



Лапко О.О., д-р екон. наук

НДІ нафтогазової промисловості НАК "Нафтогаз України"

ВЕНЧУРНИЙ КАПІТАЛ ЯК ДЖЕРЕЛО ФІНАНСУВАННЯ ІННОВАЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ЕКОНОМІКИ

Розглянуто роль і функції венчурного капіталу при вирішенні проблем формування інфраструктури інноваційної економіки і прискорення структурних змін на користь високотехнологічних галузей. Значну увагу приділено особливостям створення і функціонування венчурних компаній в Україні; чинникам, що стримують його становлення та обґрунтуванню шляхів прискорення формування венчурного капіталу як головного джерела інвестицій у малий інноваційний бізнес.

Перед економікою України сьогодні постала найгостріша та найактуальніша проблема пошуку джерел капіталу для фінансування інноваційного розвитку, і особливо – у сфері наукомістких виробництв. Адже для того, щоб створювати складні технічні системи, винахідникам необхідні не лише принципово нові ідеї і тривалий час для їхнього втілення в життя, а й фінансові ресурси. Потрібна також інфраструктурна підтримка всього інноваційного процесу, що здатна об'єднати зусилля багатьох людей та забезпечити колективи розробників матеріальними і фінансовими ресурсами на весь період роботи – від появи ідеї до масового виробництва інноваційних продуктів. Активну роль у вирішенні даної проблеми може відіграти венчурний капітал, оскільки значні успіхи країн, які обрали за основу інноваційну модель розвитку національних економік, пов'язані із його залученням як джерела фінансування малого і середнього інноваційного бізнесу.

До середини ХХ ст. переважна більшість радикальних інновацій в усьому світі з'являлась тільки в рамках великих науково-виробничих об'єднань. Підприємці-початківці і молоді компанії не могли в достатній мірі залучити кошти, необхідні для розвитку свого інноваційного бізнесу. Єдиним доступним джерелом були банківські кредити, під забезпечення яких потрібно було закладати майно, або кошти, отримані в борг від друзів, родичів, знайомих тощо. Цих джерел, як правило, було недостатньо, і тому не було шансів на реалізацію навіть перспективніших ідей. Значні зміни в організацію фінансування інноваційного процесу внесло виникнення венчурного бізнесу. Мобільність венчурного капіталу в поєднанні з його високою прибутковістю підтримують, що для вирішення питань підвищення інноваційної активності підприємств при реалізації трансформаційних процесів в економіці венчурне інвестування перетворюється на найбільш ефективний фактор розвитку.

Венчурний капітал виник у США в 70-ті рр. ХХ ст., коли спостерігався значний попит на інвестиції серед малих підприємств, що виникали внаслідок



технологічної революції в мікроелектроніці. У 1957 р. один із чиновників, який працював в інвестиційній банківській фірмі, вперше зумів залучити приватний капітал без заставного забезпечення в розмірі 1,5 млн дол. США для фінансування проекту виробництва нового кремнієвого транзистора. Так була заснована Fairchild Semiconductors – одна з перших напівпровідникових компаній Силіконової Долини. Перший венчурний фонд, який виник у 1961 р. в результаті цієї інвестиційної акції, був розміром 5 млн дол. США, з яких було проінвестовано лише 3 млн дол. У результаті поширення використання кремнієвих транзисторів в комп'ютерних технологіях через нетривалий час інвесторам було повернуто майже 90 млн дол., що спричинило появу нових венчурних інвестиційних фондів і компаній. Розвиток ризикового фінансування посилювався внаслідок прийнятого в США на державному рівні дозволу пенсійним фондам розмішувати до 5% активів у венчурних інвестиціях, що стимулювало значний приплив капіталу з фінансових інститутів.

Учасниками інвестиційного процесу при венчурному інвестуванні завжди є три сторони: винахідник як носій ідеї – інтелектуальної власності; підприємець, що розвиває бізнес на основі використання цієї власності; венчурний інвестор, що вкладає гроші в розвиток бізнесу. Всі вони мають свої частки у фірмі (підприємстві), яка функціонує і розвивається на засадах ефективного використання інтелектуальної власності, причому частка венчурного інвестора не завжди є домінуючою.

Процес венчурного інвестування складається із залучення капіталу, вибору структури інвестиційного портфеля, відбору проектів для фінансування, визначення (купівлі) частки в них, продажу свого пакету акцій після зростання ринкової вартості профінансованої компанії. Ефективна структура інвестиційного портфеля зазвичай повинна компенсувати ризик вкладання коштів у фінансування новоствореної компанії на стартовому етапі шляхом включення до інвестиційного портфеля менш ризикових фірм на етапах їх розширення та викупу.

За визначенням Європейської асоціації прямого інвестування та венчурного капіталу (European Private Equity and Venture Capital Association, далі – EVCA), створеної з метою розвитку європейської моделі прямого інвестування та венчурного капіталу, – венчурний капітал є дольовим капіталом, який надається професійними фірмами, що інвестують і спільно управляють приватними компаніями, які перебувають на різних етапах розвитку (старт, розширення або трансформація) і демонструють потенціал ймовірного суттєвого зростання [1].

Венчурні інвестиції, як правило, характеризуються такими рисами:

- венчурний капіталіст поділяє свій ризик з підприємцем;
- тривалий інвестиційний період (близько 3–7 років) повинен бути достатнім для "розкрутки" компанії – від ідеї чи наукової розробки до забезпечення її прибутковості внаслідок комерціалізації;



- повернення коштів інвестору здійснюється у вигляді реалізації в кінці інвестиційного періоду частки інвестора у вартості компанії, яка зросла в ціні (як правило, через фондову біржу у вигляді пакету акцій);

- крім здійснення інвестицій, венчурний капіталіст бере участь в управлінні компанією, забезпечуючи їй через власні зв'язки та набутий досвід на стартовому етапі підтримку у доступі до додаткових джерел фінансування під свої гарантії, розробці стратегії розвитку, організації ефективного менеджменту, проведенні патентної експертизи тощо.

Досвід країн, де венчурні інвестиції відіграють принципову роль у фінансуванні інноваційних процесів, свідчить про те, що вони найбільш ефективні на стадії старту малих високотехнологічних компаній, які реалізують високоризикові проекти. Венчурні капіталісти відстежують такі фірми, які протягом найменшого періоду можуть суттєво збільшити рівень капіталізації своєї компанії, і вкладають кошти в їхній розвиток, прогножуючи майбутній успіх. Причому венчурних інвесторів цікавить перш за все зростання вартості компанії на фондовому ринку, яке призводить до зростання вартості частки інвестора.

Венчурне інвестування в США пройшло шлях розвитку від ризикового інвестування інноваційно активних підприємств, поступово перетворюючись в систему венчурного капіталу, орієнтовану на розробку і реалізацію перспективних інноваційних товарів і передових технологій. Ця система оптимально поєднує такі фактори, як сучасні ефективні фінансові ресурси, управлінські механізми, потенціал високих технологій і енергію інноваційного підприємництва.

Для венчурного капіталу США характерні не тільки великі обсяги фінансування і спрямованість на інвестування у високотехнологічні проекти і підприємства, але й розпорошення джерел фінансування, що відрізняє ризиковий капітал Америки від інших країн світу. Це можуть бути банки, приватні і суспільні фонди венчурного капіталу, інвестиційні компанії дрібного бізнесу, страхові компанії, пенсійні фонди тощо. Однак особливе місце у формуванні венчурних фондів належить великим промисловим корпораціям, які забезпечують тим самим прискорення власного науково-технічного розвитку. Корпорації беруть участь у венчурному фінансуванні трьома основними способами:

- безпосередньо фінансують створення малих фірм, які забезпечують масове виробництво та просування на ринку інноваційної продукції, розробленої науково-технічним персоналом материнської компанії;

- створюють мережу цілком приналежних їм філій дрібних венчурних компаній, які виконують вже не науково-дослідні, а інвестиційні функції. Останні (венчурні компанії) створюють фонди, які використовуються для довгострокового фінансування та надання позик на розробку й освоєння винаходів, що перебувають у колі інтересів материнської компанії;

- разом з іншими венчурними інвесторами (банками, страховими та пенсійними фондами) створюють спеціалізовані інвестиційні компанії венчур-



ного капіталу, які починають інвестувати у розвиток науково-дослідних підприємств, виступаючи замовниками їхньої продукції.

Важливою особливістю венчурного інвестування в США є й те, що значні суми коштів вкладаються у розвиток високотехнологічних компаній на ранніх стадіях розвитку (до 30%), в той час як в Європі цей показник удвічі нижчий. Крім того, характерною рисою венчурного бізнесу в США залишається його орієнтація на інноваційні підприємства у сфері високих технологій (табл. 1). Венчурне фінансування стало одним з двигунів економіки розвинених країн, хоча обсяг його капіталовкладень у загальному інвестиційному потоці відносно невеликий. Проте створені тут невеликі підприємства стимулюють розвиток науково-технічного прогресу, розвиваючи нові комп'ютерні технології.

Таблиця 1

Венчурні інвестиції в розвинених країнах світу (станом на 2000 р.)

Країна	Венчурний портфель, млрд дол. США	Середньорічні темпи приросту венчурного портфелю, %	Щорічні венчурні інвестиції, % від ВВП	Частка інвестицій, що здійснюється щорічно на різних стадіях розвитку інноваційної компанії, % (загальну суму прийнято за 100%)			Частка інвестицій у різні види бізнесу	
				Початкова стадія	Розширення	Пізня стадія	Високотехнологічні галузі економіки	Невисокотехнологічні галузі економіки
США	192,164	29	2,13	23	54	23	85	15
Велика Британія	33,078	17	2,56	12	34	54	23	77
Франція	19,818	20	1,13	22	36	42	44	56
Німеччина	15,132	20	0,56	35	45	20	37	63
Японія	11,420	6	0,20	19	44	37	36	64
Гонконг (Китай)	9,027	24	5,48	26	35	39	37	63
Південна Корея	7,312	24	1,18	28	38	34	41	59
Італія	6,327	20	0,53	18	33	49	28	72
Швеція	4,843	37	1,75	10	15	75	19	81
Ізраїль	4,614	50	4,34	51	36	13	66	34
Сінгапур	4,484	27	3,95	30	44	26	53	47
Китай	4,051	38	0,39	43	43	14	30	70
Тайвань	3,525	32	1,29	33	42	25	65	35
Іспанія	2,784	23	0,40	18	51	31	29	71
Індія	1,618	47	0,35	49	42	9	53	47

Джерело: Franklin A., Song W. Venture Capital and Corporate Governance / Financial Institutions Center, Wharton School, University of Pennsylvania. – 2003.

Значну роль в індустрії венчурного фінансування в США виконують приватні ризикові інвестори – так звані "бізнес-ангели", щорічний потенціал



яких у венчурному фінансуванні дорівнює 30–40 млрд дол. Їхнє значення особливо важливе на стадії забезпечення стартових позицій інноваційних підприємств, коли ступінь ризику особливо великий, однак водночас і ймовірність отримання надприбутків є високою. Так, наприклад, в 1998 р. електронна платіжна система "PayPal", яку розробив програміст Максим Левчин з Києва, була профінансована приватним венчурним інвестором із Силіконової Долини. Пізніше вона була перепродана за 1,5 млрд дол. США одній з найвідоміших комунікаційних компаній – компанії eBay, яка є власником найбільшого у світі Інтернет-аукціону і постійно інвестує у розвиток свого бізнесу, скуповуючи більш дрібні винахідницькі підприємства та Інтернет-компанії і збільшуючи тим самим рівень своєї вартості. Останнім її придбанням вже у 2006 р. було досить відоме на ринку Інтернет-телефонії люксембурзьке підприємство Skype Technologies, за яке eBay заплатила 2,6 млрд дол., у тому числі 1,3 млрд – грошима, а решта – своїми акціями. Ще 1,5 млрд дол. заплановано інвестувати у розвиток бізнесу цього підприємства [2]. Підприємство Skype Technologies було засноване двома шведськими програмістами і займається організацією міжнародного телефонного зв'язку через Інтернет, маючи сьогодні близько 2 млн передплатників платних телефонів та 51 млн – безплатних, які здійснюють спілкування всередині Інтернету з комп'ютера на комп'ютер. Працюючи на міжнародній системі Vonage, що поширена в США, компанія суттєво розширила свою клієнтську базу.

Венчурний бізнес ще й сьогодні найбільш розвинений у США, що пояснюється значною чисельністю в цій країні малих високотехнологічних фірм та розвиненістю фондового ринку. Як галузь підприємництва він сформувався у період бурхливого розвитку комп'ютерних технологій, тому структура венчурних інвестицій за галузями промисловості відображає загальноприйняті пріоритети цієї країни, а саме – розвиток високих технологій [3, с. 53] (табл. 2).

Таблиця 2

**Структура венчурних інвестицій США
за галузями промисловості в 2003 р., %**

Галузь промисловості	Частка венчурних інвестицій
Телекомунікації	13,0
Програмне забезпечення	20,0
Напівпровідники	7,0
Мережеве обладнання	9,0
Медицина та охорона здоров'я	8,0
Інформаційні технології	4,0
Електроніка	2,0
Комп'ютери та оргтехніка	4,0
Біотехнології	19,0
Інші галузі промисловості	14,0
<i>Всього</i>	100,0



Важливою особливістю венчурного інвестування в США є й те, що значні суми коштів вкладаються у розвиток високотехнологічних компаній на ранніх стадіях розвитку (до 30%), в той час як в Європі цей показник вдвічі нижчий. Крім того, характерною рисою венчурного бізнесу в США залишається його орієнтація на інноваційні підприємства у сфері високих технологій. Венчурне фінансування стало одним з двигунів економіки розвинених країн, хоча обсяг його капіталовкладень у загальному інвестиційному потоці відносно невеликий. Проте створені тут невеликі підприємства стимулюють розвиток науково-технічного прогресу, розвиваючи нові комп'ютерні технології.

Американський венчурний капітал має й свою територіальну специфіку. Основні венчурні фонди створюються насамперед поблизу великих університетів, тому що саме там виникають малі інноваційні фірми. Для США характерна концентрація венчурних фірм у сфері високих технологій в декількох регіонах, насамперед – у Силіконовій Долині і Новій Англії. На ці два регіони щорічно припадає 45–55% фірм, що одержують венчурні інвестиції. Розвиток високих технологій в Силіконовій Долині забезпечує не тільки високі темпи зростання та прогресивну структуру економіки країни, але й високий рівень життя населення. ВВП штату Каліфорнія, де знаходиться Силіконова Долина, перевищує 1,3 трлн дол. США.

Венчурний капітал у Європі з'явився близько 15 років тому. Перші кроки в цьому напрямку зробила Великобританія. За даними EVCA, якщо в 1979 р. загальний обсяг венчурних інвестицій у цій країні становив всього 20 млн фунтів, то в 1987 р. він уже перевищував 6 млрд фунтів. У даний час кількість проінвестованих приватних компаній у Європі становить близько 200000. У 1996 р. в цьому інвестиційному бізнесі працювало понад 3000 професійних менеджерів і інвесторів. У 20 країнах Європи нараховується близько 500 венчурних фондів і компаній. У 1996 р. обсяг інвестицій досяг рекордної суми 6,8 млрд євро. При цьому 15% всіх інвестицій було реалізовано за межами Європи. Європейська асоціація венчурного капіталу, заснована в 1983 р. всього 43 членами, зараз нараховує близько 900 компаній з країн Європи та Північної Америки [4].

Крім Великобританії, в Європі венчурна індустрія розвинена також в Нідерландах та Німеччині. Так, в Німеччині в 1990–1991 рр. обсяг венчурного капіталу становив 29 млн євро, з яких 36% склали приватні кошти; в 1994 р. – 70 млн євро, в 1997–1998 рр. – 424 млн євро, а в 2000 р. – 1,6 млрд євро [див. 4]. Темпи зростання венчурного капіталу становили протягом цих періодів 241, 377 та 605% , а щорічні темпи зростання – 80, 126 та 202% відповідно. Для порівняння: в США венчурні інвестиції в усі види проектів в 1996 р. становили 8,01 млрд, в 1997 р. – 11,48 млрд дол., а в 1998 р. – 14,27 млрд дол., з яких на Силіконову Долину припало 4,5 млрд дол. [5]. З 2,7 млрд дол. збільшення венчурних інвестицій в 1998 р. в США 2,5 млрд були спрямовані в інноваційні проекти високотехнологічних компаній, а середній розмір фінансу-



вання одного проекту становив близько 5 млн дол. Слід зауважити, що обсяги венчурного фінансування в США в 1998 р. були найбільшими за всю історію існування венчурного капіталу. Саме в цей період за допомогою венчурного капіталу на початкових стадіях розвитку відбувалось становлення таких загальновідомих високотехнологічних компаній, як Microsoft, Intel, Apple Computers, Compaq, Cisco, Google, Sun Microsystems, Yahoo! Акції цих компаній наприкінці двадцятого століття зростали в ціні надвисокими темпами. Так, якщо в 1987 р. пакет акцій Cisco Systems, одного зі світових лідерів виробництва телекомунікаційного обладнання, коштував 2,5 млн дол., то через рік вартість цього ж пакету на біржі складала три мільярди. Міжнародна венчурна компанія "Draper Fisher Jurvetson" (DFJ) проінвестувала 2 млн дол. США в компанію "Parametric Technologies", заробивши в результаті її подальшого 100%-го продажу 350 млн дол., що в 175 разів перевищило розмір інвестиції. Сучасна ринкова вартість DFJ на фондовій біржі NASDAQ оцінюється понад 3 млрд дол. США. Компанія "Sequoia Ventures" з Силіконової Долини вклала в програму "Google" 12 млн дол. США, в той час як сучасна ринкова вартість компанії Google на фондовій біржі NASDAQ становить понад 130 млрд дол. США [6].

Більшість із цих компаній, у свій час створених за допомогою венчурного капіталу, бере участь у венчурному фінансуванні інноваційних бізнес-проектів з розробки сучасних комп'ютерних технологій, створюючи власні венчурні фонди. Так, всесвітньо відомий виробник мікропроцесорної техніки компанія Intel фінансує на венчурних засадах більш як 75 науково-дослідних центрів та лабораторій по всьому світу, де зайнято понад 75 тис. науковців та інженерів-технологів. Інвестиційний портфель Intel Capital в 2003 р. (період найінтенсивнішого венчурного інвестування) оцінювався приблизно в 1,1 млрд дол. США і включав понад 475 компаній світу, що працюють у сфері інформаційних технологій і в суміжних галузях. Кошти, вкладені в межах програми, складають відносно невеликі суми – як правило, менш як 10 млн дол. по кожній інвестиції. При цьому Intel звичайно здобуває невеликі (міноритарні) частки в компаніях, а не контрольні пакети акцій.

Хоча інвестиції здійснюються, виходячи, головним чином, зі стратегічних інтересів корпорації, програма Intel Capital передбачає й одержання фінансової віддачі. Конкретні фінансові результати інвестицій у рамках програми Intel Capital не розголошуються, однак відомо, що за десятиліття свого існування ця програма принесла Intel мільярди доларів. Програма Intel Capital передбачає також придбання таких компаній, діяльність яких може сприяти виходу корпорації Intel на нові сегменти ринку чи ж посиленню вже наявного бізнесу Intel. З початку реалізації програми Intel Capital загальний обсяг закордонних інвестицій перевищив 4 млрд дол. США, охопивши понад 1000 компаній [7]. У країнах Азіатсько-Тихоокеанського регіону інвестиції в більш ніж 100 компаній перевищили 500 млн дол., у країнах Європи й Ізраїлю – по-



над 500 млн дол. у більш ніж сотні компаній, у Японії – понад 100 млн дол. у приблизно 20 компаній, у країнах Латинської Америки – понад 50 млн дол. у більш як 10 компаній, у країнах Північної Америки – понад 3 млрд дол. у більш як 750 компаній.

Загальний світовий ринок венчурного капіталу на початку XXI ст. становив близько 136 млрд дол. За даними спільного дослідження Zі Group і PriceWaterhouse-Coopers [8], 99 млрд дол., чи 73% усіх венчурних інвестицій, осіло в Північній Америці (частка США – 97,6 млрд дол.). Західна Європа залучила 27 млрд дол., Азіатсько-Тихоокеанський регіон – 6 млрд, Середній Схід і Африка отримали 1,4 млрд, Центральна і Південна Америка – 200 млн, а Центральна і Східна Європа – лише 227 млн дол. У високотехнологічні компанії було інвестовано 45 млрд дол., чи 33% від усіх ризикових інвестицій (у 1988 р. цей показник складав 29%).

Венчурний капітал із властивими йому відмінними рисами зіграв у другій половині XX ст. важливу роль у реалізації найбільших науково-технічних інновацій у ряді наукомістких галузей виробництва. На відміну від США, де венчурний капітал працює переважно у високотехнологічних галузях і вкладається у розвиток фірми на стартовому етапі, венчурні інвестиції в Європі спрямовуються в інноваційний розвиток традиційних базових галузей і розміщуються переважно в компаніях, які пройшли найбільш ризиковий стартовий етап свого існування, перебуваючи на стадії розширення чи трансформації (викупу) свого бізнесу. В галузі високих технологій в Європі вкладається 20–25% венчурного капіталу (для порівняння, в США – близько 80%). Втім, у європейських країнах венчурне інвестування поширюється досить швидко і залежить головним чином від ступеня розвитку фондового ринку. Європейський венчурний капітал характеризується високим ступенем міждержавної інтеграції, що обумовлено загальними об'єднаними тенденціями в Європі. Значна кількість венчурних фондів, що функціонують в Європі, сформована за участю закордонного капіталу, перш за все – відомих американських високотехнологічних компаній. Сьогодні в Європі створено близько 600 компаній венчурного капіталу в більш ніж 20 країнах, представлених 17 національними асоціаціями та Європейською асоціацією венчурного капіталу. Це дозволяє здійснювати щорічно від 5000 до 7000 інвестицій (близько 100 у тиждень) у нові інноваційно активні підприємства, які мають чисельність працюючих до 100 чоловік; 90% капіталу припадає на компанії з числом співробітників до 500 осіб [див. 3].

Сьогодні ринок венчурного капіталу активно розвивається як у розвинутих країнах світу, так і в країнах з перехідною економікою, які демонструють високі темпи зростання.

Венчурне фінансування опановує й ринки постсоціалістичних країн. Так, в Росії, де фондовий ринок останнім часом розвивається найбільш швидко, вже створено і успішно функціонують близько 40 інвестиційних венчур-



них фінансових інституцій, сукупний капітал яких становить близько 4 млрд дол. Початком створення венчурних фондів у Росії можна вважати 1994 р., коли з ініціативи Європейського банку реконструкції і розвитку (ЄБРР) були започатковані регіональні венчурні фонди в різних регіонах Росії, кількість яких наприкінці 1996 р. складала 10. Водночас з ЄБРР інша велика фінансова структура – Міжнародна фінансова корпорація (International Finance Corporation) також зважилася на фінансову участь у створюваних венчурних структурах разом з деякими відомими у світі корпоративними і приватними інвесторами. У 1997 р. 12 діючих на території Росії венчурних фондів утворили Російську Асоціацію венчурного інвестування (РАВІ) із штаб-квартирою в Москві. За даними Financial Times від 02.09.1997 р., у вересні 1997 р. в Росії діяло 26 спеціалізованих фондів, що інвестують у російські корпоративні активи, із сумарною капіталізацією в 1,6 млрд дол. США. Крім цього, ще 16 східноєвропейських фондів інвестували в Росію частину своїх портфелів. Усі діючі на території Росії і працюючі разом з ними венчурні фонди не є російськими резидентами, що є загальносвітовою практикою. Сьогодні за участю Європейського банку реконструкції і розвитку створено 11 регіональних фондів венчурного інвестування з сукупним капіталом близько 500 млн дол., з яких 170 млн дол. уже освоєні у вигляді інвестицій у 62 російські компанії [див. 3, с. 35]. Свій дослідницький центр у Нижньому Новгороді відкрила і компанія Intel, основними напрямками діяльності якого, враховуючи високий рівень російських програмістів, є розробка програмного забезпечення – розробка математичних бібліотек для цифрової обробки сигналів, розпізнавання мови, 3D-графіки, комп'ютерного зору, а також створення інструментальних засобів розробки для процесорів Intel-архітектури, моделювання фізичних процесів виробництва напівпровідникових приладів, оптимізація та тестування програмних продуктів.

Ці успіхи у розвитку венчурного інвестування в Росії пов'язані з ефективною державною політикою у сфері розвитку науки і технологій. Так, у 2002 р. Президентом Росії було затверджено "Основи політики Російської Федерації у сфері розвитку науки і технологій до 2010 року і на подальшу перспективу", розроблено "Основні напрями розвитку позабюджетного фінансування високо ризикових проектів (системи венчурного інвестування) в науково-технічній сфері на 2000–2005 рр." [9]. Урядом Російської Федерації було створено Венчурний інноваційний фонд – некомерційну організацію, головною метою якої є формування організаційної структури венчурного інвестування. Крім того, прийнято Концепцію розвитку російського венчуру, в межах якої передбачено реалізацію таких заходів:

- створення в державних наукових інститутах агенцій з трансферу технологій, які мають активізувати винахідницьку діяльність у цих установах;
- створення за участю держави 10 венчурних фондів;



- використання діючих фондів науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт для підтримки малого високотехнологічного бізнесу;
- перегляд податкового режиму для малих високотехнологічних компаній;
- створення міжвідомчої координаційної ради з венчурної діяльності;
- реінвестування доходів від державної частки у венчурних проектах у ці ж проекти;
- щорічне проведення венчурного ярмарку.

Протягом п'яти років щорічно проводяться венчурні ярмарки, які мають на меті представити інвесторам існуючі високотехнологічні інноваційні компанії, пропагувати їхні досягнення та полегшити доступ до вигідних інвестиційних ресурсів. З року в рік кількість компаній, що представлена інвесторам, збільшується. На ярмарку 2005 р. було представлено інвесторам близько 80 російських компаній, що спеціалізуються на високих технологіях.

Венчурний капітал не обмежується ринками США та Європи. Він поширений також в Японії, де характерною особливістю венчурних компаній є те, що вони являють собою дочірні структури фінансових інститутів, тому беруть на себе також функції забезпечення високотехнологічних компаній не лише дольовим, але й кредитним капіталом. Крім того, навіть після становлення компанії і виведення її на фондовий ринок, японські венчурні компанії зберігають певний пакет акцій компанії та стратегічний контроль над її розвитком. В Ізраїлі діють більш як 80 венчурних фондів, завдяки чому експорт високотехнологічної продукції в структурі експорту цієї країни протягом останніх десяти років зріс до 57–60%.

Характерною особливістю венчурного капіталу є його висока ризиковість, тобто висока ймовірність не отримати очікуваного прибутку або готовність навіть до ризику втрати коштів. У зв'язку з тим, що досягти можливої високої і надвисокої прибутковості можна лише через високі інноваційні й інвестиційні ризики, які є обов'язковими для кожного інноваційного проекту, то можна зробити висновок, що для венчурного капіталу характерною особливістю є прагнення до підприємницьких проектів і сфер діяльності з високими ризиками, які поєднуються з можливими (але не обов'язковими) високими рівнями рентабельності. Як показує досвід функціонування високоризикових підприємств, близько 15% з них зазнають невдачі, і їх майже не згадують; 25% втрачають більше, ніж заробляють; 30% ледве зводять кінці з кінцями, і лише 30% підприємств, які використовували венчурний капітал, отримують надвисокий прибуток, компенсуючи всі фактичні витрати. Реалізація наукомістких проектів з різних причин далеко не завжди завершується передбачуваними кінцевими результатами. За оцінками західних фахівців, більш як 50% всіх інноваційних проектів, пов'язаних з високими технологіями, закінчилися провалом. Зрозуміло, що фінансування таких проектів дуже ризиковане, однак дивіденди, що досягаються у разі позитивного результату, не йдуть ні в яке порівняння з традиційним прибутком. Так, за комп'ютерну гру "Тетрис" її розробник росіянин Олексій Пажитнов отримав квартиру в



Москві та комп'ютер (що оцінено приблизно в 15 тис дол.), обчислювальний центр РАН від британської софтверної компанії Andromeda отримав близько 4 млн. дол., а компанія Nintendo, що мала остаточні права на цю гру, в результаті продажу близько 3000 копій версій гри, заробила вже більше 1 млрд дол. [10]. За результатами останніх чотирьох років прибутковість цінних паперів компанії "Yahoo!" (інформаційні послуги) склала 3998% [11].

Ризики при венчурному фінансуванні повинні компенсуватись високими очікуваними комерційними результатами, у тому числі високим рівнем рентабельності. За даними обстеження 38 фондів США, які спеціалізувалися на здійсненні ризикових капіталовкладень, їхня середня норма прибутку до оподатковування складала у 80-ті рр. близько 40%, що і зараз вважається дуже високими показниками за мірками реальної ринкової економіки. Зазвичай же венчурні інвестори намагаються розмістити свої кошти таким чином, щоб протягом 5–7 років десятикратно збільшити вкладений капітал.

Оскільки бізнес венчурних підприємців заснований на інвестуванні коштів у перспективні інноваційні підприємства в обмін на пакет (як правило, не контрольний) акцій цього підприємства, то мотивацією венчурного інвестора є можливість одержання прибутку за рахунок продажу свого пакету акцій після значного збільшення їхньої вартості у випадку успіху бізнесу. Венчурний капіталіст, як правило, не прагне придбати контрольний пакет акцій компанії. У цьому полягає його головна відмінність від стратегічного інвестора, який зазвичай бажає встановити контроль над компанією, що його цікавить. Венчурний інвестор розраховує, що менеджмент компанії буде використовувати його гроші як фінансовий ресурс для того, щоб забезпечити швидке зростання і розвиток бізнесу. Фактично він бере на себе лише фінансовий ризик, уникаючи іншого (технічного, ринкового, управлінського, цінового тощо). Приналежність контрольного пакету акцій менеджерам компанії є навіть перевагою венчурного інвестора, оскільки менеджери таким чином мають стимули для активної участі в розвитку бізнесу. Якщо компанія в період перебування в ній венчурного інвестора як співвласника і партнера домагається успіху, ризики обох сторін виявляються виправданими і всі одержують винагороду, на яку розраховували.

Однак в умовах несформованого фондового ринку, що характерне для України, робити основну ставку при інвестуванні на ріст курсової вартості акцій інноваційного підприємства через 5–7 років і їхню ліквідність на біржі можливо лише за умов чіткого подальшого уявлення про можливість продажу акцій після зростання їх ринкової вартості. Тому при виборі об'єктів інвестування венчурні компанії, як правило, заздалегідь орієнтуються на тих чи інших стратегічних інвесторів – промислові компанії, що викуплять належний венчурній компанії пакет акцій інноваційного підприємства у випадку його успіху на ринку.



Як правило, венчурні компанії зазвичай працюють з інноваційними підприємствами, що уже випускають готову продукцію і мають потребу в засобах тільки для розширення виробництва. Це означає, компанії беруть на себе тільки ризики, що пов'язані з виведенням товару на ринок, не зв'язуючись з ризиками доведення наукової розробки до стадії готового виробу. Тому важливо, щоб інноваційними підприємствами, що фінансуються венчурною компанією, керували вітчизняні менеджери, які психологічно більш точно відчувають специфіку роботи на фінансових ринках України. Це підтверджується тим фактом, що, незважаючи на відсутність у вітчизняних промисловців досвіду у розвитку інноваційного підприємництва в порівнянні з іноземними фахівцями, керуючими підприємствами венчурні бізнесмени (серед яких більшість – іноземці) призначають вітчизняних фахівців. Важливу роль також відіграють компанії-посередники, які дозволяють найбільш вдало представити інноваційні підприємства венчурним компаніям. Досить часто ці функції виконують державні структури чи органи влади. Посередниками між венчурними капіталістами (фірмами) та підприємцями-початківцями, які бажають одержати доступ до венчурного фінансування, можуть бути також спеціальні агентства і засоби масової інформації. Прикладом такого інформаційного посередника є періодичне видання *Venture Capital Report (VCR)*, що виходить у Великобританії з 1978 р. Щомісяця на його сторінках публікуються дані приблизно про десять підприємств. Річна передплата на видання VCR коштує для інвесторів 350 фунтів стерлінгів. Підприємці платять 200 фунтів стерлінгів, щоб розмістити інформацію про свої проекти, і виплачують винагороду виданню у разі успіху в розмірі 1–3% від суми ризикового капіталу, отриманого завдяки публікації. Наданням послуг з підбору пар "підприємець-інвестор" у Великій Британії займається також урядове агентство, що має 12 регіональних представництв. Агентство видає щомісячний бюлетень, скликає конференції зацікавлених партнерів. Річний вклад учасників конференції складає 75 фунтів стерлінгів для інвесторів і 50–120 фунтів стерлінгів – для підприємців. Є також електронні бази даних в Інтернеті.

Аналіз особливостей венчурного капіталу дозволяє охарактеризувати його як різновид фінансового капіталу, що виконує роль особливого інвестиційного фактора-ресурсу в суспільному відтворенні та має переважну спрямованість на активізацію науково-технічної й інноваційної діяльності. Високі ризики і невизначеність кінцевого сукупного ринкового ефекту у сполученні з надвисокою прибутковістю вкладених у нові технологічні рішення коштів дає підставу розглядати венчурний капітал як особливий фактор інноваційного економічного росту, структурного відновлення економіки на сучасному етапі економічної трансформації. Дослідження особливостей і функцій венчурного капіталу дозволяє сформулювати ряд його властивостей, якими слід керуватися при організації, управлінні і мотивації венчурного інвестування.

Венчурний капітал, зазвичай, добре структурований. На певній фазі венчурного інвестування він залежить від ситуації на фондовому ринку країни



та темпів розвитку високотехнологічних компаній, курси акцій яких на фондовому ринку швидко зростають. Тому найбільш прийнятним для венчурних інвесторів є початкове публічне розміщення акцій на фондовому ринку, що дозволяє швидше залучати капітал фінансових інститутів, забезпечуючи реінвестування прибутків. Чим вищі доходи, які можна отримати від продажу компанії на фондовому ринку, тим більше коштів надходить у венчурні фонди.

Венчурний капітал має власний ринок з відповідною інфраструктурою, попитом, пропозицією та ціною венчурного інвестиційного товару у вигляді частки акцій підприємства, яке фінансується.

Кадровий потенціал, що забезпечує управління венчурним інвестуванням, характеризується поєднанням властивостей висококваліфікованих інженерів та інвестиційних менеджерів, спроможних здійснювати функції управління інвестиційними ресурсами на різних стадіях реалізації проєктів.

Попит на венчурний капітал існує сьогодні й в Україні. І він буде зростати тим швидше, чим активніше буде здійснюватись перехід економіки на інноваційний шлях розвитку. Останнім часом в Україні спостерігається бурхливий розвиток різних інвестиційних фондів і компаній, більшість з яких за ознаками важко визначити як венчурні. Переважно, це компанії з управління активами, кількість яких за 9 міс. 2005 р. зроста з 88 до 134; інститути спільного інвестування (кількість збільшилась з 105 до 221 відповідно). За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (далі – УАІБ), яка 26 жовтня 2005 р. спільно з ДКЦПФР провела засідання "круглого столу" на тему "Проблемні питання діяльності венчурних інвестиційних фондів в Україні", станом на початок жовтня 2005 р. в Україні діяло 170 венчурних фондів, з яких 157 – венчурних пайових інвестиційних фондів та 13 – венчурних корпоративних інвестиційних фондів [12]. Функціонуючі на території України венчурні фонди мають невеликі сукупні ресурси (за різними оцінками, від 500 до 800 млн дол.) та відносно незначну вартість інвестиційного портфеля (250–300 млн дол.), з яких частка вітчизняного капіталу дуже мала.

Венчурний капітал в Україні не демонструє вираженої орієнтації на фінансове забезпечення високотехнологічних проєктів. За даними опитування, проведеного УАІБ у жовтні 2005 р., інвестиціями цих фондів були охоплені перш за все сільське господарство (рослинництво і тваринництво), будівництво (будівельні роботи, виробництво будівельних матеріалів, інженерні і архітектурні послуги), фінансові послуги (банківський сектор, страхування, лізинг, фінансові брокери і посередники, агенції нерухомості). Проєкти в цих галузях мають приблизно 50% опитаних компаній. Далі йдуть транспорт, виробництво продуктів харчування та напоїв, машинобудування, оптова торгівля – приблизно 30%. Крім того, інвестування здійснюється також в енергетику (видобуток і переробка нафти, вугілля і газу), хімічні матеріали, розвиток металургії та легкої промисловості – інвестують 10–20% компаній. Високотехнологічних підприємств серед цієї категорії фондів практично немає.



Втім останнім часом на вітчизняному венчурному ринку намітилися значні позитивні зрушення, які привернули увагу відомих західних венчурних компаній до українських підприємств інноваційного бізнесу. Одна з зареєстрованих в Україні венчурних компаній – ТЕХІНВЕСТ – в результаті реалізації добре продуманої стратегії дуже успішно вийшла на міжнародний ринок венчурного капіталу, представивши розробки вітчизняних фахівців у високотехнологічному секторі економіки.

Після обвалу в 2001 р. світового ринку ІТ-технологій попит на венчурний капітал значно зменшився, і відомі венчурні компанії звернули увагу на успіхи у цій сфері східноєвропейських країн. Україна завжди була відома у світі успіхами у програмному забезпеченні. Хоча за кількістю сертифікованих програмістів (23 тисячі фахівців) вона посідає 7-е місце у світі, поступаючись США, Росії, Індії, Китаю, Ірландії та Ізраїлю [13, с. 148], на світовому ринку практично відсутні програмні продукти українських програмістів. Ринок програмного забезпечення вимагає значного маркетингового супроводу та перекладу програм на різні мови, що призводить до додаткових витрат. Сьогодні в Україні ще немає висококваліфікованих маркетинг-менеджерів, які були б спроможні вивести програмний продукт на світовий ринок (перш за все, через відсутність бізнес-контактів з потенційними корпоративними клієнтами), а вартість послуг іноземних фахівців дуже висока. Зрозуміло, що цей сегмент вітчизняного ринку є цікавим для зарубіжних інвесторів.

Саме в цей період венчурна компанія ТЕХІНВЕСТ провела велику роботу з вивчення компаній та досягнень українського програмного забезпечення, які найбільш привабливі для венчурного інвестування в ІТ-секторі, та проінвестувала у створення міжнародної компанії United Software Corporation (USC Inc.), яка спеціалізується на виробництві програмних продуктів силами вітчизняних фахівців. Напрямами діяльності USC Inc. стали такі [див. 6] :

- підтримка та відновлення ІТ-технологій, які були розроблені в 60–90-х рр. минулого століття, а також розробка технологій для сучасних та майбутніх поколінь;
- розробка програмних продуктів у банківському та фінансовому секторах;
- розробка рішень у секторі телекомунікацій;
- розробка програмного забезпечення для мікропроцесорів, DSP і FPGA програмування;
- розробка рішень на основі геоінформаційних систем;
- розробка рішень на основі перспективних алгоритмів (розпізнавання образів, фінансове прогнозування, семантичний аналіз).

Протягом трьох років компанія USC Inc.:

- вперше серед українських ІТ-компаній одержала статус постачальника для ІВМ;
- стала єдиною ІТ-компанією в СНД, що здійснює науково-дослідні і дослідно-конструкторські роботи для ІВМ;



– отримала контракт на побудову центра розробки 4G-технологій зв'язку на 100+ програмістів для "Sonoria" – компанії з Силіконової Долини, заснованої экс-віце-президентом Microsoft Юхою Крістенсенсом;

– за оцінками експертів Швейцарського уряду та Homeland Security (США), розробки компанії в галузі геоінформаційних систем і керування ліквідацією наслідків надзвичайних ситуацій входять у трійку провідних у світі.

В 2005 р. ТЕХІНВЕСТ продала свою частку в цій компанії зарубіжним венчурним капіталістам, в результаті чого було отримано дохсд, який в чотири рази перевищив розмір інвестицій.

Венчурна компанія ТЕХІНВЕСТ створила широку міжнародну мережу технологічних та інвестиційних партнерів, разом з якими спеціалізується на пошуку перспективних об'єктів для інвестування та розвитку українських експортно-орієнтованих інноваційних компаній, перш за все – в таких пріоритетних секторах української економіки, як інформаційно-комунікаційні технології, медичні та біотехнології, нанотехнології, енергетичні технології, дослідження і розробка нових матеріалів тощо. Сьогодні до технологічного портфелю компанії ТЕХІНВЕСТ входить понад 20 перспективних технологій, готових для комерціалізації, розроблених провідними вітчизняними науково-дослідними інститутами та технологічними компаніями.

У 2004 р. компанія стала локальним партнером "IBM Venture Capital Group". Для відбору венчурних проектів, що мають високий потенціал для комерціалізації, ТЕХІНВЕСТ створила Міжнародну експертну групу, до складу якої входять спеціалісти провідних міжнародних технологічних корпорацій (IBM, Intel) та міжнародних венчурних компаній (Draper Fisher Jurvetson, Pitango Venture Capital, Asset Management Company, Vision Capital, Harris & Harris Group), а також відомі фахівці з інших закордонних компаній.

Компанія планує реалізувати такі найважливіші заходи з розвитку інноваційного підприємництва в Україні:

- підготовка і проведення Всеукраїнського конкурсу високих технологій, де за участю Міжнародної експертної комісії планується відпрацювати прозорий механізм відбору привабливих для зарубіжних інвесторів проектів;

- створення разом з відомим венчурним капіталістом Тімом Дрейпером Технологічного венчурного фонду DFJ Nexus з бюджетом 100–150 млн дол. США для фінансування високотехнологічних компаній на ранніх стадіях розвитку з метою просування їх продукції на світовий ринок ;

- організація разом з провідною технологічною установою (ВНЗ чи інститутом НАН України) Технологічного центру на 1 тис. робочих місць для інженерів та науковців, функціями якого буде проведення науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт, надання ІТ-послуг, бізнес-інкубація інноваційних підприємств;

- проведення щорічних презентацій українських наукомістких технологій в США. Так, в 2005 р. сім проектів вітчизняних хай-тек-компаній у сфері ІТ-технологій, нанотехнологій та енергетики, відібраних на Всеукраїн-



ському конкурсі високих технологій, викликали значний інтерес серед американських венчурних інвесторів. Два з них, що стосуються розробки системи реагування на надзвичайні ситуації, вже реалізуються, отримавши інвестиційну підтримку.

Компанією досягнуто також домовленості з одним з венчурних фондів США щодо співпраці у створенні в Україні потужного інноваційного центру та з організаторами конкурсу бізнес-планів "Бізнес інноваційних технологій", що проводиться в Росії за участю компанії Intel.

Таким чином, можна констатувати, що венчурний бізнес в Україні в класичному розумінні починає формуватися. Є перші успішні кроки в цьому напрямі. Однак серед факторів, що впливають на вітчизняний ринок венчурних інвестицій, значно більше таких, що гальмують цей ринок, впливаючи негативно. На жаль, до групи факторів позитивного впливу можна віднести лише бажання та ініціативу керівників і працівників малих високотехнологічних підприємств, яких в Україні дуже мало, а також прийняті на рівні державних органів влади рішення і постанови щодо обрання інноваційної моделі розвитку економіки, що має сприяти її розвитку венчурного підприємництва.

Значно більше факторів, які гальмують розвиток венчурного ринку. В Україні сьогодні відомо не дуже багато проектів, які є цікавими з точки зору венчурного інвестора. Це спричинено недостатньою кількістю малих інноваційних фірм, і в першу чергу – у сфері високотехнологічного бізнесу, або тим, що такі підприємства невідомі широкому загалу через відсутність відповідної інформації. Результати конкурсів інноваційних проектів, що протягом останніх років проводяться Міністерством освіти і науки, не є показовими, оскільки матеріально вони не стимулюють учасників належним чином, і тому участь у них регулярно беруть практично одні й ті ж самі підприємства. Зрозуміло, що радикальні інноваційні розробки оминають такі конкурси, а знаходять своїх інвесторів через Інтернет чи інші канали комунікацій. Тому сьогодні слід сподіватися, що саме діяльність венчурної компанії ТЕХІНВЕСТ разом з її партнерами по бізнесу (і в тому числі – інформаційними, до яких, у першу чергу, належить журнал "Експерт-Україна") активізує просування України на шляху до інноваційної економіки.

Капіталізація фондового ринку України досить незначна, а його розвиток відбувається порівняно низькими темпами, що також гальмує розвиток венчурних інвестицій. Серед офіційно функціонуючих сьогодні на ринку України венчурних компаній (майже всі – з участю іноземного капіталу) значна частка відкриває свої представництва в інших країнах, щоб забезпечити доступ до розвиненого фондового ринку.

Наступним фактором, що гальмує розвиток венчурних інвестицій, є відсутність відповідної законодавчої бази, що обумовлює невизначеність правового поля функціонування венчурного капіталу та спричиняє відсутність законодавчих гарантій захисту прав інвесторів, що не володіють контрольним пакетом акцій. Потрібно ухвалити в Україні Закон про венчурні



компанії, який має визначити умови розвитку ринку венчурного капіталу та забезпечити привабливий інвестиційний клімат для учасників високоризикового процесу венчурного фінансування.

Відсутність мотивації у створенні венчурних фондів і компаній в Україні спричинена недостатньою увагою держави до цієї проблеми: не контролюється виконання існуючого законодавства в інноваційній сфері, відсутні пільги для стратегічних іноземних інвесторів у високотехнологічний бізнес, не стимулюються інвестиції в малі та середні компанії, які займаються інноваційною діяльністю, не проводяться на загальнодержавному рівні конкурси вітчизняних інновацій із залученням іноземних інвесторів та засобів масової інформації. Важливість останніх полягає не тільки у можливості залучення додаткових позабюджетних коштів для стимулювання інноваційної активності підприємств, а й у формуванні громадської думки щодо важливості і необхідності інноваційного розвитку. Крім того, підсумком проведення таких конкурсів може бути визначення структури інноваційної пропозиції, що в подальшому дозволить більш чітко оцінити інноваційний потенціал вітчизняних науковців та відкоригувати науково-технічні пріоритети на державному рівні.

Маркетингові дослідження в інноваційній сфері майже не ведуться, що спричинено також існуючими недоліками у системі захисту інтелектуальної власності. Недосконала інформаційна база гальмує розвиток венчурного підприємництва, оскільки для прийняття рішення щодо інвестування у діяльність високотехнологічної компанії венчурні інвестори повинні мати достатньо інформації про її інноваційний потенціал та перспективи розвитку.

Негативно впливає на розвиток венчурних інвестицій і нестача висококваліфікованих фахівців в інноваційній сфері, які були б спроможні забезпечити ефективний менеджмент як венчурного бізнесу, так і всіх інших суб'єктів інноваційного підприємництва. У вищих навчальних закладах слід передбачити підготовку та перепідготовку (серед осіб з вищою технічною освітою у сфері високих технологій) інноваційних менеджерів з обов'язковим проходженням стажування в закордонних венчурних компаніях та фондах.

Відсутня організація інституту місцевих інноваційних компаній, що вважається високоефективним механізмом мобілізації заощаджень дрібних приватних інвесторів з метою спрямування цих фінансових ресурсів на розвиток пріоритетних для регіону інноваційних проектів. У США, наприклад, функціонує близько 400 місцевих інвестиційних компаній, які щорічно надають малим фірмам до 4000 довгострокових кредитів середнім розміром по 13000 дол.

Серед інших факторів, що стримують розвиток венчурного капіталу в Україні, слід назвати також відсутність інфраструктури здійснення венчурних інвестицій. Зокрема, не вистачає інститутів професійної комплексної науково-технічної та комерційної експертизи інноваційних проектів, страхування інвестицій в інноваційну діяльність, інформаційних джерел для порів-



няння ринкового інноваційного попиту та пропозицій інноваційних ідей. Тривала невирішеність цих питань відтворює несприятливі умови для формування вітчизняного інституту венчурного бізнесу.

Розвиток ринку венчурного капіталу є невід'ємною частиною інноваційного розвитку економіки держави. Венчурний капітал добре зарекомендував себе як ефективне джерело інвестування в інноваційні підприємства не лише у країнах, що належать до високотехнологічних за структурою своєї економіки, але й у країнах, які лише починають здійснювати перехід до моделі економіки на засадах її інноваційного розвитку. Як свідчить практика функціонування в Україні венчурної компанії ТЕХІНВЕСТ, венчурний капітал може нормально функціонувати і в країні, де відсутні об'єктивні засади його розвитку, створюючи інфраструктуру інноваційного підприємництва та сприяючи розвитку інноваційного сектора економіки. За умов ефективної підтримки венчурного підприємництва з боку держави процеси становлення венчурного підприємництва в Україні проходять більш високими темпами, прискорюючи зміни у структурі економіки на користь високотехнологічних галузей. Це відповідає стратегічним пріоритетам розвитку економіки.

Література

1. *Stevens W.* European Venture Capital Markets: Trends and Prospects, OECD report, 1997. – P. 22–39.
2. Роман Юрьев. MoneyNews. – <http://www.bankir.ru/analytics/it/3/57721>
3. *Каржауєв А.Т., Фоломьєв А.Н.* Национальная система венчурного инвестирования. – М.: Экономика, 2005.
4. EVCA White Paper. Boosting Europe's growing companies. – P. 1.
5. Інтернет-сайт Price Waterhouse-Coopers. – <http://www.pwcglobal.com>
6. *Лобойко С.В.* Позитивний досвід венчурного інвестування в український експортний ІТ-сектор // Наука та інновації. – 2006. – № 1. – С. 97–104.
7. Інтернет-сайт компанії Intel. – <http://www.intel.ru>
8. Інтернет-сайт 3i Group. – <http://www.cnews.ru/news/ebusmess/2000/10/17/2000/10/i7/%2000/017/63030.shtml>
9. Інтернет-сайт Російської Асоціації венчурного капіталу. – <http://www.rvca.ru>
10. *Пажитнов А.* Демииурги игрового мира. – <http://www.ixbt.com/games/man-pajitnov.shtml>
11. Концепция формирования и развития ОАО "Технопарк – Зеленоград". – www.tech-park.ru
12. *Бірюк С.* Проблемні питання діяльності венчурних ІСІ в Україні. – <http://www.uaib.com.ua/files/fl133883504.doc>
13. Україна у вимірі економіки знань / За ред. акад. НАН України В.М.Гейця. – К.: "Основа", 2006. – 592 с.