

**ՎԵՆՉՈՒՐԱՅԻՆ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՈԼՈՐՏԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ԽՆԴԻՐՆԵՐԸ
ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ**

ՔՐԻՍՏԻՆԵ ԱՐՇԱԿՅԱՆ

Վենչուրային կապիտալի ոլորտն առանցքային նշանակություն ունի ստարտափ ընկերությունների զարգացման, նրանց միջազգային շուկա մուտք գործելու և արագ աճի առումով: Հայաստանում վենչուրային կապիտալի ոլորտը դեռևս զարգացման փուլում է, և չնայած որոշակի առաջընթացին՝ ոլորտում առկա են լուրջ խնդիրներ՝ երկրի ներդրումային գրավչության պակասը, ֆինանսավորման հնարավորությունների պակասը, պետության անբավարար օժանդակությունը, միջազգային վենչուրային ներդրողների շրջանում հայկական ստարտափ ընկերությունների ոչ բավարար հեղինակությունը: Ներդրումներ ներգրավելու նպատակով հայկական ստարտափ ընկերությունները հաճախ դիմում են վենչուրային կապիտալի օտարերկրյա ֆոնդերին և նրանց շրջանում ոչ բավարար հեղինակության պատճառով հազվադեպ են հաջողության հասնում, իսկ հաջողության հասնելու պարագայում ստիպված են ստարտափ ընկերությունը գրանցել ներդրողի երկրում՝ ներդրումներն իրավական տեսանկյունից ապահովելու նպատակով: Հայաստանի վենչուրային կապիտալի ոլորտում առկա այս և այլ խնդիրների բացահայտման նպատակով հողվածում ուսումնասիրվում են ոլորտի ներկա վիճակը, Հայաստանի ներդրումային միջավայրի գրավչությունը, ՀՀ օրենսդրական դաշտի առավելությունները և թերությունները, վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման միջազգային փորձը, ինչպես նաև պետության օժանդակության կարևորությունը: Նշված խնդիրները բացահայտելը թույլ կտա մշակել Հայաստանի վենչուրային կապիտալի ոլորտի հետագա զարգացումը խթանող գործողությունների առաջարկություններ:

Բանալի բառեր – *վենչուրային կապիտալ, վենչուրային կապիտալի ներդրումներ, ստարտափ ընկերություններ, ստարտափ էկոհամակարգ, ներդրումային միջավայրի գրավչություն, վենչուրային կապիտալի ֆոնդ, ներդրումային գործարք*

Վենչուրային կապիտալի ներդրումները կարևոր են ինչպես առանձին ստարտափ ընկերությունների զարգացման և առաջխաղացման, այնպես էլ երկրի տնտեսության հզորացման համար: Վենչուրային կապիտալի ներդրումը մասնավոր բաժնեմասնակցության տեսակ է տեխնոլոգիական ոլորտում գործող աճի ներուժ և եկամուտներ ստեղծելու կարողություն ունեցող ստարտափ ընկերություններում: Դրանց շնորհիվ ստարտափ ընկերությունները կարողանում են ընդլայնվել և վերածվել միջազգային ընկերությունների, ստեղծվում են մեծ թվով աշխա-

տատեղեր երկրի ներսում, մեծանում է այդ ընկերությունների արժեքը, և դրանց հաջող ելքի¹ պարագայում ներդրված կապիտալը մի քանի անգամ բազմապատկված վերադառնում է տնտեսություն՝ հզորացնելով այն: Իհարկե, ներդրում ստացած ոչ բոլոր ընկերություններն են հասնում հաջողության (համաձայն միջին վիճակագրական ցուցանիշի՝ ընկերությունների 2/3-ը ձախողվում է)², սակայն հաջողության հասած ընկերությունների արժեքի զգալի մեծացման շնորհիվ հնարավոր է լինում ոչ միայն վերադարձնել ներդրված սկզբնական գումարը տասնյակ անգամներ բազմապատկված չափով, այլև ծածկել ներդրում ստացած ընկերությունների՝ ձախողումից առաջացող ֆինանսական կորուստները:

Հետազոտությունները ցույց են տալիս, որ վենչուրային կապիտալի ներդրումները դեռևս լայն տարածում ունեն միայն ԱՄՆ-ում³: Մյուս երկրներում վենչուրային կապիտալի շուկայի զարգացմանը փորձում են օժանդակել կառավարությունները՝ իրականացնելով տարբեր քաղաքականություններ՝ որպես տնտեսական զարգացման ռազմավարության մաս: Ավելին, ինչպես վկայում է միջազգային փորձը, վենչուրային կապիտալի հարաբերականորեն զարգացած ոլորտ ունեցող գրեթե բոլոր երկրներում (ԱՄՆ, Իսրայել, Գերմանիա, Ֆինլանդիա, Իտալիա, Ֆրանսիա, Մեծ Բրիտանիա) մեծ դեր է ունեցել պետությունը՝ ոլորտի զարգացմանն աջակցելով թիրախավորված ծրագրերով և միջոցառումներով⁴:

Հայաստանի տնտեսության զարգացման համար նույնպես հենքային նշանակություն կունենա վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացումը, մանավանդ որ երկրում առկա են վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման համար անհրաժեշտ նախադրյալներ: Հայաստանում, ինչպես այլ երկրներում, վենչուրային կապիտալի ներդրումները սովորաբար կատարվում են տեխնոլոգիական ոլորտի ստարտափ ընկերություններում, և հատկանշական է, որ S2S ոլորտը վերջին տարիներին շարունակական աճ է գրանցում. 2010-2018 թթ. աճի տեմպը կազմել է 25.6 տոկոս⁵: Ավելին, տեխնոլոգիական ոլորտի ստարտափ ընկերությունների տարեցտարի ավելացող թվին համընթաց՝ աճում է նաև

¹ «Ելք» նշանակում է այն իրավիճակը, երբ ստարտափ ընկերության հիմնադիրը դուրս է գալիս ընկերությունից: Շատ հիմնադիրներ ելքը պլանավորում են ընկերության հիմնադրման դեռևս առաջին օրվանից, քանի որ հույս ունեն որոշ ժամանակ հետո այն վերածել «միաեղջյուր» ընկերության, այնուհետև ցուցակել (առաջնային հրապարակային առաջարկ (անգլ. IPO)) և (կամ) վաճառել ներդրողներին կամ այլ ընկերության (գնման կամ միաձուլման գործարք):

² Տե՛ս **Arturi Tarjanne**, Nexit Ventures «Why VC's seek 10x returns», հղում՝ <https://www.nexitventures.com/blog/vcs-seek-10x-returns>

³ Տե՛ս **Matisone, A.; Lace, N.**, Effective Venture Capital Market Development Concept. J. Open Innov. Technol. Mark. Complex. 2021, 7(4), 218. <https://doi.org/10.3390/joitmc7040218>

⁴ Տե՛ս **Teubal, Morris; Luukkonen, Terttu** (2006): Venture capital industries and policies: Some cross-country comparisons, ETLA Discussion Papers, No. 1006, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Helsinki, էջ 8:

⁵ Տե՛ս **Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, Հայաստանի S2S ոլորտի հետազոտություն, 2018 թ.**, էջ 40:

պահանջարկը վենչուրային կապիտալի նկատմամբ: Ոլորտում ներկայումս գործում է վենչուրային կապիտալի մի քանի ֆոնդ, որոնք տրամադրում են ոչ մեծ ներդրումներ, հիմնականում՝ սադմնային փուլում գործող ընկերություններին: Իսկ ավելի բարձր փուլերի (A, B, C և ավելի բարձր) ներդրումներ, որոնք կօգնեին ստարտափ ընկերություններին մուտք գործելու համաշխարհային շուկա և արագորեն ընդլայնվելու, դեռևս չկան⁶: Դրա պատճառներից մեկն այն է, որ Հայաստանում միջազգային խոշոր վենչուրային ֆոնդերը ներկայացված չեն: Ակտիվ չէ նաև արժեթղթերի շուկան, որը կարևոր դերակատարում ունի վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման համար:

Վերոնշյալ խնդիրների մանրամասն ուսումնասիրությունը թույլ կտա վեր հանել Հայաստանի վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացումը խոչընդոտող հանգամանքները և կօգնի մշակելու համապատասխան առաջարկություններ Հայաստանում վենչուրային կապիտալի ոլորտը զարգացնելու, ստարտափ ընկերությունների աճը, ինչպես նաև այդ գործընթացների միջազգայնացումը խթանելու համար:

Վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման միջազգային փորձը

Վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման միջազգային փորձը վկայում է, որ որոշ երկրներում, մասնավորապես՝ Իսրայելում, Ֆինլանդիայում, Իտալիայում, Ֆրանսիայում և Մեծ Բրիտանիայում, զգալի նշանակություն է ունեցել պետության աջակցությունը⁷: Այս գործընթացում լուրջ արդյունքներ են արձանագրել Իսրայելը և մասամբ՝ Ֆինլանդիան, որոնք այսօր ունեն վենչուրային կապիտալի կայացած ոլորտ: Երկու երկրներում էլ իրականացվել են պետական աջակցության ծրագրեր, սակայն դրանք տարբեր են եղել իրենց բնույթով և ազդեցությամբ: Իսրայելում հիմնական շեշտը դրվել է զարգացման վաղ փուլում գտնվող ստարտափ ընկերություններում ֆինանսավորման խնդիրը լուծելու, ինչպես նաև գիտահետազոտական և փորձարարական (ԳևՓ) նախագծերի թվի ավելացման վրա, իսկ Ֆինլանդիայում ներդրումների հետ կարևորվել են նորարարության խթանումը, կրթության զարգացումը, գիտահետազոտական ինստիտուտների և տեխնոպարկերի հիմնումը⁸: Իտալիայում իրականացվել են մի քանի նախագծեր պետության համաֆինանսավորմամբ, սակայն ոլորտի զարգացման այս մոտեցումը չի տվել ցանկալի արդյունք, ինչը հանգեցրել է վենչուրային կապիտալի ոլորտի ձախողմանը ձևավորման դեռևս վաղ շրջանում: Հետաքրքիր է վենչուրային կապիտալի ոլորտի պետական աջակցության փորձը Ֆրանսիայում. այն մի կողմից ուղղված էր բարձր տեխնոլո-

⁶ ՀՀ-ում գործող տարբեր վենչուրային ֆոնդերի կայքերում առկա տեղեկություններ, 2021-2022 թթ. հեղինակի կողմից իրականացված Հայաստանում գործող ստարտափ ընկերությունների հարցման արդյունքներ:

⁷ Տե՛ս **Teubal, Morris; Luukkonen, Terttu**, նշվ. աշխ., էջ 4:

⁸ Տե՛ս նույն տեղը:

գիական ոլորտի ընկերություններում ֆինանսավորման խնդիրների լուծմանը, մյուս կողմից՝ նորարարության և ստարտափ ընկերությունների զարգացման խթանմանը՝ նպաստելով միջազգային շուկաներում Ֆրանսիայի հեղինակության բարձրացմանը: Ուշագրավ է Մեծ Բրիտանիայի փորձը. այն ըստ էության ավելի շատ նորարարությունը խթանող ապակենտրոնացված մարզային քաղաքականությունն է՝ ուղղված հիմնականում ՓՄՁ-ների զարգացմանը: Այս առումով կարելի է ասել, որ վենչուրային կապիտալի ոլորտի և նորարարության խթանման ծրագրերն ինչ-որ չափով զուգակցվել են: Այսպիսով, Մեծ Բրիտանիան հասել է կայացած վենչուրային կապիտալի ոլորտ ունենալու նպատակին⁹: Ստորև ներկայացվում են նշված երկրներում վենչուրային կապիտալի ոլորտում իրականացված քաղաքականությունները և դրանց արդյունքները (տե՛ս աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1

Տարբեր երկրներում վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացումը թիրախավորող քաղաքականությունների համեմատություն

	Վենչուրային կապիտալի (ՎԿ) ոլորտի զարգացման քաղաքականություններ	ՎԿ ոլորտի աճը և մեծությունը	ՎԿ ոլորտի հարաբերական մեծությունը
Բարադել	Պետական աջակցություն «ֆոնդերի ֆոնդ» մեխանիզմով, օտարերկրյա խոշոր ֆոնդերի գերակշռող մասնակցություն	Ներդրում՝ մոտ 100 մլն ԱՄՆ դոլար 1992 թ.: Աճ՝ մինչև մոտ 10 մլրդ ԱՄՆ դոլար 2000 թ.	միջինից բարձր
Ֆինլանդիա	ՎԿ պետական ֆոնդերի ստեղծում «ֆոնդերի ֆոնդ» մեխանիզմով, վաղ զարգացման փուլի ստարտափ ընկերությունների աջակցության ծրագրեր	Ներդրում՝ մոտ 100 մլն եվրո 90-ական թվականներին: Աճ՝ 3 մլրդ եվրո 2002 թ.	միջինից ցածր
Իտալիա	ՎԿ ոլորտը թիրախավորող մի քանի քաղաքականություն՝ առանց «ֆոնդերի ֆոնդ» մեխանիզմի, պետության համաֆինանսավորում 2000 թ.-ից	Ներդրում՝ մոտ 540 մլն եվրո 2000 թ.: Աճ՝ 23 մլն եվրո 2004 թ. (հավանական ձախողում)	միջինից ցածր
Ֆրանսիա	Համաֆինանսավորում ՎԿ ֆոնդերում, «ֆոնդերի ֆոնդ» մեխանիզմի կիրառում	Ներդրում՝ մոտ 40-60 մլն եվրո 90-ական թթ. սկզբին: Աճ՝ 1,155 մլրդ եվրո 2000 թ.	միջինից ցածր
Մեծ Բրիտանիա	Հարկային խթանների կիրառում ներդրողների համար, կապիտալը դեպի ՎԿ ոլորտ ներգրավելու ծրագրեր	Աճ՝ մոտ 4 մլրդ ֆունտ ստերլինգ 2004 թ.	միջինից բարձր

Աղբյուր՝ **Teubal, Morris; Luukkonen, Terttu**, նշվ. աշխ., էջ 8:
 Աղյուսակը մշակվել է հեղինակի կողմից:

⁹ Տե՛ս նույն տեղը:

Առանձնակի ուշադրության է արժանի Իսրայելի վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման փորձը: Իրականացված ճիշտ քաղաքականությունների շնորհիվ պատերազմի մեջ գտնվող և թշնամիներով շրջապատված փոքր երկիրն ընդամենը 15 տարում կառուցել է նորարարական լուրջ էկոհամակարգ, որով այժմ ամենաբարենպաստ և զարգացած երկրներից մեկն է համարվում: Ստարտափ էկոհամակարգերի վարկանշային աղյուսակներում Իսրայելն առաջին հնգյակում է ԱՄՆ-ի, Մեծ Բրիտանիայի, Կանադայի և Գերմանիայի կողքին և տևականորեն պահպանում է իր կայուն դիրքը¹⁰:

Իսրայելում ոլորտի զարգացման սկզբնական շրջանում (1970-1989 թթ.) որոշիչ է եղել այն, որ շեշտը դրվել է ռազմաարդյունաբերության ոլորտում գիտահետազոտական կարողությունների զարգացման վրա¹¹: Դա խթանել է Իսրայելում վերագգային մի շարք ընկերությունների («Motorola», «IBM», «Intel», «Hitachi») գիտահետազոտական լաբորատորիաների հիմնումը: Այդ գործում մեծ դեր են ունեցել ամերիկյանակ հրեաները: Նոր հիմնադրվող ստարտափ ընկերությունների թիվն սկսել է տարեկան աճել տասնյակներով:

Պետք է նշել, որ սկզբնական շրջանում Իսրայելում ստեղծված ստարտափ ընկերությունների գրեթե 60 տոկոսը ձախողվել է՝ հիմնականում ոչ բավարար ֆինանսավորման և կառավարչական ու մարքեթինգային հմտությունների պակասի պատճառով¹²: Ուստի, կառավարությունը որոշել է ընդլայնել վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացմանն ուղղված ջանքերը: 1993 թ. ստեղծվել է պետական «Յոզմա» ֆոնդը¹³, որն ուներ երկու գործառույթ՝ գործել որպես «ֆոնդերի ֆոնդ»՝ նպաստելով Իսրայելում վենչուրային կապիտալի ֆոնդերի թվի ավելացմանը, և գործել որպես ինքնուրույն ֆոնդ՝ կատարելով ներդրումներ ստարտափ ընկերություններում և նպաստելով դրանց զարգացմանը¹⁴: Ներդրումների համար առաջնահերթությունը տրվում էր ԳևՓ նախագծերին: Ծրագրի շրջանակում ներդրողներին տրամադրվում էին հարկային արտոնություններ, իսկ ներդրումային գործարքների վերաբերյալ հիմնական որոշումները կայացնելու իրավունքը տրված էր միջազգային վենչուրային կապիտալի ֆոնդերում ներգրավված ներ-

¹⁰ Ըստ StartupBlink կազմակերպության վարկանշային գնահատման զեկույցի՝ Իսրայելը 45.1 միավորով համարվում է զարգացած ստարտափ էկոհամակարգ ունեցող 3-րդ երկիրն աշխարհում ԱՄՆ-ից և Մեծ Բրիտանիայից հետո: Տե՛ս StartupBlink, «Global Startup Ecosystem Index 2022»:

¹¹ Տե՛ս **G. Avnimelech, M. Kenney, M. Teubal**, A Life Cycle Model for the Creation of National Venture Capital Industries: Comparing the U.S. and Israeli Experiences, 2007, էջ 202:

¹² Տե՛ս նույն տեղը, էջ 204:

¹³ Տե՛ս «Յոզմա» նախաձեռնության կայք՝ <https://www.yozma.com/overview>

¹⁴ Ֆոնդի 100 մլն ԱՄՆ դոլար սկզբնական կապիտալից 80 մլն-ը ներդրվեց նոր ստեղծված տասը մասնավոր վենչուրային ֆոնդում (8 մլն դոլար յուրաքանչյուրում՝ կազմելով ամբողջ ներդրման 40 տոկոսը, իսկ մյուս 60 տոկոսը նրանք պետք է հայթայթեին արտաքին աղբյուրներից): Մնացած 20 մլն-ը ներդրվեց զարգացման վաղ փուլում գտնվող ստարտափ ընկերություններում:

դրողներին: Պետությունը երաշխավորում էր ստարտափ ընկերություններում օտարերկրյա ներդրումները՝ փոխհատուցելով ներդրված գումարի 80%-ն այն ներդրումային գործարքների դեպքում, որոնց շահութաբերությունը գնալով նվազում էր: Վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման նպատակով սկզբնական շրջանում տարեկան կազմակերպվում էր երեք միջազգային համաժողով՝ իսրայելական ստարտափ ընկերություններին տեղական և միջազգային ներդրողներին ներկայացնելու և ներդրումներ ներգրավելու համար:

Այս նախաձեռնությունը հնարավորություն տվեց ոչ միայն ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու, այլև յուրացնելու միջազգային, մասնավորապես՝ ԱՄՆ ֆոնդերի գիտելիքն ու փորձը: Արդեն 2000 թվականին Իսրայելի ստարտափ էկոհամակարգն աշխարհում ճանաչվում էր ամենահաջողակներից մեկը: Ներկայումս Իսրայելում գործում է վենչուրային կապիտալի 70 ֆոնդ, որոնցից 14-ը միջազգային վենչուրային ֆոնդերի գրասենյակներ են¹⁵:

Վենչուրային կապիտալի հոսքը և այն ուղեկցող միջազգային ներդրողների գիտելիքի ու փորձի յուրացումը նպաստել են ստարտափ ընկերությունների արագ աճին և միաժամանակ՝ արժեքի ավելացմանը: Անցնելով ներդրումային տարբեր փուլերով՝ մի շարք ստարտափ ընկերություններ ժամանակի ընթացքում դարձել են միաեղջյուր¹⁶ ընկերություններ: 2022 թվականի սվյալներով Իսրայելի ստարտափ էկոհամակարգում գործում է 43 միաեղջյուր ընկերություն¹⁷, իսկ ԱՄՆ-ում գործունեություն ծավալող իսրայելական միաեղջյուր ընկերությունների հետ միասին վերցրած՝ դրանց թիվը կազմում է 92¹⁸: Ֆրանսիան ներկայումս ունի 27 միաեղջյուր ընկերություն¹⁹, Մեծ Բրիտանիան՝ 66²⁰, իսկ Ֆինլանդիան՝ 9-ը²¹: Ի տարբերություն այս երկրների՝ Իտալիան, որի վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման քաղաքականությունը ձախողվել էր (տե՛ս աղյուսակ 1), 2022 թվականին գրանցել է իր առաջին միաեղջյուր ընկերությունը, և մոտ 10-ը ստարտափ ընկերություն էլ հավակնում է դառնալու այդպիսին²²:

¹⁵ Տե՛ս Վիքիպեդիա, հղում՝ https://en.wikipedia.org/wiki/Venture_capital_in_Israel

¹⁶ Միաեղջյուր են համարվում այն ստարտափ ընկերությունները, որոնց արժեքը գերազանցում է 1 մլրդ ԱՄՆ դոլարը, և որոնք չցուցակված մասնավոր ընկերություններ են:

¹⁷ Տե՛ս Tracxn Technologies Limited, Unicorn Club – Israel, հղում՝ <https://tracxn.com/d/unicorn-corner/israel>

¹⁸ Տե՛ս Forbes Israel, Itay Zehorai, “Israeli Unicorns: The Next Billion-Dollar Startups 2022” June 1, 2022, հղում՝ <https://forbes.co.il/e/israeli-unicorns-the-next-billion-dollar-startups-2022>

¹⁹ Տե՛ս Tracxn Technologies Limited, Unicorn Club – France, հղում՝ <https://tracxn.com/d/unicorn-corner/france>

²⁰ Տե՛ս Tracxn Technologies Limited, Unicorn Club – United Kingdom, հղում՝ <https://tracxn.com/d/unicorn-corner/united-kingdom>

²¹ Տե՛ս Business Finland, Antti Aumo, “Unicorns Unlimited”, 21.10.2021, հղում՝ <https://www.businessfinland.fi/en/whats-new/blogs/invest-in-finland/unicorns-unlimited>

²² Տե՛ս Club degli Investitori, “Italian Unicorns: what do we need”, Turin, July 2022, էջ 3:

Վենչուրային կապիտալի զարգացման միջազգային փորձից ակնհայտ է դառնում, որ ոլորտի զարգացման ու կայացման կարևոր գործոններ են նորարարության խթանումը պետական մակարդակով, այդ թվում՝ հարկային արտոնությունների տրամադրումը ներդրողներին և ներդրում ստացող ընկերություններին, ինչպես նաև պետության կողմից ներդրողների իրավունքների պաշտպանության երաշխավորումը:

Վենչուրային կապիտալի ոլորտը Հայաստանում և առկա մարտահրավերները

Հայաստանում վենչուրային կապիտալի ոլորտն սկսել է ձևավորվել 2013 թվականին «Գրանատուս վենչուրս» ֆոնդի ստեղծումով, որի ներդրումային գործարքներն առաջին փուլում կազմում էին 100 հազ.-ից մինչև 800 հազ. ԱՄՆ դոլար²³: 2014 թվականին հիմնադրվեց «Հայվ վենչուրս» ֆոնդն ԱՄՆ-ում, իսկ 2017 թվականին՝ «Սմարթգեյթ Վի Սի» ֆոնդը, որոնք հիմնականում կատարում են նախասաղմնային և սաղմնային փուլի ներդրումներ: 2020-2022 թվականներին իրենց գործունեությունն սկսեցին ևս երեք տեղական նոր ֆոնդեր՝ «Ֆորմուլա Վի Սի», «Բիգ Սթորի Վի Սի» և «Թրիփլ Էս վենչուրս» ֆոնդերը, որոնց մեկ ներդրումային գործարքի առավելագույն գումարը մինչև 500 հազ. ԱՄՆ դոլար է: Ոլորտում գործում են նաև բիզնես-հրեշտակների ցանցեր, որոնցից ամենախոշորներն են Հայաստանի բիզնես-հրեշտակների ցանցը (BANA) և Հայաստանի հրեշտակ ներդրողների ակումբը (AICA):

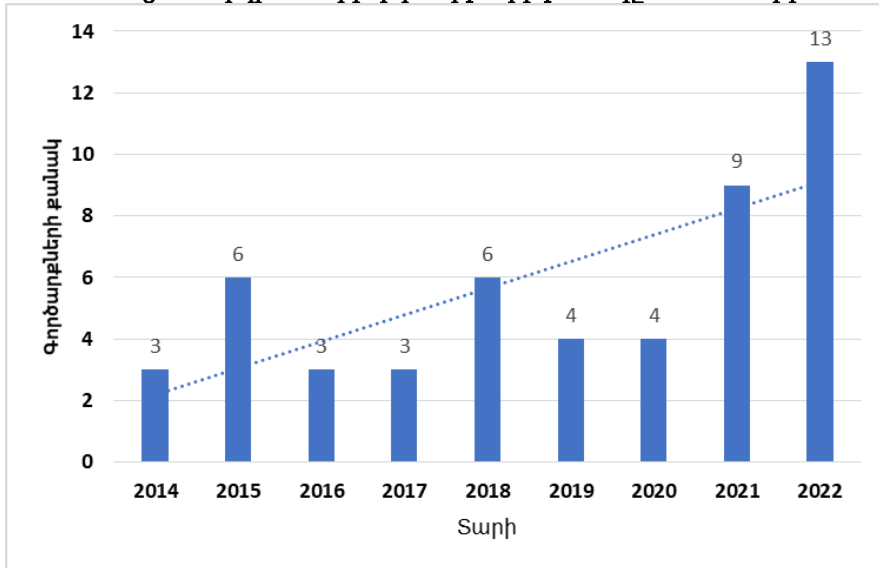
Այս կազմակերպությունների ներկայությունն էականորեն խթանել է Հայաստանում վենչուրային կապիտալի ոլորտի ակտիվությունը և ստարտափ ընկերությունների զարգացումը, սակայն այդ ֆոնդերի ներդրումային կապիտալը, միասին վերցրած, չի գերազանցում 10 մլն ԱՄՆ դոլարը²⁴, ինչը կարող է բավարար լինել միայն ստարտափ ընկերությունների նախասաղմնային և որոշ չափով՝ սաղմնային փուլերի ֆինանսավորման համար: Թեև 2021 և 2022 թվականներին ավելացել է ֆինանսավորման հայկական աղբյուրներից ստացած ներդրումների գործարքների քանակը, ինչը կարող էր համավարակին հաջորդող ակտիվությամբ պայմանավորված լինել²⁵, այնուամենայնիվ դա բավարար չէ վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացումը խթանելու համար (տե՛ս գծապատկեր 1):

²³ Տե՛ս «Գրանատուս վենչուրս» ֆոնդի կայք, հղում՝ <https://www.granatusventures.com>

²⁴ Տե՛ս **Հայկազ Արամյան**, Որքանով է Հայաստանը գրավիչ վենչուրային կապիտալի համար, https://asue.am/amberd/publications/analysis/how-attractive-is-armenia-for-venture-capital/#_ftn2

²⁵ 2020 թ., ԲՈՎԻԴ-19-ի համավարակով պայմանավորված, վենչուրային կապիտալի ներդրման շատ պայմանավորվածություններ սառեցվել կամ ընդհատվել էին:

ՀՀ ֆինանսավորման աղբյուրներից ստարտափ ընկերությունների ստացած ներդրումների գործարքների քանակը 2014-2021 թթ.



Աղբյուր՝ Հայկական վենչուրային կապիտալի ֆոնդերի կայքեր, «Crunchbase» տվյալների շտեմարան: Գծապատկերը մշակվել է հեղինակի կողմից²⁶:

Ինչպես, հայաստանյան ստարտափ ընկերությունների հետագա զարգացման, միջազգայնացման և հնարավոր ելքերի համար անհրաժեշտ են ավելի բարձր փուլերի ներդրումներ, որոնց համար այդ ընկերությունները հիմնականում դիմում են օտարերկրյա վենչուրային ֆոնդերին: Օտարերկրացի ներդրողներն իրենց հերթին պահանջում են, որ ստարտափ ընկերությունը ներդրումն ստանալու համար գրանցվի իրենց երկրում (հիմնականում ԱՄՆ-ում կամ որևէ եվրոպական երկրում)²⁷, քանի որ Հայաստանի ներդրումային միջավայրն այնքան էլ գրավիչ չէ. առկա է ներդրումների պաշտպանվածության ռիսկ: Սրա մասին է վկայում «Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր բաժնեմասնակցության» համաթվի գնահատականը Հայաստանին²⁸:

Ըստ համաթվի՝ Հայաստանը 125 երկրների շարքում 2021 թվականին զբաղեցրել է 90-րդ հորիզոնականը, մինչդեռ 2018 թ. տվյալներով 77-րդ տեղում էր: Ընդհանուր առմամբ համաթվի դինամիկան Հայաստանի համար դրական է, սակայն որոշ բաղադրիչների մասով Հայաստանի ցուցանիշները մտահոգիչ են: Գծապատկեր 2-ում ներկայացված է Հա-

²⁶ Ներդրված գումարների մեծության դինամիկան հնարավոր չէ նշել, քանի որ ոչ բոլոր ներդրումային գործարքների գումարների մասին տեղեկություններն են հրապարակված:

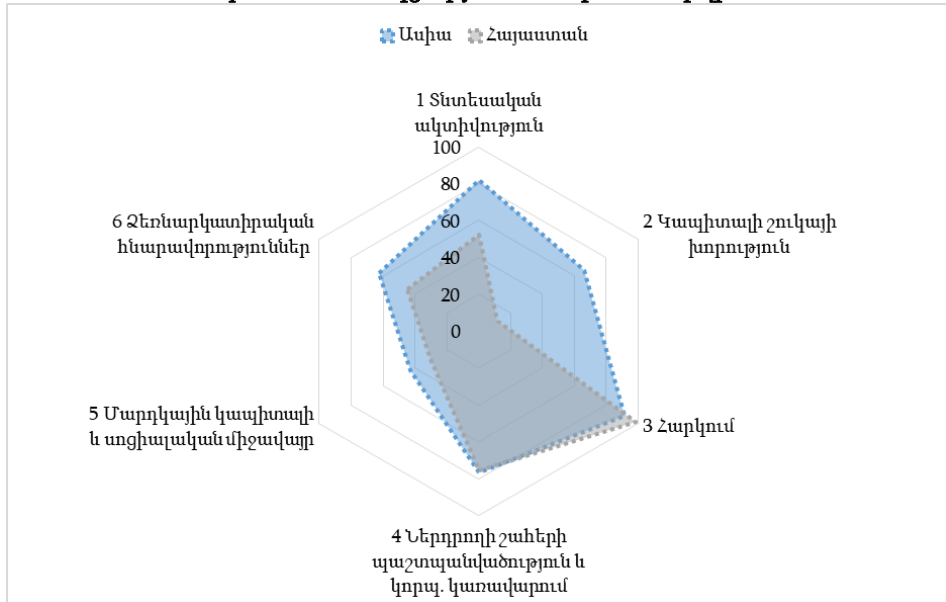
²⁷ Ըստ ստարտափ ընկերությունների շրջանում հեղինակի կողմից 2020-2022 թթ. իրականացված հարցման արդյունքների:

²⁸ SE u IESE Business School of the University of Navarra, Emlyon Business School, The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index 2021, <https://blog.iese.edu/vcpeindex/armenia>

յաստանի ներդրումային միջավայրի գրավչության պատկերն ըստ համապատասխան ցուցանիշների, ինչպես նաև շեղումը Հայաստանի ու ասիական երկրների (որոնց խմբում էլ ընդգրկված է Հայաստանը) միջև:

Գծապատկեր 2

Հայաստանի ներդրումային միջավայրի գրավչության հիմնական ցուցանիշներն ըստ «Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր բաժնեմասնակցության» 2021 թ. համաթվի



Աղբյուր՝ «Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր բաժնեմասնակցության» 2021թ. համաթիվ, էջ 17:

Ըստ համաթվի գնահատման՝ Հայաստանը բարենպաստ դիրքում է «Հարկում» և «Ներդրողների շահերի պաշտպանվածություն և կորպորատիվ կառավարում» ցուցանիշներով և գրեթե նույն հորիզոնակա՝ նույն է ասիական մյուս երկրների հետ, ինչը, թերևս, կարելի է վերագրել 2014 թվականին ընդունված «Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի պետական աջակցության մասին» ՀՀ օրենքով սահմանվող հարկային արտոնություններին²⁹: «Ներդրողների շահերի պաշտպանվածություն և կորպորատիվ կառավարում» խմբում ցածր է օրենքի կիրառելիության որակային ցուցանիշը: Ըստ համաթվի՝ թույլ է զարգացած «Ձեռնարկատիրական մշակույթ» ցուցանիշների խումբը, որտեղ Հայաստանն առավել հետ է մնում գիտական ամսագրերում հոդվածների թվով և ձեռնարկությունների կողմից ԳևՓ աշխատանքների իրականացման ծախսերով: Հետազոտությունների գծով կատարվող ծախսերի տեսանկյունից առավել ցածր է ՀՀ պետական ծախսերի մեծու-

²⁹ Պահանջները բավարարող ստարտափ ընկերությունները 5 տարով ազատվում են շահութահարկից, իսկ եկամտային հարկ վճարում են 10% դրույքաչափով: Աղբյուր՝ 2014 թվականին ընդունված «Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի պետական աջակցության մասին» ՀՀ օրենք:

յունը³⁰: Մասնավորապես, 2021 թվականին ԳևՓ աշխատանքների վրա կատարված պետական ծախսերը կազմել են ՀՆԱ-ի 0.2%-ը, որն ավելի քան 10 անգամ քիչ է, քան ՏՀԶԿ երկրների միջին մեծությունը՝ 2.4%³¹: Համեմատության համար նշենք, որ այս ցուցանիշն ԱՄՆ-ում 2.79% է, Հարավային Կորեայում՝ 4.23%, Իսրայելում՝ 4.25%³²:

Հայաստանի ամենաթույլ զարգացած ցուցանիշներից է «Տնտեսության ակտիվություն» խումբը, որի դեպքում աճել է ՀՆԱ-ն, իրական ՀՆԱ-ի ակնկալվող աճը մնացել է նույնը, իսկ գործազրկությունը խիստ ավելացել է³³: «Կապիտալի շուկայի խորություն» խմբում արժեթղթերի շուկայի իրացվելիության ու մեծության, առաջնային հրապարակային առաջարկների (IPO) և հրապարակային թողարկման գործառնությունների մասով Հայաստանն զբաղեցնում է շատ ցածր դիրքեր, ինչը պայմանավորված է ՀՀ արժեթղթերի, մասնավորապես բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությամբ:

Այսպիսով, Հայաստանի ներդրումային միջավայրի գրավչության մեծացումը և մասնավորապես «Վենչուրային կապիտալի և մասնավոր բաժնեմասնակցության» համաթվով նախատեսվող «Տնտեսական ակտիվություն» և «Կապիտալի շուկայի խորություն» ցուցանիշների բարելավումը նույնպես էականորեն կնպաստեն Հայաստանում վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացմանը:

Հայաստանում օրենսդրական դաշտը ընդհանուր առմամբ նպաստավոր է վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացման համար, սակայն կան որոշակի թերություններ³⁴:

Առավելություններ

- Ներդրումային ֆոնդերի առումով Հայաստանն ունի բավականին առաջադեմ հարկային առավելություններ, մասնավորապես՝ շահութահարկի տեսանկյունից ֆոնդերը տարեկան կտրվածքով հարկվում են 0.01%-ի չափով (Դելավերի, Լյուքսեմբուրգի, Մինգապուրի համեմատ՝ սա ավելի նպաստավոր հարկման չափ է):

- Ֆոնդի օտարերկրյա ներդրողներն իրենց պատկանող փայերն օտարելիս (մարում) հարկվում են ոչ թե ՀՀ-ի, այլ իրենց ռեզիդենտ պետության հարկման համակարգին համապատասխան:

- Վենչուրային ֆոնդի կառուցակարգը հնարավորություն է տա-

³⁰ Տե՛ս **Հայկազ Արամյան**, նշվ. աշխ.:

³¹ Տե՛ս UNESCO Institute for Statistics, հղում՝ <http://uis.unesco.org/apps/visualisations/research-and-development-spending>

³² Տե՛ս **Հայկազ Արամյան**, նշվ. աշխ.:

³³ Ցուցանիշը չափվում է տնտեսության չափով (ՀՆԱ), գործազրկությամբ և իրական ՀՆԱ-ի ակնկալվող աճով:

³⁴ ՀՀ օրենսդրական դաշտի առավելությունների և թերությունների վերլուծությունն իրականացվել է «ԹիՔեյ ընդ Փարթներս» ՓԲԸ ընկերության կողմից՝ 2018-2022 թթ. Հայաստանում վենչուրային ներդրումների ներգրավման հիմնահարցերի վերաբերյալ կատարված իրավաբանական խորհրդատվությունների և ստացված վիճակագրական տվյալների հիման վրա:

լիս ներդրումն իրականացնելու արտարժույթով (նույնիսկ՝ ռեզիդենտների դեպքում):

- Օտարերկրյա ներդրողի իրավունքների խախտման դեպքում վերջինս կարող է դրանք պաշտպանել ինչպես ՀՀ, այնպես էլ միջազգային աստիճաններ դիմելով, մասնավորապես՝ Ներդրումային վեճերի կարգավորման միջազգային կենտրոն (ICSID): Բնականաբար, կոռուպցիոն դրսևորումների, սեփականազրկման դեպքերում ներդրողները կարող են պահանջել դրամական և բարոյական վնասների հատուցում³⁵:

- Օտարերկրյա ներդրողները և պետությունը կարող են միմյանց միջև կնքվող գործարքներով նախատեսել օտարերկրյա իրավունքի կիրառություն (ՀՀ քաղ. օր. 1284-րդ հոդված)՝ պայմանով, որ իրավունքի այդ նորմերը չեն հակասի ՀՀ հանրային կարգին կամ իմպերատիվ նորմերին³⁶: Ավելին, կողմերը նաև կարող են պայմանավորվել, որ վեճերը կարգավորվեն օտարերկրյա (օրինակ՝ ԱՄՆ) դատարանների կողմից:

- 1994 թվականին ընդունված «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքից բացի՝ ՀՀ-ն ունի ներդրումների պաշտպանության երկկողմանի բազմաթիվ համաձայնագրեր զարգացած տարբեր պետությունների հետ՝ ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Ֆրանսիա, ՌԴ, որոնցով երաշխավորվում են կարևոր սկզբունքներ՝ ուղղված օտարերկրյա ներդրողների շահերի պաշտպանությանը (օրինակ՝ հավասար և արդարացի ընդունման սկզբունքը, խտրականության արգելումը, սեփականազրկման արգելքը, կոռուպցիոն գործարքներում ներգրավման անթույլատրելիությունը և այլն):

Թերություններ

- Կոռուպցիոն դրսևորումներ և կոռուպցիոն գործարքներ:
- Պատերազմական իրավիճակ (այս դեպքում եթե վնաս է պատճառվում ներդրողին, նա կարող է վնասների հատուցում պահանջել միջազգային աստիճաններում):

- Ֆոնդ ստեղծելու համար կենտրոնական բանկը բազմաթիվ փաստաթղթեր և մեծ ծավալի տեղեկություններ է պահանջում:

- Ներդրումային ֆոնդերի կողմից պորտֆելային ընկերություններում բաժնեմասնակցության (բաժնետոմս, փայ, բաժնեմաս) ձեռքբերումը (որպես պրոֆեսիոնալ գործունեություն) մրցակցային օրենսդրության իմաստով դիտարկվում է համակենտրոնացում և պետք է պարտադիր հայտարարագրվի Մրցակցության պաշտպանության հանձնաժողովում: Սա կարող է վանել բազմաթիվ ներդրողների:

- Հնարավոր ներդրում կատարելիս Հայաստանում գործող պետական և մասնավոր կազմակերպություններից նոտարացված և ապոստիլացված մեծաթիվ փաստաթղթեր են պահանջվում, և ժամանա-

³⁵ Ներկայումս Հայաստանին վերաբերող մոտ մեկ տասնյակի հասնող գործեր կան ICSID-ում:

³⁶ Իրականում շատ հազվադեպ է լինում, որ նման հակասություն է առաջանում:

կատարությունն այս պարագայում բավական բարդություններ է առաջացնում:

Վենչուրային կապիտալի ոլորտի խթանման համար Հայաստանում պետության կողմից նախատեսվող կարևոր և հիմնական նախաձեռնություններից է Ազգային վենչուրային ֆոնդի (ԱՎՖ) ստեղծումը, որի նպատակն է մեղմել ստարտափ ընկերությունների ֆինանսավորման ոլորտում առկա խնդիրները և բարելավել երկրի նորարարական էկոհամակարգը, ինչպես նաև խթանել ոչ միայն հայաստանյան ստարտափ ընկերությունների ընդլայնումը, այլև աջակցել տարածաշրջանային ստարտափ ընկերություններին, որոնք հետաքրքրված կլինեն գործելու Հայաստանում: Տոնդը նախատեսում է ստեղծել հնարավորություններ և առաջացնել հետաքրքրություն միջազգային վենչուրային ֆոնդերի և այլ ներդրողների շրջանում՝ կատարելու ներդրումներ Հայաստանի բարձր տեխնոլոգիական ստարտափ ընկերություններում:

Ազգային վենչուրային ֆոնդի ստեղծմամբ հնարավոր է լուծել վերը նշված խնդիրների մի մասը, սակայն անհրաժեշտ են լրացուցիչ խթաններ, որոնք կնպաստեն ստարտափ ընկերությունների ավելի արագ աճին: Ինչպես ցույց է տալիս վենչուրային կապիտալի ոլորտում ակտիվություն ապահովելու եվրոպական փորձի ուսումնասիրությունը³⁷, վենչուրային կապիտալի ներդրում ստացած ընկերություններին տրամադրվող հարկային արտոնությունները ևս մեծ խթան են ստարտափ ընկերության ավելի հաջող և արագ զարգացման համար: Ազգային վենչուրային ֆոնդի մասնակցությունը ներդրումային գործարքում և պետության կողմից տրամադրվող հարկային արտոնությունները կարող են ոչ միայն բարենպաստ պայմաններ ապահովել ստարտափ ընկերությունների արագ աճի և հաջողության համար, այլև պետության կողմից յուրօրինակ երաշխիք դառնալ միջազգային վենչուրային ընկերություններին ներգրավելու հարցում: Այս տեսանկյունից առանձնահատուկ է պետության դերը, և կարևոր է հստակեցնել պետական օժանդակության հնարավորությունները, ուղղությունները և մոտեցումները: Այդ նպատակով մեկ այլ առիթով պատրաստվում են հաշվարկներ, թե արդյոք տնտեսական շահավետության տեսանկյունից, ինչպես նաև երկարաժամկետ հեռանկարում նպատակահարմար է պետության մասնակցությունը վենչուրային կապիտալի ներդրումային գործարքներում, և վենչուրային կապիտալի ներդրում տրամադրելու դեպքում ինչ հարկային արտոնություններ կարող են սահմանվել, ու ինչ արդյունավետություն կապահովեն դրանք:

³⁷ Sté u PricewaterhouseCoopers LLP (PwC), Institute for Advanced Studies (IHS), “Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups”, June 2017:

Եզրակացություն

Ամփոփելով Հայաստանի վենչուրային կապիտալի ոլորտի ուսումնասիրությունը՝ կարելի է արձանագրել, որ չնայած առաջընթացին՝ ոլորտում, այնուամենայնիվ, առկա են հրատապ լուծումներ պահանջող մի շարք խնդիրներ, մասնավորապես՝ ներդրումային բարձր փուլերում վենչուրային կապիտալի ներդրումներ կատարելու համար ոչ բավարար ֆինանսական միջոցները և վենչուրային կապիտալի միջազգային խոշոր ֆոնդերի բացակայությունը Հայաստանում, հայկական ստարտափ ընկերությունների ոչ բարձր հեղինակությունը այդ ֆոնդերի շրջանում, ինչը բարդություններ է ստեղծում վենչուրային կապիտալի միջազգային ֆոնդերից ներդրումներ ներգրավելու հարցում, Հայաստանի ներդրումային միջավայրի գրավչության պակասը, ինչի վրա զգալի ազդեցություն ունի ՀՀ արժեթղթերի, մասնավորապես՝ բաժնետոմսերի շուկայի թերզարգացածությունը, ինչպես նաև օրենսդրական դաշտում առկա որոշ թերություններ, հատկավորապես՝ օրենքի կիրառելիության որակային ցածր ցուցանիշը, կոռուպցիոն և պատերազմական ռիսկերը և այլ վտանգներ, որոնք էապես խոչընդոտում են օտարերկրյա ներդրողների մուտքը Հայաստանի վենչուրային կապիտալի ոլորտ:

Այս խնդիրների լուծման ուղղությամբ քայլերը կնպաստեն Հայաստանում վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացմանը, ինչն իր հերթին կխթանի տնտեսության աճը երկրում և ֆինանսական օգուտներից բացի՝ կապահովի նաև ոչ ֆինանսական օգուտներ, մասնավորապես՝ հայկական ստարտափ էկոհամակարգի զարգացումը, նոր աշխատատեղերի ստեղծումը, արտահանման ծավալների ավելացումը, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի գործունեության ակտիվացումը, օտարերկրյա աշխատուժի ներհոսքն ու հայրենադարձության խթանումը և այլ հնարավոր օգուտներ:

КРИСТИНЕ АРШАКЯН – Проблемы развития сектора венчурного капитала в Республике Армении. – Сектор венчурного капитала имеет стержневое значение для развития стартап-компаний, их выхода на международный рынок и быстрого роста, а также для развития экономики страны. В Армении сектор венчурного капитала все еще находится на стадии развития: несмотря на некоторый прогресс в секторе существуют серьезные проблемы: недостаточная инвестиционная привлекательность страны, недостаточная репутация армянских стартап-компаний среди международных венчурных инвесторов, меньше возможностей финансирования в Армении, недостаточная поддержка государства развитию сектора и др. Для привлечения инвестиций армянские стартап компании часто обращаются к иностранным венчурным фондам, но редко добиваются успеха из-за недостаточной репутации среди этих фондов, а если им удается привлечь инвестицию, им приходится регистрировать стартап-компанию в стране инвестора, чтобы обеспечить инвестиции с юридической точки зрения. С целью выявления этих и других проблем в секторе венчурного капитала Армении в статье рассматриваются современное состояние сектора, привлекательность инвестиционной

среды страны, преимущества и недостатки законодательной базы Армении, международный опыт развития сектора венчурного капитала, а также важность государственной поддержки. Выявление указанных проблем позволит разработать рекомендации, способствующим дальнейшему развитию венчурного сектора Армении.

Ключевые слова: *венчурный капитал, инвестиции венчурного капитала, стартап компании, стартап-экосистема, инвестиционная привлекательность, фонд венчурных инвестиций, инвестиционная сделка*

KRISTINE ARSHAKYAN – *Problems of Development of the Venture Capital Industry in the Republic of Armenia.* – The venture capital industry is crucial for the development of start-up companies, their entry into the international market and rapid growth, as well as for the development of the country's economy. In Armenia, the venture capital industry is still under development and despite some progress within the industry, there are serious challenges such as the low attractiveness of the country for investments, low reputation of Armenian start-up companies among international venture investors, less funding opportunities, insufficient state support for the development of the industry and other challenges. Armenian start-up companies often try to attract investments from foreign venture funds, though they rarely succeed due to insufficient reputation among these funds, and if they succeed, they have to register the start-up company in the country of the investor, to secure the investments from a legal point of view. For the purpose of identifying these and other problems in the venture capital industry of Armenia, this paper examines the current state of the industry, the attractiveness of the investment environment in Armenia, the advantages and disadvantages of the legislative framework, international experience in the development of the venture capital industry, as well as the importance of state support. Revealing the problems will make it possible to develop corresponding recommendations that will contribute to the development of the venture capital industry in Armenia.

Key words: *venture capital, venture capital investments, startup companies, startup ecosystem, attractiveness of investment environment, venture capital fund, investment transaction*