

**М.В. ЛУКАШИНА,**

*Головне управління економіки і інвестицій Київської міської державної адміністрації*

**ІНСТИТУТИ АЛЬТЕРНАТИВНОГО ФІНАНСУВАННЯ  
МАЛОГО ІННОВАЦІЙНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА**

Розвиток інноваційного підприємництва сьогодні розглядається як складова національних інноваційних систем (НІС) та справедливо вважається найважливішим інструментом трансформації економічної системи в умовах науково-технологічного прогресу та ключовим ресурсом у забезпеченні конкурентних переваг.

В літературі, присвяченій зазначеній проблематиці, зокрема, наголошується, що для підприємницької діяльності головне в даному суб'єкті не сама особистість підприємця, якому властиві різноманітні людські якості, а його здатність використовувати нові комбінації основних факторів відтворення – робочу силу (праця), капітал, землю [1]. Інноваційна підприємницька діяльність – один з видів творчої діяльності, спрямованої на створення нового чи вдосконаленого продукту, технологічного процесу, чи то на вироблення нового підходу до надання соціальних послуг [2]. Справедливо також наголошується, що не будь-яке підприємство є інноваційним, а лише таке, котре дозволяє одержати підприємницький дохід у результаті створення, використання або дифузії інноваційного продукту [3].

В умовах глобалізаційних процесів особливо актуальною постає проблема розкриття сутності та механізмів функціонування малого інноваційного підприємництва (МІП) як невід'ємного, системоутворюючого елементу інноваційної системи, так як його роль полягає в підвищенні інноваційної активності й ефективності та стійкості системи. Такі функції малого підприємництва в національній інноваційній системі (НІС) обумовлені його властивостями як форми організації господарської діяльності, а саме: мобільність, гнучкість, ризикованість, висока інноваційна активність і адаптивність.

Проте, незважаючи на значні переваги МІП, однією із основних проблем у його становленні та розвитку є залучення капіталу. Банківський кредит не завжди може бути джерелом інвестування в даний бізнес у зв'язку з відсутністю адекватного задатку або з труднощами оцінки потенціального ризику. Тому для залучення капіталу в інноваційні проекти існує особлива фінансова індустрія – венчурний ка-

пітал. Використання венчурного капіталу як джерела фінансування малого інноваційного підприємництва стає новим напрямком наукових досліджень. Зокрема, автори [4] розглядають стан розвитку організаційних форм венчурного підприємництва і його інфраструктури в країнах світу та в Україні, а в [5] запропоновано підходи до формування концепції національної системи венчурного інвестування.

Та все ж в умовах України актуальними вже тривалий період залишаються проблеми створення сприятливого інституційного середовища для розвитку малих та середніх підприємств (МСП), що передбачає в основному наступне: 1) захист прав підприємців, 2) існування конкурентних ринків, 3) макроекономічну стабільність, захищеність легальних прав власності; 4) захищеність виконання договірних зобов'язань; 5) відсутність адміністративних бар'єрів та інше. Однак у напрямі розвитку теорії та практики малого інноваційного підприємництва не опрацьованими залишаються питання щодо формування інститутів його організаційно-фінансового забезпечення.

Метою статті є розглянути можливі варіанти та підходи до організації взаємодії інститутів альтернативного фінансування малих інноваційних підприємств з врахуванням досвіду передових у контексті зазначеної діяльності країн світу.

Динамізм підприємницької й інноваційної діяльності передбачає високу ділову активність, у процесі якої створюються нові підприємства, що успішно розвиваються або розоряються в безперервному прагненні подолати невизначеність ринку та технологій і поліпшити стан економіки. У зв'язку з цією невизначеністю важко надавати підтримку конкретним інноваційним підприємствам. Тому в питаннях фінансової підтримки на найбільш невизначених етапах свого розвитку інноваційні підприємства залежать від приватних інвесторів або від спеціалізованих посередників.

Досвід провідних країн світу показує, що у тих випадках, коли знаходиться такого роду "альтернативне" фінансування, інноваційні системи функціонують ефективно, створюючи і

© М.В. Лукашина, 2009

примножуючи національне багатство і тим самим забезпечуючи економічне зростання та створення нових робочих місць.

Слід зазначити, що в світі існує досить обмежений і неоднозначний досвід державних рішень на рівні політики, що стосуються фінансування інновацій, і тому окремим країнам вкрай складно розробляти свої національні програми й вчитися на досвіді інших країн. В різних країнах існують різні умови й інститути, що підтримують цикл інноваційного фінансування; вони мають у своєму розпорядженні різні за своїм характером і послідовністю застосування заходи для усунення недоліків у цьому циклі [6].

Так, наприклад, у прийнятій у 2000 році Лісабонської стратегії ЄС поставлена задача до кінця поточного десятиліття перетворити ЄС у найбільш конкурентоспроможну і динамічно розвинуту економіку, засновану на знаннях. Ця мета була підтверджена і посилена в 2005 році в оновленій Лісабонській стратегії "Партнерство для економічного зростання і створення робочих місць". В даний час Програма розвитку підприємництва й інновацій є одним із трьох фундаментальних елементів "Рамкової програми з питань конкурентоспроможності й інноваційної діяльності" (КПД) на 2007-2013 роки. Ця програма є продовженням минулих великих програм, орієнтованих на розвиток підприємницької й інноваційної діяльності, і передбачає надання допомоги підприємствам у розвитку інновацій шляхом надання доступу до мереж фінансування і підтримки бізнесу, з акцентуванням уваги на питаннях забезпечення ризиковим капіталом динамічних інноваційних компаній. Зазначену програму доповнюють також інші програми, як, наприклад, Сьома рамкова програма і програма JEREMIE (Європейська програма ресурсів для спільного моніторингу малих і середніх підприємств), орієнтовані на пріоритети програми "Партнерство для економічного зростання і створення робочих місць".

Відповідно до урядових програм більшості країн-учасниць ресурси або передаються цільовим підприємствам прямо, через керовані державою інвестиційні фонди або через установи, що надають гранти, або побічно - через спеціально обраних для цієї мети посередників, таких як приватні особи (бізнес-ангели), фонди венчурного капіталу – ВК- (у тому числі фонди «посівного» капіталу), інкубатори і центри для передачі технологій. Вибір посередника, як правило, залежить від конкретної

спрямованості програми. Одна з форм залучення посередників передбачає фінансування їхнього створення і початкового капіталу шляхом надання кредитів, грантів на розвиток бізнесу або часткового фінансування. У деяких випадках умовою фінансування фондів ВК є рівнобіжна участь приватних інвесторів. Ще одна форма залучення посередників пов'язана з наданням боргових або окремих гарантій приватним інвесторам, а також податкових стимулів окремим особам, корпоративним або інституціональним інвесторам у випадку здійснення ними інвестицій у конкретні категорії підприємств.

Вивчення та узагальнення зазначених документів вказує на переважне існування конкретних інститутів, що сприяють фінансовому забезпеченню МПП на ранніх етапах їх існування. Зокрема, особлива увага приділена бізнес-ангелам і фірмам венчурного капіталу (ВК), що є основними інститутами в сфері фінансування інновацій.

На практиці переважає такий принцип: фірми венчурного капіталу і бізнес-ангели знаходять "кращих із кращих" – групу найбільш перспективних динамічних підприємств – однак для того, щоб такі підприємства з'явилися, необхідно "посіяти" досить велику кількість інноваційних підприємств. Неформальні інвестори, інкубатори, програми комерціалізації технологічних досягнень та інші інституції, що обслуговують даний етап, відіграють винятково важливу роль у процесі «посіву» інноваційних підприємств.

Найбільш зручною формою фінансування інноваційних підприємств на етапі їхнього становлення, що враховує специфіку ризиків таких підприємств і їхню потенційну прибутковість, є зовнішні прямі інвестиції в акціонерний капітал або аналогічні їм інвестиції (такі, як кредити, конвертовані в акції підприємства, та інвестиційні позики). Основними джерелами такого фінансування є бізнес-ангели і фонди венчурного капіталу (ВК), хоча основна частина фондів ВК звичайно бажає мати справу з компаніями, що вже мають розроблені продукти. В обмін на надане фінансування вони одержують частину акцій відповідної компанії, що дозволяє їм брати участь у всіх доходах від реалізації потенціалу зростання підприємства, якщо такі доходи будуть отримані. Крім того, такі інвестори в акціонерний капітал здобувають значні права контролю і здійснюють детальний моніторинг процесів, що дозволяє їм керувати ризиком зниження вартості своїх ін-

вестицій. Окрім того, часто вони є для підприємств джерелами цінних експертних знань і ділових зв'язків, збільшуючи тим самим комерційний потенціал таких підприємств.

Про масштаби діяльності цієї категорії інвесторів дає інформація про те, що в 2006 році в США інвестиції бізнес-ангелів у 51000 підприємств склали 25,6 млрд. дол. США<sup>1</sup>, а інвестиції фірм венчурного капіталу (ВК) у приблизно 3 500 підприємств - 26,1 млрд. дол. США<sup>2</sup>. Відмінності між показниками діяльності цих джерел фінансування ще більш істотні на етапах "посіву" і стартових операцій: на інвестиції в підприємства, що знаходяться на початковій стадії розвитку, припадало майже 46% інвестицій бізнес-ангелів, тоді як фонди ВК спрямували в такі підприємства лише 20% своїх коштів.

Аналіз досвіду роботи бізнес-ангелів [7] показує, що основні труднощі на ринку фінансування пов'язані з неефективністю потоків інформації між бізнес-ангелами і підприємцями, у результаті чого як бізнес-ангелів, так підприємців високого професійного рівня важко знайти.

Інвестування венчурного капіталу пов'язано з наданням перспективним підприємствам професійно керованого капіталу в обмін на частку (пакет акцій) у компанії в розрахунок на те, що в результаті успішного розвитку цих підприємств через п'ять-сім років цю частку можна буде продати із значним прибутком. За такою організаційно-фінансовою схемою фірми венчурного капіталу (ВК) виконують важливу посередницьку функцію: завдяки їм кошти інституціональних інвесторів попадають до підприємств із високим потенціалом, тоді як без їхнього посередництва ці підприємства не звернули б увагу згаданих інвесторів та інших традиційних фінансових установ.

Як правило, хоча ВК бере участь у найрізноманітніших фірмах, його основна частина (70-80%) спрямовується в компанії, що знаходяться на етапі розширення діяльності, невідзначеність у відношенні високих потенційних можливостей яких в основному вже успішно знята. Однак слід зазначити, що ВК, який бере участь у фінансуванні ранніх етапів становлення підприємств, незважаючи на те, що його частка в загальному обсязі венчурних інвестицій і незначна, забезпечує критично важливу

безперервність між фінансуванням ангелів і фінансуванням етапу розширення бізнесу.

Важливою особливістю діяльності ВК є також сприяння приймаючій його компанії в підвищенні кількості патентуємих винаходів. Наприклад, у галузі біотехнології на фірми, що одержали підтримку ВК, припадає переважна частка виданих патентів і дозволених до виробництва лікарських засобів, хоча частка цих фірм у загальній кількості фірм даної галузі досить скромна [8].

На відміну від пасивних інвесторів, що вкладають кошти в портфельні інвестиції, венчурні капіталісти активно беруть участь у розвитку компаній свого портфеля інвестицій, тим самим збільшуючи вартість цих компаній, до того ж не тільки шляхом надання фінансового капіталу, але й у результаті активного управління, наприклад, шляхом моніторингу поведінки і виробничої діяльності компанії, а також шляхом надання підприємцям з обмеженими ресурсами рекомендацій стратегічного характеру і своїх ділових зв'язків. Крім цього фірми ВК надають допомогу в підборі і підвищенні професійного рівня управлінського персоналу, при цьому часто первісних підприємців заміняють на більш досвідчених менеджерів, більш підходящих для рішення задач розвитку даного підприємства. Фірми ВК можуть активно впливати на стратегічні й оперативні рішення відповідних компаній завдяки своїй активній і значній участі в керуванні такими компаніями на рівні ради директорів.

Слід звернути увагу на такий важливий момент: оскільки фірми ВК не інвестують свої власні кошти, то мобілізація ресурсів є критично важливим компонентом циклу венчурного капіталу. Таким чином, надання ресурсів фірмам ВК має економічний сенс лише остільки, оскільки доходи, що забезпечуються цими фірмами, перевищують альтернативні варіанти повернення на інвестиції даних інвесторів (opportunity costs) і адекватно компенсують ризику, що ці інвестори беруть на себе.

За своєю організаційно-правовою формою на багатьох розвинутих ринках венчурного капіталу фонди ВК організовані як партнерства з обмеженою відповідальністю (LLP), у яких інституціональні інвестори є партнерами з обмеженою відповідальністю, а партнери фірм ВК - генеральними партнерами, що надають невелику частку (як правило, 1%) капіталу фонду. Партнерам з обмеженою відповідальністю забороняється участь в активному управлінні фондом, хоча за допомогою різних

<sup>1</sup> Center for Venture Research.

<sup>2</sup> PWC MoneyTree.

домовленостей вони все ж впливають на поведінку менеджерів венчурних фондів. Партнерства LLP створюються на певний термін – за звичай на 10-12 років. Передача приватної власності і вихід з партнерства до завершення його терміну дії заборонені. Організаційно-правова форма LLP дозволяє проводити потоки ліквідності через структуру партнерства до партнерів з обмеженою відповідальністю і платити податки по цих потоках за ставками оподаткування, що діють у відношенні партнерів з обмеженою відповідальністю, тим самим уникаючи подвійного оподаткування, пов'язаного з формою корпоративної організації. Ця організаційна форма дозволяє також передавати цінні папери партнерам таким чином, що до фактичного продажу цінного папера зобов'язань по сплаті податків не виникає.

Згідно типової схеми винагороди, фірма ВК одержує комісійні за менеджмент у розмірі від 2% до 2,5% капіталу, довіреного фондові за увесь час його існування, і 20-25% виплат партнерам, що перевищують установлений мінімальний рівень (номінальна сума плюс установлений мінімальний прибуток). Ця структура винагороди є досить потужним стимулом, що спонукає менеджерів венчурних фірм здійснювати інвестиції в проекти з високим ризиком. Оскільки фірми ВК не здійснюють запозичень коштів і майже не беруть істотних зобов'язань, то їхня діяльність не піддає значним ризикам необмежену відповідальність генеральних партнерів. Оскільки вони надають малу частину капіталу фонду, то їхні ризики втрат обмежені. З іншого боку, оскільки їм припадає непропорційно велика частина доходів фонду, то вони досить істотно залежать від перспективи збільшення таких доходів і в них є сильні стимули домагатися їхнього зростання.

Важливою також є роль фондових ринків для фінансування приватних інвестицій в акціонерний капітал. Зокрема, звертає на себе увагу та обставина, що динамічні фондові ринки і ринки, орієнтовані на відносно невеликі інноваційні компанії, здійснюють значний позитивний вплив на масштаби діяльності ВК на початковій стадії розвитку підприємств і відповідно підвищують можливості інноваційних підприємств успішно перейти від фінансування бізнес-ангелами до фінансування інвесторами ВК і до інших видів фінансування. Фондові ринки не тільки забезпечують привабливі можливості виходу з інвестицій бізнес-ангелам і інвесторам ВК, але й висувають високі вимоги до чіткості інформації про фінансові показни-

ки діяльності підприємства. Така інформація дозволяє об'єктивно порівнювати результати діяльності компаній і галузей та виявляти ті з них, що працюють недостатньо ефективно. Це означає, що фондовий ринок виступає як каталізатор розвитку індустрії ВК і одночасно впроваджує єдині методи оцінки, що дозволяють проводити стандартизовані порівняння результатів роботи підприємств. Крім того, що фондові біржі повинні мати у своєму розпорядженні ліквідність, достатню для компаній, включених у їх лістинг, у них повинна бути також велика пропозиція нових бізнесів підприємств.

Проте незважаючи на зазначені вище переваги, в даний час індустрія венчурного капіталу, зокрема в Європі [6], зіштовхується з проблемою фрагментації ринків ВК по лініях національних кордонів. У результаті цього обсяги трансграничних інвестицій венчурних компаній обмежені, а їх діяльності заважають відмінності в національних інституціонально-правових нормах, що регулюють сектор ВК. У цьому зв'язку потенціал фондів ВК у частині інвестування в інноваційні малі і середні підприємства (МСП) використовується не повною мірою.

В умовах України, коли місцевий пул інституціонального капіталу недостатній або відсутній (у переважній більшості), необхідно забезпечити умови, потенційно привабливі для капіталу іноземних інституціональних інвесторів. Для цього потрібно, зокрема, забезпечити погодженість системи національних податкових і регуляторних норм з аналогічними системами в країнах, що конкурують за залучення іноземного інституціонального капіталу.

Допомогти в рішенні цих проблем можуть програми роз'яснювальної роботи (наприклад, інформаційні семінари) серед менеджерів інституціональних фондів і налагодження відносин з місцевою громадою. Сприяння формуванню інституту фінансових та інвестиційних консультантів, що спеціалізуються на питаннях венчурного фінансування, може слугувати одним із аргументом на користь визнання венчурного капіталу в якості одного з класів активів для інституціональних інвестицій. На розробку організаційно-економічних механізмів упровадження інститутів альтернативного фінансування малих інноваційних фірм в Україні будуть спрямовані наступні наші дослідження.



Література

1. Шимшилов С. Стратегия современного предпринимательства и социального развития корпораций. / Под ред. д-ра экон. наук М. Н. Кулапова. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К<sup>0</sup>», 2004. – 246 с.
2. Инновационный менеджмент / [С. Д. Ильенкова (ред.), Л. М. Гохберг, С. Ю. Ягудин и др]. – М. : ЮНИТИ, 2000. – 328 с.
3. Экономика инноваций./ Под ред. проф. В.Я. Горфинкеля. – М.: Вузовский учебник, 2009. – 416 с.
4. Стан розвитку організаційних форм венчурного підприємництва і його інфраструктури в країнах світу та в Україні/ Зінченко О.П., Ільчук В.П., Радзівська Л.Ф. та ін. – К.: НДІ-СЕП, 2004. – 80 с.
5. Фоломьев А.Н., Каржаев А.Т. К вопросу о концепции национальной системы венчурного инвестирования // Экономист. – 2001. – № 10. – С. 27-34
6. Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования предприятий на ранних этапах развития. – Организация объединенных наций. Нью-Йорк и Женева, 2007 г.
7. Каширин А.И. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций / Каширин Александр Иванович, Семенов Александр Сергеевич. – М.: Вершина, 2008. – 384 с.
8. Lerner J. The government as venture capitalist: The long-run impact of the SBIR programme//Journal of Business. – 1999. – 72(3): 285-318.

Статья поступила в редакцию 18.06.2009