

**I.С. Кузнецова**

Інститут економіки та прогнозування НАН України, Київ

## **ІНСТИТУТ ВЕНЧУРНИХ ІНВЕСТИЦІЙ: СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ В УКРАЇНІ**



*Проаналізована специфіка інституту венчурних інвестицій в Україні, виявлені тенденції та перспективи його розвитку.  
Ключові слова: венчурні інвестиції, інновації, державне регулювання.*

### **ПОСТАНОВА ПРОБЛЕМИ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК З НАУКОВИМИ ТА ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ**

Впровадження інноваційної моделі розвитку на основі власного наукового потенціалу – безальтернативний шлях до виведення економіки України на світовий рівень конкурентоспроможності. Інструментом реалізації інноваційної моделі розвитку є національна інноваційна система. Однією зі складових національної інноваційної системи, що виконує функції підтримки розвитку новаторських технологічних компаній, є інститут венчурних інвестицій. Отже, дослідження, спрямовані на аналіз процесів формування інституту венчурних інвестицій та виявлення специфіки венчурних фондів і перспектив їх розвитку в Україні, актуальні і мають наукову та практичну цінність.

### **АНАЛІЗ ПУБЛІКАЦІЙ З ПРОБЛЕМАТИКИ**

В українській економічній літературі широко представлені загальні поняття та судження щодо сутності, контрагентів, організаційних форм й процедурних особливостей венчурних інвестицій, їх ролі в національних та глобальних інноваційних процесах, акцій державної підтримки інвесторів та акцепторів венчурно-

го капіталу в країнах-лідерах інноваційного розвитку [1]. Відомі праці, спрямовані на систематизацію світового досвіду й загальний аналіз стану венчурного капіталу в Україні [2].

Проте практично відсутні дослідження конкретних аспектів становлення інституту венчурних інвестицій в Україні, зокрема специфіки інституту венчурного інвестування, що діє у вітчизняному інституційному середовищі; особливостей галузевої структури венчурних інвестицій; державної політики щодо регулювання діяльності венчурних фондів; перспектив розвитку вітчизняного інституту венчурних інвестицій тощо.

З цих питань представлена переважно не-систематизована фактична інформація, публіцистичні огляди та інтерв'ю, міркування експертів-практиків, які часто мають протилежні бачення ситуації. Це стримує розвиток досліджень зі споріднених проблем інноваційного та інституційного розвитку України, котрі б допомагали в формуванні фундаментальних основ державної політики в царині національної інноваційної системи.

### **ЕТАПИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ**

Розвиток інституту венчурних інвестицій в Україні пройшов два основні етапи.

**Перший етап** (1992–2001 рр.) розпочався з приходом іноземних венчурних інвестицій з розвинених країн. Серед перших венчурних інвесторів, що діяли в Україні, були створений у 1992 р. венчурний фонд "Україна"; в 1994 р. — Western NIS Enterprise Fund; в 1998 р. — Black Sea Fund Euroventures Ukraine, а також представники Commercial Capital Enterprise, Societe General Emerging Europe, Baring Vostok Capital й New Century Holdings. Спільним для венчурних фондів першої генерації є іноземний менеджмент і іноземне походження капіталу.

Перші венчурні фонди в Україні є по суті інституційними трансплантатами, які, адаптуючись до специфіки незрілого й нестабільного інституційного середовища, були змушені певним чином змінити принципи функціонування.

Основні зміни стосувалися сфер, об'єктів та способів провадження інвестицій.

*По-перше*, інвестиційні потоки спрямовуються не в інноваційну, а в традиційну складову економіки. Так, менеджмент Western NIS Enterprise Fund окреслив для себе такі пріоритетні сфери інвестування: переробка сільськогосподарської продукції, виробництво й переробка продуктів харчування, виготовлення запасних частин до автомобілів, виробництво упаковки та будівельних матеріалів [3].

*По-друге*, акцепторами венчурних інвестицій виступають не малі фірми на стадії "стартапів", а майже виключно діючі підприємства середнього масштабу.

*По-третє*, якщо західній традиції притаманне при інвестуванні венчурного капіталу у розмірі до чверті від сукупних активів компанії-акцептора і отримання права рекомендаційного голосу, то в Україні венчурні фонди схильні до купівлі контрольного пакету акцій і набуття права вирішального голосу при прийнятті стратегічних рішень.

Отже, в період 1992–2001 рр. силами представників іноземного венчурного капі-

талу відбулося впровадження інституту венчурних інвестицій та його первинна адаптація до вітчизняного бізнес-середовища. Перша генерація венчурних фондів внесла до вітчизняного інституційного середовища специфічне правило здійснення венчурних інвестицій, що полягає не тільки в передачі коштів, але й у протегуванні фірм-акцепторів інвестицій. Наприклад, Western NIS Enterprise Fund організує семінари й тренінги для керівників і спеціалістів проінвестованих компаній з питань корпоративних фінансів, бухгалтерського обліку, маркетингу, стратегії управління.

**Другий етап**, що розпочався прийняттям в 2001 р. Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" й триває донині, характеризується розвитком *вітчизняних венчурних фондів*, які базуються на вітчизняному капіталі і керуються вітчизняними компаніями з управління активами.

Відповідно до закону було введено сприятливий режим функціонування венчурних фондів, зокрема податкові стимули і полегшені процедури адміністрування [4], що спричинило швидке збільшення кількості венчурних фондів в Україні: за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу за дев'ять місяців 2006 р. кількість венчурних фондів зросла на третину й склала 359 одиниць [5]. Прискорене зростання кількості венчурних фондів призвело до різкої зміни їх питомої ваги в загальній кількості інвестиційних фондів: за підрахунками Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України кількість венчурних фондів більше, ніж у два рази перевищує загальну кількість інвестиційних фондів.

Однак, на жаль, в Україні збільшення капіталізації венчурних фондів на сьогодні не приводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки: спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях в новостворені інноваційні ком-

панії для України є винятковою<sup>1</sup>. Основними акцепторами інвестицій венчурних фондів є компанії зі сфер *нерухомості та будівництва* (8 млрд грн. з 16 млрд грн. загального обсягу активів венчурних фондів) [5], *фінансів, харчової, хімічної промисловості, сільського господарства тощо* [6]. "Про інновації, як правило, й мови не йде, а фонди використовуються як інструменти оптимізації оподаткування", — відмічають експерти.

Отже, вітчизняний венчурний капітал ухляється від участі в новаторських проектах. Основні причини такого явища полягають, ймовірно, ось у чому.

*По-перше*, за умов розбалансованої інституційної системи *інвестиції в окремі галузі традиційної економіки мають надвисокий рівень доходності за відносно короткий термін інвестування та за умов суттєво низького рівня ризику*. Так, в сфері будівництва "за останні три роки рентабельність склала від 200 до 500 відсотків" [7], а окремі фонди показують зростання активів до 300, 1 000 або навіть до 5 000 % [6]. Крім того, якщо термін від вкладення до виходу з інноваційного проекту складає в середньому 7–8 років, то обіг коштів в сфері нерухомості є суттєво коротшим — 2–3 роки. За обставин, коли інвестиції в нерухомість приносять надприбутки, раціональним вибором інвесторів є вкладання капіталу саме в нерухомість, а не в інноваційні проекти, що є нижчими за доходністю, суттєво ризикованішими та тривалішими.

*По-друге*, наявні статистичні показники *щодо динаміки кількості та активів венчурних фондів не відображають реальної ситуації щодо розвитку інституту венчурного інвестування*. Організаційна форма венчурних фондів нерідко виконує "інструментальну" функцію: використовується як інструмент скорочення витрат економічних агентів за ра-

хунок експлуатації "провалів" нормативного середовища. Так, на сайті однієї з провідних українських компаній з управління активами значиться, що "створення венчурного інвестиційного фонду дає можливість інвесторам ... оптимізувати оподаткування законним способом" [8], тобто безпосередньо вказується на можливість використання оргформи венчурних фондів як інструменту зниження податкових витрат.

Можливості для цього закладені у чинній нормативній базі. Згідно з законодавством венчурний фонд не є платником податку на прибуток і вкладені в нього кошти знаходяться поза оподаткуванням на протязі всього строку діяльності фонду. Відповідно кошти венчурного фонду можуть обертатися декілька разів (в середньому — 5–7 разів [9]) вільно від податків, а якщо на момент закриття венчурний фонд виявиться збитковим, зобов'язань щодо сплати податку на прибуток не виявиться взагалі, оскільки базою нарахування податку є сума доходів, отримана інвесторами за сертифікатами фонду. Цю особливість вітчизняного інституційного середовища широко використовують ринкові агенти.

Через оргформу венчурних фондів найбільші інвестиційні потоки спрямовуються в сферу нерухомості і будівництва, яка нині є лідером за темпами зростання. На інструментальну функцію оргформи венчурних фондів непрямо вказує те, що сума інвестицій в будівництво, проведених через венчурні фонди, понад в 20 разів (!) перевищує інвестиційний масив, проведений через профільні в цій сфері організаційні форми — фонди фінансування будівництва і фонди операцій з нерухомістю [5].

Особливою групою "користувачів" оргформи венчурних фондів є великий бізнес. Якщо за кордоном головним призначенням венчурних фондів великих компаній є пошук і випробування інновацій, то у вітчизняній практиці корпоративні венчурні фонди нерідко відіграють роль фінансового буфера

<sup>1</sup> Одним з таких винятків є компанія ТЕХІНВЕСТ, що інвестує у розвиток міжнародних технологічних компаній на основі українських інновацій.

між підприємствами, що входять до складу компанії.

Таким чином, в Україні розвиток інституту венчурних інвестицій має викривлений характер, що полягає у переважному використанні організаційної форми венчурних фондів в інтересах окремих компаній та інвесторів всупереч загальнодержавним інтересам, що проявляється, перш за все, у створенні інвестиційних потоків в інноваційну економіку.

### **ДЕРЖАВНІ ЗАХОДИ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ВЕНЧУРНИХ ФОНДІВ**

Прискорене збільшення кількості венчурних фондів й суми їх сукупних активів спричинює посилення державних заходів щодо аналізу тієї ролі, яку вони відіграють в економічних процесах країни. За результатами вивчення звітностей про діяльність венчурних фондів в Україні виявлено такі відхилення.

*По-перше*, венчурні фонди показують *надвисокі показники зростання чистих активів* — до 300–1 000 % за рік. Це викликає сумніви щодо джерел доходів: "прибутковість у 1 000 % на цінних паперах, що мають більш-менш ліквідний ринок, одержати ніяк неможливо", — вважає О. Морква, генеральний директор КУА "Інеко-Інвест" [6].

*По-друге*, відмічається схильність до "*збитковості*" венчурних фондів *наприкінці терміну існування*, тобто до моменту виникнення зобов'язань щодо оподаткування доходів інвесторів.

*По-третє*, наявна *розбіжність у звітностях*, що надаються венчурними фондами до податкової служби і Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Здійснення контролю за діяльністю венчурних фондів згідно з законодавством покладено на Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). В 2006 р. в ДКЦПФР було розроблено детальні інструкції щодо складання звітності. Метою введення інструкцій проголошено зниження ризику ви-

користання тіньових схем та підвищення прозорості венчурних фондів. Наприкінці 2006 р. силами ДКЦПФР було проведено перевірку венчурних фондів, в першу чергу тих, що звітували про надвисокі темпи приросту активів (понад 300 %). За результатами перевірки порушень виявлено не було. "Малоймовірно, щоб Комісія завдала удару по сфері, де обертаються мільярди гривень. Швидше за все, перевірка робиться вимушено", — так коментують ситуацію експерти [6].

На початку 2007 р. перевірку венчурних фондів проведено Генпрокуратурою України. Ціль перевірки — "додержання законодавства щодо запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом суб'єктами первинного фінансового моніторингу, які здійснюють діяльність на ринку цінних паперів України, зокрема компаніями, що управляють активами венчурних фондів" [5]. Практично всі компанії з управління активами отримали вимоги щодо надання в Генпрокуратуру чотирнадцяти видів документів, зокрема довідок щодо складу учасників венчурних фондів, структури активів, фактичних напрямів інвестиційної діяльності венчурних фондів.

За результатами перевірок суттєвих порушень не виявлено — діяльність фондів в цілому відповідає чинному законодавству. Проте, на жаль, питання щодо оптимальності чинних законодавчих норм не розглядається.

### **ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ІНСТИТУТУ ВЕНЧУРНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ**

В розвитку інституту венчурних інвестицій в Україні слід чітко вирізняти два процеси:

1) *становлення неефективної варіації інституту* венчурних інвестицій, що виражається у зростанні кількості венчурних фондів й обсягів підконтрольних їм активів, які ґрунтуються на інструментальному використанні оргформи венчурних фондів для оптимізації фінансових потоків;

2) становлення ефективної варіації інституту венчурних інвестицій, що виражається в діяльності кількох організацій, які спрямовують кошти на розвиток новостворених інноваційних компаній.

Перший процес прогресує прискореними темпами, оскільки прошарок його представників позбавлений суттєвих обмежень росту, про що беззаперечно свідчить різке зростання їх кількісних показників.

Другий процес просувається повільно, оскільки зростання його представників стримується через ряд таких обмежень:

1) ускладнення взаємного пошуку донора і акцептора венчурних інвестицій, що обумовлено недосконалістю інституту, який мав би виконувати функції зі зниження рівня трансакційних витрат відповідних операцій. У взаємному пошуку інвесторів та акцепторів венчурного капіталу ключовим є випадковий чинник, відсутні впорядковані інформаційні потоки і основними джерелами інформації залишаються преса, виставки, особисті контакти, окремі видання та бюлетені тощо. Звідси впливає й проблема дослідження, яка полягає в невизначеності обсягів вітчизняного попиту щодо венчурних інвестицій. Експерти з цього приводу висловлюють майже протилежні міркування. Так, на думку директора департаменту розвитку бізнесу ЗАО "Альфа-Капітал" В. Новикова, в сучасній Україні мало об'єктів, привабливих для венчурного капіталу, внаслідок чого навіть ті мізерні ресурси венчурного капіталу, що обертаються в Україні, застосувати складно [10]. Президент компанії "ТЕХІНВЕСТ" С. Лобойко відстоює протилежну думку: він вважає, що в Україні існує близько 300 інноваційних секторів, в яких венчурні інвестори змогли би виростити технологічні компанії світового рівня [11];

2) високі додаткові ризики венчурних інвестицій, що пов'язані з невизначеністю майбутнього з огляду на нестабільність законодавчих норм. Це має принципове значення в прийнятті рішення про здійснення венчурних

інвестицій, адже їх специфіка полягає в довгострокових інвестиціях та майже критичному рівні ризику, внутрішньо притаманному новаторському проекту;

3) високий рівень ризиків з огляду на дезорганізованість нормативного середовища. Так, за свідченням експертів Western NIS Enterprise Fund, стримуючим чинником розвитку венчурних інвестицій є постійний тиск на інвесторів та підприємців з боку контролюючих органів. Суттєвою проблемою також є ускладненість аналізу проєктів та фінансового стану проінвестованих компаній в умовах "сірої звітності";

4) невизначеність та недовіра потенційних акцепторів венчурного капіталу до нової організаційної форми, що примушує їх уникати здійснення трансакцій з венчурними інвесторами.

Таким чином, ключова проблема зростання потоку венчурних інвестицій в інноваційні компанії в Україні полягає не стільки в ресурсних обмеженнях щодо маси інвестицій та проєктів, скільки в інституційній площині — у нерозвиненості інститутів, які мали б впорядкувати наявні інвестиційні й інформаційні потоки, а також відокремити прошарок венчурних фондів, що є виключно інструментом тіньових схем.

## ПЕРСПЕКТИВИ ВЕНЧУРНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ

Найбільш вірогідними перспективами розвитку інституту венчурних інвестицій, на наш погляд, є такі:

1. За відсутності радикальних змін в інституційному середовищі у середньостроковій перспективі мають існувати ось які тенденції:

- + подальший кількісний приріст венчурних фондів та обсягів їх активів;
- + подовження щодо спрямування основного масиву інвестиційних потоків венчурних фондів в сфери нерухомості та будівництва;

✦ відсутність суттєвої динаміки кількості венчурних фондів, зорієнтованих на інвестування в компанії, які реалізують інноваційні проекти. Їх кількість, на нашу думку, буде коливатися на рівні кількох відсотків (2–5 %) від загальної кількості венчурних фондів.

В міру того, як потенціал надприбутковості сфер будівництва і нерухомості вичерпується, ймовірним є перенаправлення основного потоку інвестицій венчурних фондів в галузі, які мають стати наступними лідерами за темпами зростання. За прогнозами експертів такими є туризм і розвиток мереж супермаркетів [7].

2. У довгостроковій перспективі за умов впровадження й стабілізації нормативного середовища ймовірним є становлення ефективної варіації інституту венчурних інвестицій.

Шокова трансплантація інституту венчурних інвестицій, що призвела до дисфункції, у довгостроковому періоді може мати позитивні наслідки.

Останнім часом масово утворюються і набувають розвитку венчурні фонди, спеціалізацією яких є проекти з надвисоким рівнем ймовірної прибутковості. У довгостроковій перспективі поступово вичерпуються можливості щодо отримання прибутків лише за рахунок експлуатації "вузьких місць" фінансово-інвестиційної системи та різких диспропорцій між темпами росту окремих структурних частин традиційної економіки. Відповідно більш рельєфно означився розбіг між темпами зростання традиційної та інноваційної економік у складі національної економічної системи. З огляду на це досить ймовірно, що частина венчурних фондів має скерувати власну діяльність на інвестування в інноваційні проекти. Отже, сучасний стан витрат від дисфункції інституту корпоративних венчурних інвестицій й використання венчурних фондів для тіньових схем має принести позитивні результати у довгостроковому періоді.

## ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО РЕГУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ

Стратегічною лінією політики формування ефективної варіації інституту венчурних інвестицій в Україні має стати стабілізація інституційного середовища і скорочення рівня ризику економічних агентів — посередників, донорів і акцепторів венчурних інвестицій.

За мету державної політики доцільно прийняти становлення інституційного середовища, що має відповідати *ефективній моделі інституту венчурних інвестицій* і спроможне забезпечити переливання масиву ресурсів чинних венчурних фондів до інноваційної економіки. Задля цього слід зосередитися на подоланні двох груп негативних явищ:

*по-перше*, таких, що є підвалинами для використання неефективної варіації інституту венчурних інвестицій, зокрема

- ✦ дезорганізованість нормативного середовища і пов'язана з цим тінізація економічної діяльності;
- ✦ нерозвиненість споріднених фінансових інститутів, що зумовлює потенціал надвисокої доходності інвестицій в галузі традиційної економіки;

*по-друге*, таких, що стримують ріст ефективної варіації інституту венчурних інвестицій, зокрема

- ✦ відсутність критичної маси венчурних капіталістів, що інвестують в інноваційну економіку;
- ✦ відсутність критичної маси пропозицій новаторських проектів — потенційних акцепторів венчурних інвестицій.

Слід добре зважити, що в реальних умовах висувати пропозиції щодо обмеження домінуючої неефективної варіації венчурних інвестицій через прийняття відповідних нормативних актів (наприклад, коригуючий режим функціонування венчурних фондів, встановлений Законом України "Про інститути спільного інвестування") є справою майже безнадійною з огляду на дві такі обставини:

1. Економічні стимули для переорієнтації основного масиву венчурних фондів на інвестування в новаторські технологічні компанії відсутні.

Як відомо, капітал спрямовується у сфери з максимальним рівнем очікуваного доходу на одиницю ризику. Сьогодні в Україні (на відміну від розвинених країн) сфери інвестування в традиційному секторі економіки є більш прибутковими, ніж в інноваційному. Це зумовлено інертністю фінансово-кредитної системи, що не справляється з функцією мобілізації коштів у необхідних обсягах і породжує гострий дефіцит ресурсів. В конкуренції за ресурс перемагають потенційно найбільш доходні швидкозростаючі виробництва, які мають найменший рівень ризику. Такою в Україні на сьогодні є сфера будівництва.

В міру становлення фінансово-кредитної системи (як це було в США і, ймовірно, буде в Україні) вдосконалюється її мобілізуюча здатність, зростає пропозиція фінансового ресурсу для менш ризикованого традиційного сектору, відповідно падає його вартість і доходність. На перший план виходить гостра потреба в інвестиціях зростаючими темпами в інноваційний сектор, хоча він є менш привабливим через високі ризики.

Коли у вітчизняній економіці сформується баланс нової якості — низька доходність в традиційному секторі і висока доходність в інноваційному, — лише тоді можна очікувати якісних змін у розподілі інвестиційних потоків між традиційними та інноваційними компаніями. Проте на сьогодні за умов наявності протилежного балансу доходності інвестицій спроби змінити умови функціонування венчурних фондів призведуть лише до стрімкого зниження їх кількості та виходу з них капіталу.

2. Оскільки неефективна варіація інституту міцно закріплена у вітчизняній інституційній системі як канал перерозподілу потужних ресурсних потоків, то спроби прямої зміни умов функціонування венчурних фондів спровоку-

ють "ефект храповика", під дією якого нововведені норми у найближчий час після прийняття зустрінуть опір і будуть компенсовані відповідними "контрнормами".

З огляду на це, домінувати має державна політика щодо підтримки розвитку ефективної варіації венчурних інвестицій, яка має впливати на вибір потенційних агентів венчурних інвестицій через коригування двох груп чинників:

- + економічні (сприяння скороченню витрат і зростанню прибутковості користувачів ефективною варіації венчурних інвестицій);
- + психологічні (цілеспрямоване подолання недовіри і формування престижності та емоційної привабливості венчурних інвестицій у вітчизняні інноваційні проекти).

Вплив на створення умов для залучення потенційних учасників ринку венчурних інвестицій (як донорів, так і акцепторів) може бути здійснений таким шляхом.

*По-перше*, необхідно сприяти розвитку пропозицій інноваційних проектів, готових для прийняття венчурних інвестицій. Інструментами для цього, як свідчить світова практика, є фонди "посівного" інвестування, що базуються на бюджетних ресурсах.

*По-друге*, треба розвивати інфраструктуру інноваційної діяльності, що є інструментом скорочення сукупних (трансформаційних та трансакційних) витрат індивідуальних учасників венчурних інвестицій. Джерелом стартових інвестицій в розвиток інфраструктури (бази даних, технопарки, інкубатори, інноваційні та науково-технічні центри, агенції з трансферу технологій, консалтингові структури, специфічні фондові біржі тощо), як показує світовий досвід, є також бюджетні кошти, що виокремлюються в межах відповідних програм.

*По-третє*, доцільно ввести пільговий режим функціонування малих інноваційних компаній — акцепторів венчурного капіталу, що є інструментом скорочення витрат на ви-

користання ефективної варіації венчурних інвестицій (напрацювання щодо державної політики в сфері малого інноваційного підприємництва викладено в [12]).

*По-четверте*, необхідно вирішити питання щодо впровадження інститутів державного страхування і гарантування венчурних інвестицій в суспільно важливі інноваційні проекти малого бізнесу.

Дієвим допоміжним заходом для розвитку ефективної варіації корпоративних венчурних інвестицій є залучення вітчизняних корпорацій до участі у глобальних економічних та інноваційних процесах.

Як інструменти впливу на психологічні чинники вибору потенційних агентів венчурних інвестицій можуть бути використані *заходи інформаційно-демонстраційного характеру*, такі, як-то:

- ✦ формування "*історій успіху*" щодо венчурних інвестицій у вітчизняні інноваційні проекти та поширення відповідної інформації в соціумі;
- ✦ зниження невизначеності в сфері венчурних інвестицій через включення відповідних курсів щодо фахових освітніх програм; розвиток практики обміну студентами та стажування фахівців за кордоном; організація та стимулювання міжнародного співробітництва й обміну досвідом в сфері венчурних інвестицій.

Ми вважаємо формування ефективної варіації інституту венчурних інвестицій в Україні ймовірним у довгостроковій перспективі за умов проведення виваженої державної інституційної політики.

## ВИСНОВКИ

На основі проведених досліджень можна зробити такі висновки.

*По-перше*, в національній інноваційній системі України масив вітчизняних венчурних фондів за деякими винятками не виконує належної йому функції щодо підтримки нова-

торських проектів, які несуть в собі потенціал оновлення технологічної структури економіки. Дисфункція інституту є наслідком шокової трансплантації у незріле інституційне середовище аналогів формальних норм, що забезпечують функціонування венчурних інвесторів в розвинених країнах.

*По-друге*, за умов надшвидкого зростання активів в сферах традиційної економіки в Україні відсутні підвалини формування ефективної середньострокової варіації інституту венчурних інвестицій. Вірогідним вважається подовження тенденцій щодо приросту кількості "інструментальних" венчурних фондів, функціональним призначенням яких є інвестування в галузі, що лідирують за темпами зростання, та оптимізація фінансових потоків.

*По-третє*, стратегічною лінією державної політики щодо формування ефективної варіації інституту венчурних інвестицій в Україні є зниження ризиків інвестицій в новаторські проекти за рахунок стабілізації інституційного середовища й підтримки акцепторів венчурних інвестицій.

Нами зроблено спробу охарактеризувати та узагальнити матеріали щодо становлення інституту венчурних інвестицій в Україні й окреслити ймовірні тенденції його розвитку у середньо- та довгостроковій перспективі.

Поза увагою залишилося широке коло конкретних питань щодо зниження рівня транзакційних витрат агентів ефективної варіації інституту венчурних інвестицій в сьогочасній Україні, вирішення яких потребує подальших досліджень.

## ЛІТЕРАТУРА

1. *Гулькин П.Г.* Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики. — СПб.: ООО "Аналитический центр "Альпари СПб"", 2003. — 240 с.
2. *Зінченко О.П., Ільчук В.П., Радзівєвська Л.Ф., Євтушенко В.М.* Стан розвитку організаційних форм венчурного підприємництва і його інфраструктури в країнах світу та в Україні. — К.:НДІСЕП, 2004. — 80 с.



3. Классификация институтов совместного инвестирования // <http://expert-asset.com.ua/founds/grading/>.
4. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" N 2299-III від 15 березня 2001 року // <http://www.rada.gov.ua>.
5. Венчурные прокуроры // Инвест-газета, №3 от 22–28.01.2007.
6. *Лямец С.* ИСИ-2006: оптимизация налогообложения в масштабах страны // <http://ekonomika.com.ua/finance/article/98204.html>.
7. Строители потянулись в венчурные фонды. Чтобы оптимизировать налогообложение // Коммерсант, № 42 от 15.03.2007.
8. Венчурні фонди // <http://www.avtoaliyans.com.ua/p/uk/venture-funds/>
9. *Таран О., Снежко О.* Рисковые инвестиции // ИнвестГазета, № 41 от 16.10.2006.
10. *Горилей О.* Особенности и закономерности работы венчурного капитала в Украине // <http://www.companion.ua/Articles/Content/?Id=5582&Callback=46>.
11. *Благодравин М.* От идеи — до IPO // Эксперт № 27 18–24 июля 2005. — С. 26–29.
12. *Кузнецова І.С.* Проблеми та перспективи розвитку малого інноваційного підприємництва в Україні // Економіка і прогнозування. — 2003. — №4. — С. 115–122.

*І.С. Кузнецова*

ИНСТИТУТ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ:  
СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ  
В УКРАИНЕ

Проанализирована специфика института венчурных инвестиций в Украине, выявлены тенденции и перспективы его развития.

*Ключевые слова:* венчурные инвестиции, инновации, государственное регулирование.

*I.S. Kuznetsova*

VENTURE INVESTMENTS INSTITUTE:  
A STATE AND PROSPECTS  
OF DEVELOPMENT IN UKRAINE

The peculiarity of venture investments institute in Ukraine are analyzed. Trends and prospects of its developments are uncovered.

*Keywords:* venture investments, innovations, state regulation.

Надійшла до редакції 05.04.07.