

УДК 336.76(045)

Бутурлак Т.О.
кандидат економічних наук,
доцент кафедри фінансів і банківської справи
Ужгородського національного університету

Завацька В.В.
студентка
Ужгородського національного університету

ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ ЯК ДЖЕРЕЛА ФІНАНСУВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ ТА ШЛЯХИ ВДОСКОНАЛЕННЯ (НА ПРИКЛАДІ ДОСВІДУ США)

PROBLEMS OF FUNCTIONING OF VENTURE CAPITAL AS A SOURCE OF FUNDING INNOVATION ACTIVITIES IN UKRAINE AND WAYS OF ITS IMPROVEMENT (BASED ON THE EXAMPLE OF THE USA)

АНОТАЦІЯ

Розглянуто сутність механізму венчурного фінансування. Досліджено становлення та особливості інвестування на основі венчурного капіталу в Україні. Проаналізовано особливості венчурного інвестування у США та динаміку здійснення інвестицій на основі венчурного капіталу. Також в статті розглянуто галузі, в які було спрямовано найбільше інвестицій в США у 2014 році. Визначено проблеми здійснення фінансування інноваційних проектів на основі венчурного капіталу в Україні. Запропоновано шляхи подолання цих проблем на прикладі досвіду США.

Ключові слова: венчурний капітал, «бізнес-ангели», венчурні фонди, «внутрішній венчур», інститут спільного інвестування, інноваційний університет.

АННОТАЦИЯ

Рассмотрена сущность механизма венчурного финансирования. Исследовано становление и особенности инвестирования на основе венчурного капитала в Украине. Проанализированы особенности венчурного инвестирования в США и динамика осуществления инвестиций на основе венчурного капитала. Также в статье рассмотрены отрасли, в которые были направлены наибольшие инвестиции в США в 2014 году. Определены проблемы осуществления финансирования инновационных проектов на основе венчурного капитала в Украине. Предложены пути преодоления этих проблем на примере опыта США.

Ключевые слова: венчурный капитал, «бизнес-ангелы», венчурные фонды, «внутренний венчур», институт совместно-го инвестирования, инновационный университет.

ANNOTATION

Essence of the mechanism of venture capital is examined in the article. The formation and features of the investment based on venture capital in Ukraine are researched. The features of venture investment in the USA and dynamics of realization of the investments based on venture capital are analyzed. Also the branches, in which the largest investments had been invested in the USA in 2014, are examined. Problems of realization of funding innovative projects based on venture capital in Ukraine are determined. The ways of overcoming these problems based on the experience of the USA are offered.

Keywords: venture capital, "business angels", venture funds, "internal venture", institute of common investing, innovative university.

Постановка проблеми. Венчурний капітал в Україні зародився порівняно недавно. До 2002 року в Україні було всього тільки 7 венчурних фондів [10]. Сьогодні таких фондів налічується вже 1014 [10]. Однак, незважаючи на те, що кількість венчурних фондів і вартість їх активів значно збільшилися, венчурні фонди в Україні

не виконують ті функції, які на них покладаються, а саме фінансування інноваційних проектів. Пошук шляхів подолання проблем здійснення фінансування інноваційних компаній на основі венчурного капіталу в Україні обумовлює актуальність даного дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання венчурного капіталу знайшло відображення в працях таких українських і зарубіжних вчених, як Н.Т. Рудь, С.Ф. Лазарева, І.О. Бузаджи, І.С. Козієнко, Я.В. Воловець, В.В. Лаврук., Ю.В. Жуковська, А.І. Пилипак, Т.С. Томалья, Л.П. Гринашін, Ю.Б. Леонтьєва, А.Т. Каржаув та ін.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Однак у вітчизняній науці особливості венчурного фінансування в Україні, проблеми та шляхи його вдосконалення залишаються не достатньо дослідженими і такими, що потребують подальшого аналізу. Особливо важливо розробити шляхи вдосконалення венчурного капіталу в Україні, використовуючи досвід США як країни, де венчурний капітал розвинений найкраще.

Постановка завдання. Метою статті є аналіз особливостей венчурного інвестування в Україні, пошук шляхів його вдосконалення. Виходячи із поставленої мети, завданнями, що визначили логічну структуру дослідження, стали: аналіз становлення та функціонування венчурного капіталу в Україні; дослідження проблем венчурного фінансування інноваційних компаній в країні; пошук шляхів подолання цих проблем на основі досвіду США, вивчення з цією метою механізму венчурного фінансування інноваційних компаній США.

Виклад основного матеріалу дослідження. Венчурний капітал (від англ. «venture» – ризикване підприємство) – це довгостроковий, ризиковий капітал, що інвестується в акції нових і швидкозростаючих компаній з метою отримання великого прибутку після реєстрації акцій цих компаній на фондовій біржі [1].

Сутність венчурного капіталу проявляється у механізмі венчурного фінансування. Венчурне фінансування передбачає здебільшого поетапне фінансування венчурних фірм.

Розрізняють різні організаційні форми венчурних фірм [2]:

1. «незалежні» венчурні фірми – найчастіше дрібні, інноваційні фірми з використанням капіталу інвестиційних фондів;

2. фірми впровадження, організовані на паювій основі промисловими корпораціями, так звані зовнішні венчурні фонди корпорацій;

3. «внутрішні» венчурні відділи корпорацій.

До джерел венчурного фінансування відносять:

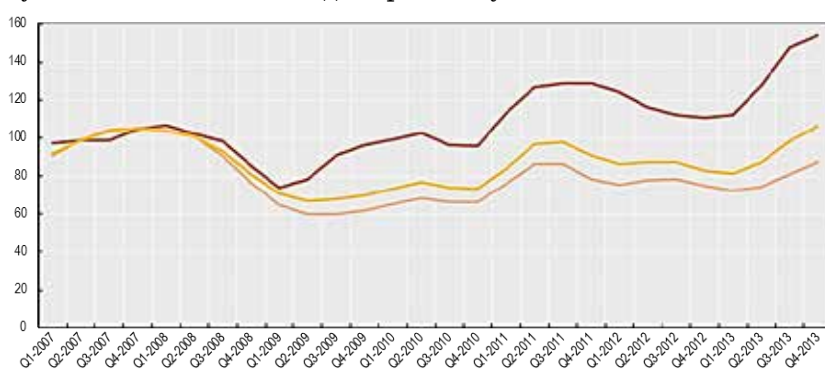
- венчурні фонди;
- банки;
- страхові компанії;
- інвестиційні компанії;
- приватні інвестори;
- державні структури [3, с. 227].

Фінансування на основі венчурного капіталу сприяє інтересам обох сторін: як венчурних фірм, так і інвесторам, оскільки венчурні фірми не повертають інвесторам вкладені у них кошти і не виплачують відсотки щодо їх використання. Своєю чергою інвестор отримує акції, право на участь в управлінні венчурною фірмою, права на всі запатентовані і незапатентовані («ноу-хау») інновації та засновницький прибуток від венчурних фірм, якщо вони стають успішними.

Визначальними рисами венчурного фінансування є високий ступінь ризику та підвищена прибутковість. Якщо порівняти з інвестиціями в цінні папери (облігації й привілейовані акції), які приносять дохід в розмірі 5–10% річних, то завдяки венчурному капіталові в разі успіху норма прибутку на авансований капітал через п'ять років досягає 30–40% в середньому [4].

Щодо структури ринку венчурного капіталу, то тут можна назвати два великі сектори: формальний і неформальний.

Формальний сектор представлений венчурними фондами, які здійснюють венчурне фінансування на пізніших стадіях розвитку компанії.



1 – інвестиції на початковому етапі («посівний капітал»)

2 – загальні

3 – інвестиції на пізніших стадіях

Рис. 1. Динаміка здійснених інвестицій на основі венчурного капіталу в США за 2007–2013 роки [8]

Неформальний сектор охоплює фінансування проектів на початковій їх стадії розробки. Інвесторами в цьому секторі виступають приватні особи, які владають у венчурні фірми «посівний капітал». У літературі часто зустрічається поняття «бізнес-ангели», яке прийнято застосовувати до приватних інвесторів. Це пояснюється їх неоцінним значенням для розвитку малого бізнесу. У США на частку бізнес-ангелів припадає близько 80% всіх інвестицій у компанії, що знаходяться на початковому етапі [1].

Вперше венчурний капітал виник у 1949 р. у Кремнієвій долині (США) внаслідок значних замовлень уряду на розробку та виробництво нових видів продукції, в основному в області електроніки ракетобудування [5, с. 90].

Характерною рисою венчуру в США є те, що з самостійними венчурними фірмами значного поширення набуло створення внутрішніх венчурних відділів великих корпорацій, які займаються відбором, фінансуванням прогресивних ідей, освоєнням новітніх технологій, які можуть бути запропоновані незалежними малими наукомісткими фірмами чи співробітниками цієї корпорації. Для прикладу, компанія General Electric налічує у своєму складі 30 венчурних підприємств, що задіяні у різних стратегічних сферах науки [6].

При успішній діяльності тимчасового «внутрішнього венчура» він стає одним з виробничих підрозділів корпорації. Відтак корпорація реалізує продукцію, яка розроблена цим венчуrom.

Згідно з офіційними даними National Venture Capital Association у 2014 р. найбільше здійснювалося венчурне фінансування компаній в галузі програмного забезпечення (компанія Uber Technologies Inc з обсягом залучених інвестицій 1,2 млрд \$), виробництва комп'ютерів і периферійних приладів (Magic Leap Inc – 542 млн \$), медіа (Vice Media Inc – 500 млн \$), біотехнологій (Moderna Therapeutics Inc – 446 млн \$) [7].

Динаміка інвестицій на основі венчурного капіталу в США за 2007–2013 рр. зображена на рисунку 1.

Проаналізувавши дані рисунку 1. можна дійти висновку, що венчурне фінансування продовжує зростати швидкими темпами в США досі. Наприкінці 2013 року спостерігалось зростання інвестицій на основі венчурного капіталу на 55% порівняно з 2007 роком.

Особливістю венчурного інвестування в США є те, що розвиток венчурних фірм забезпечується, окрім коштів приватних інвесторів, венчурних фондів та інших джерел, урядом країни. Більше половини урядів штатів США здійснюють фінансування наукомістких підприємств на їх початкових, достартових етапах. Це пояснюється усвідомленням урядом значення підтримки молодих

компаній для економіки країни. Деякі штати утворили значні за розмірами пули венчурного капіталу, що оцінюються від 5–10 млн. доларів до кількох сотень мільйонів [4].

В Україні венчурне фінансування зародилося не з метою розвитку ініціативних інноваційних проектів, а з метою виходу з кризи і підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств.

Венчурний бізнес в Україні з'явився у 1992 році при підтримці міжнародних фінансових організацій, зокрема ЄБРР, яка у цьому році виступила інвестором створення першого венчурного фонду «Україна».

Відповідно до появи венчурного капіталу українського походження розвиток вітчизняних венчурних фондів поділяють на 2 етапи:

1. 1992–2001рр. – цей етап характеризується наявністю 7 венчурних фондів неукраїнського походження. Напрямки інвестування цих фондів стосувалися менш ризикових та традиційних галузей (агробізнес, харчопереробна галузь, виробництво будівельних матеріалів та меблів). Вкладалися інвестиції у вже функціонуючі підприємства середнього бізнесу [9].

Отже, діяльність даних венчурних фондів відрізняється від класичної діяльності венчурних фондів у розвинених країнах.

2. 2001 р. – досі – розпочався з прийняттям Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Основною його характеристикою є зростання кількості венчурних фондів і створення їх резидентами України [9].

Підтвердженням такої «еволюції» вітчизняного венчурного капіталу є показники динаміки кількості венчурних фондів та чистих активів за 2004–2014 рр., представлені в таблиці 1.

Таблиця 1
Динаміка кількості венчурних фондів та чистих активів в Україні за 2004–2014 рр. [10]

Рік	Загальна кількість, од.	Чисті активи, млн. грн.	Темпи росту кількості, %	Темпи росту чистих активів, %
2004	54	1 406,50	-	-
2005	121	4 553,80	224,07	323,77
2006	265	12 741,50	219,01	279,80
2007	417	24 930,70	157,36	195,67
2008	652	48 892,60	156,35	196,11
2009	708	62 546,10	108,59	127,93
2010	750	88 752,70	105,93	141,90
2011	867	103 656,90	115,60	116,79
2012	973	129 498,40	112,20	124,93
2013	1031	149 880,80	105,96	115,74
2014 (за III кв.)	1014	170 796,91	98,35	113,96
Середнє значення	-	-	140,34	173,66

Як видно з наведених даних, в Україні спостерігається зростання кількості венчурних

фондів протягом останнього десятиліття у 18,7 разів та вартості чистих активів у 121,4 рази.

Однак, незважаючи на позитивну загалом тенденцію щодо зростання кількості венчурних фондів (крім зменшення за офіційними даними їх кількості протягом перших III кварталів 2014 р.), на українському ринку венчурного капіталу наявні певні проблеми:

1. Недосконала нормативна база: згідно зі ст. 4 Закону України «Про інститути спільного інвестування» юридичні особи, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25%, не можуть бути учасниками інституту спільного інвестування [11]. Відтак цей закон обмежує кількість потенційних інвесторів.

В той час Закон України «Про інноваційну діяльність» навіть не розглядає венчурний капітал як джерело фінансування інноваційної діяльності.

2. Деякі науковці вважають, що більшість венчурних фондів можуть використовуватися не для здійснення венчурного фінансування інноваційних компаній, а як інструмент фінансово-промислових груп з метою легального зменшення податкового тиску та перерозподілу коштів між їх учасниками. Адже згідно з п. 141.6.1 Податкового кодексу України кошти інституту спільного інвестування та доходи від здійснення операцій з активами цього інституту не підлягають оподаткуванню [12]. Відтак венчурні фонди можуть бути використані з метою мінімізації оподаткування.

3. Незадовільне виконання венчурних фондів своїх функцій, які мали б виражатися у фінансуванні інноваційних проектів новостворених наукомістких підприємств. Натомість венчурні фонди займаються фінансуванням тих сфер, які пов'язані з високим доходом та відносно низьким ризиком (будівництво, сільське господарство та переробка сільгосппродукції, харчова промисловість). Згідно з даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, 60% інвестицій венчурні фонди здійснюють у нерухомість, частка венчурних фондів, що вкладають кошти в інноваційні технології становить лише 1% [10].

Подолати ці проблеми, на нашу думку, можна шляхом таких вдосконалень.

По-перше, необхідно внести зміни до чинної нормативно-правової бази. Доцільнішим було б розширити сферу потенційних інвесторів, скасувавши обмеження, що юридичні особи, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25%, не можуть бути учасниками інституту спільного інвестування. Це призводить до того, що, наприклад, багато страхових компаній не можуть здійснювати венчурне фінансування, хоча закордоном вони виступають як одне з важливих джерел інвестування.

По-друге, необхідний суворіший нагляд за діяльністю фінансово-промислових груп у складі венчурних фондів з метою недопущення здійснення ними махінацій з перерозподілу між підприємствами цих груп коштів та мінімізації

оподаткування. Мінімізація оподаткування – прогресивне явище з погляду залучення інвесторів, тому встановлювати ставку податку на прибуток за операції з активами для відсіювання квазі-інвесторів недоцільно, однак за умови контролю за діяльністю цих груп (наприклад, шляхом створення наглядових рад).

По-третє, вкрай важливо, щоб венчурні фонди фінансували інноваційні проекти, а не сфери, пов'язані з низьким ризиком, і тому привабливіші для них. Адже майбутнє за інноваціями. Важливу роль для розширення венчурних фірм, які можуть займатися інноваціями, мають зіграти інноваційні університети. Інноваційні університети суттєво допомагають венчурним фірмам, які прагнуть розробляти інноваційні проекти, шляхом спільної розробки інноваційної ідеї, шляхів її впровадження, проведення експериментальної частини, опитування громадської думки, розробки перших прототипів новітньої продукції та багато іншого. Разом вони мають забезпечити інноваційний розвиток нашої держави.

По-четверте, уряд повинен забезпечити підтримку інноваційних університетів та венчурних фірм. Для цього можна скористатись досвідом США, де більше половини урядів штатів США здійснюють фінансування наукомістких підприємств на їх початкових етапах.

По-п'яте, ефективним було б створення корпораціями у своєму складі внутрішніх венчурних підрозділів, які набули широкого поширення в США. Вони можуть ефективно діяти і в Україні, забезпечуючи нашу державу інноваційною, конкурентоспроможною продукцією.

Висновки. Незважаючи на значну кількість праць вчених, питання венчурного капіталу в Україні досліджено недостатньо. Першочергово у вітчизняному законодавстві існує певна невизначеність і суперечність щодо трактування сутності венчурного капіталу, механізмів його впровадження, що, своєю чергою, унеможливає його розвиток. Як результат дослідження в статті внесені пропозиції щодо вдосконалення функціонування вітчизняних венчурних фондів шляхом обґрунтування необхідності внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування» стосовно осіб, які можуть стати учасниками спільного інвестування, створення наглядової ради за діяльністю фінансово-промислових груп. Також внесено пропозицію створення «внутрішніх венчурів», які в разі успіху можуть стати виробничим підрозділом компанії.

У результаті дослідження світового досвіду, зокрема США, запропоновано шляхи подолання проблем венчурного фінансування інноваційних компаній в Україні. Перспективним в цьому напрямі для України вважаємо співпрацю інноваційних університетів та венчурних фірм. Українською асоціацією інвестиційного бізнесу визначено, що венчурний капітал – це довгостроковий, ризиковий капітал, що інвестується в акції нових і швидкозростаючих компаній з

метою отримання великого прибутку після реєстрації акцій цих компаній на фондовій біржі. Тобто згідно з цим визначенням організаційно-правова форма організації венчурної фірми – акціонерне товариство. При організації міжнародної інвестиційної діяльності існує низка умов венчурного фінансування: підприємство, у яке вкладаються кошти венчурного фонду, не повинно бути державним, командитним, індивідуальним чи кооперативним. Воно обов'язково має бути акціонерним або в ході інвестування стати акціонерним. Отже, університети можуть створювати венчурні фірми у формі акціонерного товариства, щоб залучити кошти інвесторів для втілення в практику інноваційних ідей.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Поняття венчурного капіталу: неформальний та формальний сектори / Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/204/13_4.pdf.
2. Рудь Н.Т. Економіка та організація інноваційної діяльності: навч. посібник / Н.Т. Рудь [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://lib.lntu.info/books/fb/pesp/2012/12-40>.
3. Лаврук В.В. Венчурне інвестування інноваційної діяльності / В.В. Лаврук // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2012. – № 1. – С. 224–234.
4. Лазарева С.Ф. Економіка та організація інформаційного бізнесу: навч. посібник / С.Ф. Лазарева [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uchebnik-online.net/book/588-ekonomika-ta-organizaciya-informacijnogo-biznesu-navchalnij-posibnik-lazaryeva-s-f/42-rozdil-8.html>.
5. Козієнко І.С. Формування та розвиток американської моделі венчурного фінансування / І.С. Козієнко // НАУКА І ПРАВОХОРОНА. – 2013. – № 4 (22). – С. 89–93.
6. Воловець Я.В. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання / Я.В. Воловець [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pulib.if.ua/part/3838>.
7. Дані офіційного сайту National Venture Capital Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nvca.org/research/venture-investment/>.
8. Дані офіційного сайту the Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/entrepreneurship-at-a-glance-2014-entrepreneur_aag-2014-en.
9. Бузаджи І.О. Венчурний капітал в Україні як джерело фінансування інвестиційних проектів / І.О. Бузаджи // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – 2011. – № 9 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=697>.
10. Дані офіційного сайту Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html.
11. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>.
12. Податковий кодекс України від 02.12.2010 № 2755-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2755-17/page>.