в Україні / О.В. Гук, М.Б. Найчук-Хрущ // Вісник Національного технічного університету «Харківський політехнічний інститут»: Збірник наукових праць. Тематичний випуск: Технічний прогрес і ефективність виробництва – Харків: НТУ «ХПІ», 2010. – №5. – С.17-24.

21. Гулькин П. Бизнес-план и бизнес-планирование / П. Гулькин // Корпоративный менеджмент. Венчурный капитал [Электронный ресурс]. – Режим доступа до документу: <http://www.cfin.ru/investor/venture-plan.shtml>.

22. Гулькин П. Венчурный капитал. Немного истории и статистики. Портал информационной поддержки инноваций и бизнеса. Финансирование инновационной деятельности [Электронный ресурс]. / П. Гулькин – Режим доступа к документу: [http://www.innovbusiness.nx'content/document\\_ru65.html](http://www.innovbusiness.nx'content/document_ru65.html).

23. Гулькин П.Г., Теребынькина Т.А. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO – СПб.: ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002. – 190 с.

24. Российское Экспертное Обозрение «Технологическая политика для России» [Электронный ресурс]. – 2006. – №3 (17). – Режим доступа; <http://www.rasrev.org/content/review/default.asp?shmode=2&ids=32&ida=1262>.

25. «Да» и «нет» при составлении бизнес-плана [Электронный ресурс] – Режим доступа :[http://www.icsti.su/rus\\_ten3/1000ventures/a/business\\_guide/bp\\_dos\\_dont\\_s\\_byrwc.html](http://www.icsti.su/rus_ten3/1000ventures/a/business_guide/bp_dos_dont_s_byrwc.html).

26. Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: мировой опыт и перспективы развития в России / А.А. Дагаев // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002г. – № 1. – с. 45-51.

27. Дворжак И., Кочишова Я., Прохазка Л. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы [Электронный ресурс] / И. Дворжак, Я. Кочишова, Л. Прохазка – Режим доступа : [http://www.cfin.ru/investor/east\\_europe.shtml](http://www.cfin.ru/investor/east_europe.shtml)

28. Джордж М.Л. Стремительные инновации: Достижение наилучшей дифференциации, быстрого входа на рынок и увеличения прибыльности: [Пер. с англ.] / М.Л. Джордж, Дж. Воркс, К. Вотсон-Хемфилл – К.: Companion Group, 2006. – XVIII, 331 с.

29. Дикань Н.В. Принципи формування організаційних структур управління виробництвом [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://pidruchniki.corn.ua/15410104/rnedzhrnent/printsipi\\_formuvannya\\_organiz\\_tsiynih\\_strukcrur\\_upravlinnyavirobnitstvom](http://pidruchniki.corn.ua/15410104/rnedzhrnent/printsipi_formuvannya_organiz_tsiynih_strukcrur_upravlinnyavirobnitstvom).

30. Донець Л.І. Економічні ризики та методи їх вимірювання: навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / Л.І. Донець – К.: Центр навчальної Літератури, 2006. – 312 с.

31. Етапи венчурного фінансування. Офіційний інтернет-ресурс Української асоціації венчурного бізнесу [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/files/articles/204/16\\_4.pdf](http://www.uaib.com.ua/files/articles/204/16_4.pdf).

32. Загородний А.Г. Інвестиційний словник: навч. посібник для студ. вищих навч. закл. / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Г.О. Партин. – Львів: Вид-во Бескид Біт, 2005. – 512с. - Бібліогр.: с. 503-511.
33. Закон України «Про господарські товариства» / Відомості Верховної Ради. – 2005. – № 48. – С.480.
34. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» : (Відомості Верховної Ради). – 2001. – № 21. – С. 103.
35. Закон України «Про інноваційну діяльність» № 40-IV, від 04.07.2002р. / Відомості Верховної Ради. – 2002. – № 36. – С.266.
36. Инвестиции с приключениями; Одолжить можно по-разному. Венчурные инвестиции – один из способов // Инвестиції: практика та досвід. –2004. – №6. – С. 19-21.
37. Инновационное планирование. Инновации в малом бизнесе [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://sbinnovation.ru/content/view/18/1/>.
38. Ілляшенко С.М. Економічний ризик: [Навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл.] / С.М. Ілляшенко – Сум. держ. ун-т. - 2-е вид., допов., перероб. –К.: [Центр навч. л-ри], 2004. – 217 с.
39. Ільчук А.С. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційної діяльності підприємств [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://intkonf.org/ilchuk-as-venchurniy-kapital-yak-dzherelo-finansuvannya-innovatsiynoyi-diyalnosti-pidpriemstv/>.
40. Кардаш О.М. Генезис та значення венчурного капіталу у системі фінансового забезпечення інноваційної діяльності / О.М. Кардаш // Економічний простір. – 2008. – №19. – С. 199-205.
41. Карпунь І.Н.Ризики в інноваційній діяльності підприємств / І.Н. Карпунь // Збірник науково-технічних праць «Науковий вісник НЛТУ України». – Львів. – 2009. – Вип. 19.12. – С. 202-207.
42. Коптев В. Инновационные процессы и венчурное финансирование [Электронный ресурс]/ В. Коптев, В. Солодов, А. Левин. – Режим доступа: <http://invent.boom.ru/statia2.htm>.
43. Княжанський В. Продається «українська щеза». Без венчурного капіталу інновацій не буде / В. Княжинський // День. – 2003. – № 9. – С. 36-43.
44. Ковалишин, П. Венчурний бізнес в Японії. Стан та перспективи / П. Ковалишин // Економіст.-2007.-№4.- С. 64-66.
45. Ковалишин, П. Венчурний бізнес у Китаї. Параметри та вплив на економіку / П. Ковалишин // Економіст.-2006.-№10. - С. 54-57
46. Компанія «ТЕХІНВЕСТ» – лідер у сфері комерціалізації технологій в Україні: [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.avenhjresgroup.com/news/2006/02/06/78.html>.
47. Корецька-Гармаш В.О. Венчурне інвестування на машинобудівних підприємствах: автореф. дис. на здобуття наук, ступеня канд. екон. наук; спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (підприємства машинобудівної та металургійної галузей) / В.О. Корецька-Гармаш; Східноукраїнський нац. ун-т ім. Володимира Даля. – Луганськ, 2009.– 21с.
48. Кошечев Р.В. Управление акционерной стоимостью / Р.В. Кошечев, С. З. Базоев. – М. : ДМК Пресс, 2002. – 223 с.
49. Краснокутська Н.В. Інноваційний менеджмент: Навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисципліни. / Н.В.Краснокутська, СВ.Гарбуз; Киш. нац. екон. ун-т; [Редкол.: А.П.Наливайко (голова) та ш.] – К.: КНЕУ, 2005. – 276 с. – Бібліогр.: с. 255-261 і в кінці тем.

50. Кузьмін О.Є, Мельник О.Г. Теоретичні та прикладні засади менеджменту: Навчальний посібник. – 3-те вид. доп. і перероб. – Львів: Національний університет «Львівська політехніка» (інформаційно-видавничий центр «Інтелект+» ПДО), «Інтелект-Захід», 2007. – 384 с.
51. Кузьмін О.Є. Сутність та розвиток венчурного підприємництва / О. Є.Кузьмін, І.В. Литвин // Вісник НУ «Львівська політехніка» «Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку». – 2005. – № 527 – С. 93-98.
52. Кушнір М.А. Проблеми венчурного підприємництва в Україні та шляхи їх розв'язання / М.А. Кушнір, А.В. Кругляноко // Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Соціум. Наука. Культура» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://intkonf.org/kushnir-ma-ken-kruglyanko-av-problemi-venchurnogo-pidpriemnitstva-v-ukrayini-ta-shlyahi-yih-rozvyazannya>.
53. Лапко О.О. Венчурний капітал як джерело фінансування малих підприємств у регіоні / О.О. Лапко // Науковий вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту КНТЕУ. – Чернівці: Книги-XXI. – 2007. – Вип. II. Економічні науки. – 456 с.
54. Лапко О.О. Державне регулювання інноваційної діяльності: економічний механізм і його вдосконалення: автореф. дис. на здоб. наук, стун. д-ра екон. наук 08.02.03 / О.О. Лапко; НАН України. Ін-т екон. прогнозування. – К., 2000. – 32 с.
55. Лиса Н.В. Проблеми венчурного інвестування в Україні [Електронний ресурс]: / Н.В. Лиса, О.В. Коломієць // Матеріали I Всеукраїнської заочної науково-практичної конференції 20-22 січня 2010 року «Актуальні питання сучасної економіки». Ч.-2. – Режим доступу: <http://udau.edu.ua/library.php?pid=737>.
56. Лобас І.В. Зарубіжний досвід державної підтримки венчурного інвестування інноваційної діяльності [Електронний ресурс] / І.В. Лобас // Вісник Національної академії державного управління при Президентові України. – 2012. – Вип. 1. – С. 196-203. – Режим доступу: [http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vnadu\\_2012\\_1\\_24.pdf](http://nbuv.gov.ua/j-pdf/Vnadu_2012_1_24.pdf)
57. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність : [підруч. для студ. вищ. навч. закл.] / Т.В.Майорова; М-во освіти і науки України, Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. – К.: Центр учб. л-ри, 2009. – 470 с.
58. Макогон Ю.В. Управление международной конкурентноспособностью предприятий (организаций) / Ю.В.Макогон, Ю.А. Тохберг, О.Б. Чернега – Донецк: Дон НУ – 2004. – 278с.
59. Матвійчук А.В. Аналіз і управління економічним ризиком : навч.посіб. для студ. вищ. навч. закл. / А.В. Матвійчук – Вінниця. нап. техн. ун-т. – К. : Центр навч. л-ри, 2005. – 224 с.
60. Матвійчук А.В. Економічні ризики в інвестиційній діяльності / А.В. Матвійчук. – Вінниця: УНІЕРСУМ-Вінниця, 2005. – 202 с.
61. Новоселов М. В.Зарубежные модели венчурного инновационного проектирования [Електронний ресурс] / М.В. Новоселов, І.В. Лобас – Режим доступу: <https://cyberleninka.ru/article/n/zarubezhnye-modeli-venchurnogo-innovatsionnogo-proektirovaniya>
62. Офіційний сайт Організації економічного співробітництва та розвитку [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.oecd.org/>.
63. Пашута М. Мале підприємництво та інновації як фактори зростання економіки / М. Пашута // Журнал «ЕКОНОМІСТ». – 2004. – №1. – С.50-55.
64. Перспективы риска. Стоит ли вкладывать деньги в то, что еще ничего не стоит: [Електронний ресурс] // Газета «Аптека.иа.оп-Іне». 2006. –№ 541 (20). – Режим доступу до газета : <http://www.apteka.ua/online/23447/>.

65. Пригожин А. И. Методы развития организаций / А. И. Пригожин. – М. : МЦФЭР, 2003. – 863 с.
66. Поручник А. М. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні : монографія /А.М. Поручник, Л.Л. Антонюк. – К. : КНЕУ, 2000. – 172 с. : іл. – Бібліогр.: с. 166-170. – ISBN 966-574-058-X.
67. Поняття і класифікація інноваційних процесів на підприємстві та взаємозв'язки між ними. Економічна ефективність впровадження нової техніки і організаційно-технічних заходів. Результати інноваційної діяльності підприємства: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: / <http://www.refine.org.ua/pageid-1337-1.html>.
68. Про венчурні фонди: Проект Закону України: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.in.gov.ua/index.php?get=118&id=1202>.
69. Проблеми та пріоритети формування інноваційної моделі розвитку економіки України / Я.А. Жаліло, С.І. Архієреєві, Я.Б. Базилюк та інш.: – К.: НІСД, – 2006.
70. Разновидности бизнес-планов. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.icsti.Su/ras\\_ten3/1000ventures/a/businessguide/bp\\_kinds\\_bybrc.html](http://www.icsti.Su/ras_ten3/1000ventures/a/businessguide/bp_kinds_bybrc.html).
71. РБК. Звіт Ernst&Young. Исследование мирового и российского венчурного рынка за 2007-2013 годы [Електронний ресурс] – Режим доступу:[http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402\\_RV\\_EY\\_venture\\_markets\\_RU.pdf](http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/201402_RV_EY_venture_markets_RU.pdf).
72. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003р.: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/4/2003/2.1.6.shtml>
73. Рогач О.І. Міжнародні інвестиції: Теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: підр. для студ. екон. спец. вищ. навч. закл. / О.І. Рогач. – К. : Либідь, 2005. – 720 с.
74. Романішин О.В. Венчурне фінансування інноваційних підприємств: [Електронний ресурс] – Режим доступу: [http://www.library.ukma.kiev.ua/e-lib/NZ/NZV\\_19\\_2001\\_spets2/16\\_romanishyn\\_ov.pdf](http://www.library.ukma.kiev.ua/e-lib/NZ/NZV_19_2001_spets2/16_romanishyn_ov.pdf).
75. Стартапы в Южной Кореи [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://selfmadetrip.com/startapyi-v-yuzhnoy-koree>
76. Тульчинська С.О. Особливості венчурного фінансування інноваційної й науково-технологічної діяльності в Україні / [Електронний ресурс] / С.О. Тульчинська.- Економічний вісник НТУУ КПІ – 2008 - Режим доступу до журн: [economy.kpi.ua/uk/taxonomy/term/988](http://economy.kpi.ua/uk/taxonomy/term/988)

### **Додаткова література**

77. Ресурсный центр малого предпринимательства. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rcsme.ru/>.
78. Словник термінів // Офіційний сайт Київського національного інституту внутрішніх справ: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.naiiau.kiev.ua/tslc/pages/humanright/glossary/gl346/info\\_ukr.htm](http://www.naiiau.kiev.ua/tslc/pages/humanright/glossary/gl346/info_ukr.htm).
79. Смертига І. Ризиковий партнер. На венчурного інвестора можна перекласти частину ризиків при реалізації бізнес-проекту / І.Смертига // Журнал «Практика управління». – № 3 (3) – 2007. – С.32-36.
80. Соловей Н.В., Іванченко М.М. Проблеми та перспективи венчурного інвестування в Україні. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2009\\_1/Solovey\\_Ivcenko\\_109.htm](http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2009_1/Solovey_Ivcenko_109.htm).

81. Стан, перспективи розвитку інноваційних процесів в Україні та можливості їх впливу на формування ВВП: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.vlasnasprava.info/ua/information.html?\\_m=publications&\\_t=rec&id=9361](http://www.vlasnasprava.info/ua/information.html?_m=publications&_t=rec&id=9361).
82. Стан розвитку організаційних форм венчурного підприємництва і його інфраструктури в країнах світу та в Україні / О.П. Зінченко, В.П. Ільчук, Л.Ф. Радзівська, В.М. Євтушенко; НДІ соціально-економічних проблем МісТа. – К.: НДІСЕП, 2004. – 80 с. – Бібліогр.: с. 73-77.
83. Стельмашук А.М. Державне регулювання економіки: Навчальний посібник / А.М. Стельмашук – Тернопіль: ТАНГ, 2000. – 315 с.
84. Термінологія венчурного бізнесу: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://invent.boom.ru/termins.htm>.
85. Фактори впливу на розвиток венчурного інвестування в Україні: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=13>
86. Федоренко В. Венчуринг в Україні: Сучасний стан та передумови подальшого розвитку / В.Федоренко // Інвестиції: практика та досвід, 2003. – № 24. – С. 20-25.
87. Цихан Т. Роль венчурної індустрії в формуванні національної інноваційної системи. Опыт США, Европы, России, Украины / Т. Цихан // Теория и практика управления – 2004. – №11 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://forinsurer.com/public/04/1/29/1629>.
88. Чебунш О.І. Інноваційні шляхи розвитку промисловості у Києві / О.І. Чебунш, Б.М. Данилишина, О.М. Невелева// Доп.наук.-практ.конф., м.Київ, 26 січня 2007р. – К.Юбериги, 2001. – 280с.
89. Чернявський А. Д. Корпоративне управління: Навч. посіб. / А. Д. Чернявський, В.В. Кобржицький. – Міжрегіональна академія управління персоналом. – К. : МАУП, 2006. – 208с. – Бібліогр.: с. 205-207.
90. Що таке компанія з управління активами (КУА) і які функції. Українська асоціація інвестиційного бізнесу: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/abcpeople/abetka\\_isi/6117.html](http://www.uaib.com.ua/abcpeople/abetka_isi/6117.html).
91. Ямненко Г.С. Інноваційні структури – ключ до розвитку економіки / Г.С. Ямненко // Вісник Київського національного університету технологій та дизайну. Збірник наукових праць. – 2005. – № 4 (24). – С. 120-125.
92. Эффективное планирование: искусство, наука и практика / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.icsti.Su/ros\\_ten3/100ventures/a/businessguide/crosscuttings/planning\\_main.html](http://www.icsti.Su/ros_ten3/100ventures/a/businessguide/crosscuttings/planning_main.html).
93. Apple Компания: история развития, основные продукты [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://refu.ru/refs/67/15551/1.html>
94. Technology Rating.: Neue Entscheidungshilfen für Hightech-Investoren. Oliver Everling, Sven-Matthias Riedel, Pierre Weimerskirch (Hrsg.) Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme. – 2000. ISBN 309-11483-1
95. The Private Equity Edge. How private equity players and the world's top companies build value and wealth. Artur B. Laffer, William J. Hass & Shepherd G. Pryor IV. The McGraw-Hill Companies. Copyrights 2009. – 2009 – 411 p.
96. Who we are. The ABBY Company [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.theabbeyco.com/?a=about>.