

**Жорнокуй Юрій Михайлович**

*доктор юридичних наук, професор НДІ правового забезпечення  
інноваційного розвитку НАПрН України  
ORCID: 0000-0001-9669-6062*

## **ВЕНЧУРНИЙ КАПІТАЛ ЯК ОСНОВЕ ДЖЕРЕЛО ІНВЕСТИЦІЙ МАЛИХ ТА СЕРЕДНІХ ІННОВАЦІЙНИХ ПІДПРИЄМСТВ**

Наукова робота присвячена дослідженню проблем залучення венчурних інвестицій в діяльність малих та середніх інноваційних підприємств. Аналіз сучасного стану розвитку венчурного інвестування малих та середніх підприємств в Україні та країнах ЄС дозволив зазначити, що в Україні венчурні фонди не характеризуються як ризикові, оскільки вкладають свої кошти у «перевірені» об'єкти (активи). Фактично, їх діяльність не відповідає сутності, яка вкладається у зміст розуміння ризикової інноваційної діяльності, пов'язаної з розробкою та впровадженням нових технологій. Тобто переважна частина венчурних фондів в Україні зовсім не пов'язана із фінансуванням інноваційної діяльності, а зосереджує активність у секторі будівництва й операцій з нерухомістю.

**Ключові слова:** венчурний капітал, венчурне інвестування, інвестор, венчурний фонд, стартап.

**Zhornokui Yurii Mykhailovych**

*Doctor of Law, Professor Scientific and Research Institute of Providing  
Legal Framework for the Innovative Development  
of National Academy of Law Sciences of Ukraine  
ORCID: 0000-0001-9669-6062*

## **VENTURE CAPITAL AS THE MAIN SOURCE FOR INVESTING SMALL AND MEDIUM-SIZED INNOVATIVE ENTERPRISES**

The scientific paper is focused on studying the problems of attracting venture investments into the activities of small and medium-sized innovative enterprises. Analysis of the current state of the development of venture investment of small and medium-sized enterprises in Ukraine and the EU countries allowed

us to note that venture funds in Ukraine are not characterized as risky, since they invest in «tried and tested» objects (assets). In fact, their activities do not correspond to the essence that is embedded in the content for understanding the risky innovation activities associated with the development and implementation of new technologies. Thus, the vast majority of venture funds in Ukraine is not related to the financing of innovations, but focus the activities on the construction sector and real estate operations.

**Keywords:** venture capital, venture investment, an investor, venture fund, start-up.

Одним з елементів інвестиційних ресурсів, що може використовуватися під час інвестування малих та середніх підприємств (далі – МСП) у сфері інноваційної діяльності є венчурний капітал, під яким розуміють фінансове капіталовкладення у компанії з високим потенціалом росту, цінні папери яких не допущені до котирування на біржі, з метою отримання істотного доходу від приросту капіталу наряду з додатковим ризиком і неліквідністю інвестицій, які не можуть вільно продаватися у зв'язку із зобов'язаннями інвестора щодо фірми [1, с. 161–162]. І хоча венчурне підприємництво характеризується підвищеним рівнем підприємницького ризику, проте є однією з важливих форм фінансування інноваційних проектів, що не лише стимулює інноваційні процеси в окремих товариствах, але й загалом позитивно впливає на ринок інновацій [2; 3, с. 805].

Венчурний капітал, навіть використання якого обмежено країнами ЄС, є важливим джерелом інвестування МСП, особливо для компаній, що впроваджують інноваційні проекти з великим ступенем ризику. Беручи до уваги розмір інвестиційного ринку, для венчурних інвестицій існує місце у системі джерел фінансування, порівняно з традиційними джерелами, що залучаються МСП. Хоча з урахуванням великої потреби стартапів та венчурних підприємств, венчурний капітал складає незначну частку приватного капіталу і є найбільше затребуваним у Швеції, Фінляндії, Ірландії та Великій Британії. Одними з ключових інституціональних інвесторів у венчурному бізнесі є страхові компанії і пенсійні фонди як фонди капіталізації інвестицій.

Метою розміщення венчурного капіталу є досягнення значного доходу від капіталовкладень у формі приросту капіталу і продажу

акцій за більшою ціною, ніж від отримання доходу з процентів або дивідендів. Продаж акцій як правило здійснюється шляхом первинного публічного розміщення, включаючи емісію акцій компанії на вільному ринку або галузевий продаж, в якому фонд венчурного капіталу, як правило на рівні з іншими акціонерами товариства, продає такі акції іншій компанії [4, с. 15].

Загалом виділяють різні види венчурного капіталу, найбільш обґрунтованими з яких є: 1) інституціональний венчурний капітал; 2) неформальний венчурний капітал; 3) державний венчурний капітал; 4) корпоративний венчурний капітал. При цьому, не зважаючи на зростання венчурних інвестицій у корпоративному та державному секторах, вказані види венчурного капіталу становлять відносно незначну частину вкладень в акціонерний капітал. Основну масу інвестиційної активності становлять інституційні венчурні капіталісти і неформальні інвестори [1, с. 164].

Незважаючи на потенційно негативний зв'язок між активністю венчурного капіталу і бар'єрами до здійснення підприємницької діяльності, роль венчурних капіталістів зводиться до посередництва. У цій моделі венчурні капіталісти використовують знання з оцінки, сприяння і контролю компаній з високим ризиком отримання негативних результатів інноваційної діяльності. Підприємці потребують капіталу, а інвестори – досвіду і знань. Компанії венчурного капіталу підтримують перших і представляють інтереси других. Венчурні капіталісти оперують в умовах, де їх відносна ефективність у виборі та контролі інвестицій дає їм певну перевагу перед іншими інвесторами. Венчурні капіталісти мають більше брати участь у галузях, де має місце важлива інформація про біотехнології, програмне забезпечення тощо, ніж у звичайних стартапах (наприклад, ресторани, роздрібні підприємства тощо) [5, с. 441].

У економіці, що ґрунтується на фондовій біржі (наприклад, США і Велика Британія), великі компанії розглядають такі біржові майданчики як основне джерело інвестицій. Відповідно, банки відіграють обмежену роль у наданні ризикового капіталу, оскільки їх позики скоріше є транзакційними, ніж відносними [6, с. 262]. Кожна позика вважається одноразовою, забезпеченою заставою або

ліквідаційною вартістю активів компанії. У такого роду економіці венчурний капітал розглядається як альтернативне джерело ризикового капіталу для тих компаній, які не мають коштів для виходу на біржу (з допуском їх цінних паперів до лістингу). І навпаки, в економіці, що ґрунтується на банках (Німеччина, Японія), досить незначна кількість компаній, які емітували цінні папери, допущена до лістингу на фондовій біржі, і ринок не є основним джерелом інвестування. Скоріше, компанії, у цьому разі, розраховують на приватні (іноді на державні) банки як на основне джерело зовнішнього інвестування.

Розв'язання існуючих проблем у сфері венчурного фінансування передбачає й розуміння того, що до її суб'єктний склад має містити не лише венчурні фонди, але й банки, страхові компанії, інвестиційні компанії, приватних інвесторів та державні інститути. Так, у країнах Західної Європи список учасників венчурних фондів доповнюють державні установи, комерційні і клірингові банки, університети тощо. При цьому основними суб'єктами цього ринку залишаються банківські структури та великі промислові компанії.

В Україні потенційними джерелами венчурного капіталу є вільні фінансові ресурси великих компаній, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, інститутів спільного інвестування та інших суб'єктів підприємництва. Отже, порівняно з країнами Західної Європи спектр значно вужчий, що спричиняє дефіцит фінансування для розвитку венчурних фондів. На сьогодні в Україні склалася не проста економічна ситуація, а тому значні кошти з бюджетних фондів, зокрема у складі бюджетів розвитку, виділяють на інноваційні розробки не завжди. Банки та страхові компанії у своїх активах мають обмежений відсоток венчурних інвестицій. За цих обставин, як показує світовий досвід, одним із найефективніших заходів для поживлення інвестиційного процесу в умовах дефіциту власних коштів і низької кредитної активності комерційних банків є сприяння розбудові системи інститутів спільного інвестування, зокрема венчурних фондів [7, с. 355].

Використання венчурного капіталу для інвестування інноваційної діяльності в Україні недостатньо розвинуто. Цьому не сприяє су-

часний стан вітчизняного законодавства, яке не приділяє достатньої уваги венчурному підприємництву, його організаційним формам, джерел походження капіталу, державній підтримці тощо. Зауважимо, що навіть відсутній системний підхід до розуміння побудови законодавства щодо основних засад формування та регулювання ринку венчурного капіталу в Україні<sup>1</sup>.

Яким є основне джерело венчурного капіталу? Основна частка такого капіталу залучається від великих інституційних інвесторів – в основному пенсійних фондів, банків і страхових компаній. Типово, венчурний капітал становить лише незначну частину загальних інвестицій, якими володіють ці фонди, і є результатом вторинної (похідної) діяльності.

Державні венчурні фонди інвестують безпосередньо у компанії зареєстровані у більшості країн-членів ЄС. Вони концентрують свої інвестиції в основному в інформаційно-комунікативні технології, біотехнології та передові технології виробництва. Хоча деякі з них прямо зосереджені на компаніях на стадії розширення, роблять спроби сприяти їх швидкому зростанню (наприклад, ранні стартапи становлять найбільшу частку державного венчурного капіталу у портфелі фондів). Такі схеми є як правило ефективним способом стимулювання МСП до зростання та конкурентоздатності. Тим не менше, як і більшість схем до цих пір є відносно новими, не так багато відомостей є доступними. В деяких членах ЄС (наприклад, Німеччина і Фінляндія) державні фонди, що інвестують у приватні венчурні фонди отримують значні об'єми фінансування, ніж прямий державний венчурний капітал. Цей тип інвестиційного інструменту дозволяє збільшити портфель диверсифікації і, відповідно, можливість використовувати галузевий досвід менеджерів приватних фондів у декількох секторах. Тим не менше, не існує точних доказів економічного впливу фондів венчурного інвестування на фірми-бе-

---

<sup>1</sup> Потрібно враховувати й те, що у багатьох розвинених країнах світу венчурні інвестори спрямовують кошти вкладників в інноваційну сферу. В Україні тенденції абсолютно інші – кошти венчурних фондів інвестують у будівництво і нерухомість і поки що мало орієнтовані на «хай-тек» технології. Негативним є те, що венчурне фінансування в Україні зародилося не з метою розвитку ініціативних інноваційних проєктів, а з метою виходу з кризи і підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств [7, с. 353–354].

нефіціари порівняно зі схемами прямого державного венчурного капіталу [8].

Слід звернути увагу, що від залучення венчурного капіталу обопільну вигоду отримують і інвестор, і підприємець-інноватор. Для інвестора вона виявляється у можливості отримання належної йому частки доходу шляхом відчуження належних цінних паперів (часток у статутному капіталі) після значного збільшення їх вартості у випадку успішної реалізації інноваційного проекту. У свою чергу, підприємець-інноватор отримує переваги через фінансову підтримку інвестора, який зацікавлений у швидкому розвитку інноваційного проекту, оскільки витрачає на нього власні кошти.

Рівень використання венчурного капіталу у сегменті МСП є досить низьким (у дослідженнях зазначається близько 2–4% від їх загальної кількості). Звідси незначна, навіть мала, кількість таких компаній мають значне зростання, а лише невелика кількість з них є досить привабливими для інвестування венчурних капіталістів. Реалії сьогодення свідчать про те, що в Україні венчурні фонди не характеризуються як ризикові, оскільки вкладають свої кошти у «перевірені» об'єкти (активи). Фактично, їх діяльність не відповідає сутності, яка вкладається у зміст розуміння ризикової інноваційної діяльності, пов'язаної з розробкою та впровадженням нових технологій [2]. Тобто переважна частина венчурних фондів в Україні зовсім не пов'язана із фінансуванням інноваційної діяльності, а зосереджує активність у секторі будівництва й операцій з нерухомістю.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Дикинс Д., Фрил М. Предпринимательство и малые фирмы / Пер. с англ. Харьков : Изд-во Гуманитарный Центр / Раппопорт А. Б., 2014. 448 с.
2. Жорнокуй Ю. М. Правове регулювання венчурного підприємництва (цивільно-правовий аспект): автореф. дис. ... канд. юрид. наук. Харків, 2003. 20 с.
3. Шотік Т. М. Венчурне підприємництво як складова інноваційної інфраструктури. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». 2008. № 633. С. 805–814.
4. Mason C., Harrison R. Venture Capital: Rationale, Aims and Scope. *Venture Capital*. 1999. vol. 1, no. 1. p. 1–46.

5. Amir R., Brander J., Zott C. Why do Venture Capital Firms Exist? *Theory and Canadian Evidence of Business Venturing*. 1998. vol. 13. pp. 441–466.
6. Dodgson M., Rothwell R. *The Handbook of Industrial Innovation*. 1995. 480 p.
7. Демчишак Н. Б. Фінансове регулювання інноваційної діяльності в Україні: дис. ... д-ра екон. наук. Львів, 2017. 460 с.
8. Small and medium-sized enterprises' access to finance. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/european-semester\\_thematic-factsheet\\_small-medium-enterprises-access-finance\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_small-medium-enterprises-access-finance_en.pdf) (дата звернення: 01.08.2019 р.).

## REFERENCES

1. Dikins D., Fril M. (2014). Predprinimatelstvo i malyye firmy. Kharkov : Izd-vo Gumanitarnyy Tsentr / Rappoport A. B. [in Russian].
2. Zhornokui Yu. M. (2003). Pravove rehuliuвання venchurnoho pidpriemnystva (tsyvilno-pravovyi aspekt). *Extended abstract of candidate's thesis*. Kharkiv [in Ukrainian].
3. Shotik T. M. (2008). Venchurne pidpriemnystvo yak skladova innovatsiinoi infrastruktury. *Visnyk Natsionalnoho universytetu «Lvivska politekhnik» - Bulletin of the National University «Lviv Polytechnic»*, 633, 805–814 [in Ukrainian].
4. Mason C., Harrison R. (1999). Venture Capital: Rationale, Aims and Scope. *Venture Capital*, vol. 1, 1, 1–46 [in English].
5. Amir R., Brander J., Zott C. (1998). Why do Venture Capital Firms Exist? *Theory and Canadian Evidence of Business Venturing*, vol. 13, 441–466 [in English].
6. Dodgson M., Rothwell R. (1995). *The Handbook of Industrial Innovation*. [in English].
7. Demchyshak N. B. (2017). Finansove rehuliuвання innovatsiinoi diialnosti v Ukraini. *Doctors thesis*. Lviv [in Ukrainian].
8. Small and medium-sized enterprises' access to finance. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/european-semester\\_thematic-factsheet\\_small-medium-enterprises-access-finance\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_small-medium-enterprises-access-finance_en.pdf) [in English].