
ՎԵՆՉՈՒՐԱՅԻՆ ՆԵՐՂՐՈՒՄՆԵՐԻ ԽՐԱԽՈՒՄԱՆ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՓՈՐՁԸ

ԼՈՒՄԻՆԵ ՄԻՆԱՍՅԱՆ

«Վենչուրային կապիտալ» հասկացության վերաբերյալ գոյություն ունեն բազմաթիվ սահմանումներ, սակայն դրանք այս կամ այն կերպ հանգում են վենչուրային կապիտալի գործառնության բովանդակությանը, այն է՝ համապատասխան դրամական միջոցների տրամադրմամբ օժանդակել որևէ ձեռնարկության (բիզնեսի) կայացմանը՝ վերջինիս կապիտալում որոշակի բաժնեմասնակցություն ձեռք բերելու պայմանով¹: Վենչուրային կապիտալը սովորաբար միտված է գիտատեխնիկական նորույթների կիրառմանը, որը, բնականաբար, ենթադրում է բարձր ռիսկայնություն և ակնկալում է գերշահութաբերություն: «Վենչուրային կապիտալ» հասկացությունը առաջացել է «venture» բառից, որը նշանակում է ռիսկային ձեռնարկում կամ նախաձեռնություն:

Վենչուրային ներդրողները գործնականում նախընտրում են ներդրումներ կատարել այնպիսի ձեռնարկություններում, որոնց արժեթղթերը կարգավորվող շուկաներում (ֆոնդային բորսաներում) չեն շրջանառվում: Սրանք հիմնականում փոքր և միջին ձեռնարկություններ են (Unquoted/Unlisted Companies), որոնց բիզնեսի կայացման համար վենչուրային ֆինանսավորումը անփոխարինելի և անենաարդյունավետ միջոցն է: Նկատի ունենալով փոքր և միջին ձեռնարկությունների զարգացման ռազմավարական նշանակությունը Հայաստանի համար՝ միանշանակ է, որ երկրում արդյունավետ վենչուրային համակարգի ներդրումը էականորեն կնպաստի բավարարելու փոքր և միջին ձեռնարկություններում ներդրումային ռեսուրսների նկատմամբ առկա պահանջարկը: Վենչուրային ներդրումների շնորհիվ բարելավվում և առավել արդյունավետ է օգտագործվում ձեռնարկությունների արտադրական, մարքեթինգային, սպասարկման և կառավարման ներուժը: Հայտնի է, որ Հայաստանն ավանդաբար ունեցել է և ներկայումս էլ ունի գիտատար ռեսուրսների համեմատաբար մեծ ներուժ, որը կարող է չափազանց կարևոր գործոն լինել վենչուրային ներդրումների համար: Միջազգային փորձը վկայում է, որ վենչուրային համակարգեր ունեցող երկրներում հիմնական գործոններից մեկը փոքր արտադրատեխնոլոգիական ինովացիոն ձեռնարկությունների կողմից իրականացվող գիտատեխնիկական մշակումների շուկայացման բարձր ներուժն է:

Գրեթե բոլոր զարգացած երկրներում վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացումը պետականորեն մշտապես խթանվել է: Ոլորտի զարգացմանը նպաստող պետական քաղաքականությունը սովորաբար ներառում

¹ Տե՛ս «Վենչուրային համակարգը Հայաստանում». ներդրումային հայեցակարգ, Կորպորատիվ կառավարման կենտրոն, 2005 թ., էջ 3-55:

է տարբեր միջոցառումներ՝ սկսած պետական գործակալությունների ան-միջական ֆինանսական ներգրավման տարբերակներից (մասնավոր ֆոն-դերի վարկեր, երաշխիքներ, սուբսիդիաներ տրամադրող ֆինանսական աղբյուր) մինչև հարկային արտոնությունները և ներդրումները խթանող հատուկ կառույցների ստեղծումը:

Պետության կողմից վենչուրային ներդրումների խթանման առաջին օրինակները դիտվել են ԱՄՆ-ում և Մեծ Բրիտանիայում դեռևս Երկրորդ համաշխարհային պատերազմից առաջ: Օրինակ՝ Մեծ Բրիտանիայում մտահոգված էին, որ փոքր և նոր ստեղծված ձեռնարկությունները մեծ դժվարությամբ են արտաքին ֆինանսավորում հայթայթում: Պաշտպանական կոմիտեն առաջարկեց ստեղծել հատուկ կառույց, որը կֆինանսավորեր այդպիսի ձեռնարկությունների սեփական կապիտալում ներդրումները: Այդ առաջարկությունների և հետագա քննարկումների արդյունքում 1945 թ. «Bank of England»-ը և հինգ խոշորագույն մասնավոր բանկեր ստեղծեցին «Industrial and Commercial Finance Corporation»-ը², որը գոյություն ունի և արդյունավետ գործում է մինչ օրս: Այն բավականին հանրահայտ է ամբողջ աշխարհում «3i» անվամբ³:

Ի տարբերություն բրիտանացիների՝ ԱՄՆ-ում վենչուրային հիմնադրամների գործունեությունը խթանելու մեկ այլ մոտեցում է կիրառվել: Այստեղ անմիջական աջակցություն են ցուցաբերում մասնավոր հիմնադրամներին՝ խուսափելով ամբողջապես պետական հիմնադրամներ⁴ ստեղծելուց: Բնագավառի քաղաքականությունն ուրվագծելիս նրանք այդ մոտեցումը հիմնավորում են ոլորտում ոչ շուկայական բնույթի մրցակցությունը բացառելու նպատակով: Այդպիսին է, օրինակ՝ «Small Business Investment Companies» (SBIC) ծրագիրը, որի նպատակն է պետական վարկային միջոցների հաշվին խրախուսել ուղղակի ներդրումները սեփական կապիտալում⁵:

Տարիների ընթացքում ակնհայտ դարձավ, որ վենչուրային կապիտալի ոլորտի զարգացումը խրախուսելու համար պետական ֆոնդերի ներգրավումը ամենամախրընտրելի տարբերակը չէ, և ավելին՝ որոշ դեպքերում այն շուկայի «աղավաղումների» պատճառ է դառնում: Այսպես, համարելով, որ խրախուսման այլ տարբերակներն ավելի արդյունավետ են, ԱՄՆ-ում և Մեծ Բրիտանիայում ավելի մեծ դեր հատկացվեց բնագավառի օրենսդրական դաշտի բարելավմանը և օրենսդրական խոչընդոտների նվազեցմանը: Օրինակ՝ ԱՄՆ-ի կառավարությունը մեծ քայլ կատարեց՝ բարելավելով կենսաթոշակային հիմնադրամների ներդրումային գործունեությունը կարգավորող օրենսդրությունը՝ մասնավորապես ընդունելով «Կենսաթոշակային վճարների ապահովագրման մասին» օրենքը (Employment Retirement Income Security Act), որը թույլ տվեց այդ հիմնադրամի «երկար փողերը»՝ կենսա-

² Policy towards private equity and venture capital.30.04.2003. Source: Polish Private Equity Association. Pieter Tamowicz, Phd.

³ www.3i.com

⁴ «Պետական հիմնադրամ» նշանակում է, որ այն ստեղծվում և ղեկավարվում է կառավարության, տեղական ինքնակառավարման և մասնատիպ այլ մարմինների կողմից հիմնականում պետական կամ համայնքային բյուջեի ֆինանսական միջոցներով:

⁵ Տե՛ս «Վենչուրային համակարգը Հայաստանում»..., 2005 թ.:

թոշակային կուտակումները, ուղղորդել վեճուրային կապիտալի շուկա: Մեծ Բրիտանիայում վեճուրային ներդրումների խրախուսման նպատակով ստեղծվեց հարկային արտոնությունների բավականին կուռ համակարգ, որը ներառում է «Business Expansion Scheme», «Enterprise Expansion Scheme», «Venture capital Trust» և այլ ռեժիմները:

ԱՄՆ-ի և ՄԲ-ի շուկաների խրախուսման փորձը մասամբ ընդօրինակվել է մայրցամաքային Եվրոպայում, մասնավորապես՝ Յուլանդիայում, որտեղ, ինչպես և Բրիտանիայում, սկզբում հիմնական շեշտը դրվում էր պետական հիմնադրամների ներդրումների վրա: Սակայն որոշ ժամանակ անց այնտեղ մշակվեցին բազմաթիվ ծրագրեր, որոնք պետական կամ ոչ պետական երաշխիքներ են տրամադրում վեճուրային ներդրումների դեպքում:

Ֆրանսիայում և Գերմանիայում վեճուրային հիմնադրամներում ներդրում կատարող և այդ աղբյուրներից եկամուտ ստացող իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց համար կիրառվում են հարկային արտոնություններ, որոնք հիմնականում արտացոլվում են շահաբաժինների տեսքով ստացվող եկամուտների և/կամ կապիտալի հավելածի հարկային նվազեցումների տեսքով: Գերմանիայում նույնպես գործում են ամերիկյան SBIC-ի նման ծրագրեր, օրինակ՝ TBG ծրագրով «Deutsche Austgleichsbank»-ը ֆինանսավորում է նոր հիմնադրված տեխնոլոգիական ընկերությունները 1/1 ֆինանսական ծրագրով⁶:

Սկանդինավյան երկրներում հիմնականում չեն կիրառվում հատուկ օրենքներ, որոնք կարգավորում կամ խթանում են վեճուրային հիմնադրամների գործունեությունը: Այնուամենայնիվ, ընդհանուր օրենսդրական դաշտը բավականին նպաստավոր է, քանի որ այս երկրներում ընդունված է պետական հիմնադրամների կիրառում վեճուրային խթանման նպատակով: Ֆինլանդիան հայտնի է մի շարք պետական և մասնավոր կառույցներով, որոնք խթանում կամ իրականացնում են վեճուրային ներդրումներ: Դրանք են՝ «National Technology Agency of Finland (tekes)», Employment and economic Development centres (T&E centre) և այլն:

Վերջին տարիներին վեճուրային կապիտալի և ուղղակի մասնավոր ներդրումների ոլորտները Եվրամիության հատուկ ուշադրության կենտրոնում են: Այսպես, 1998 թ.-ին Եվրոպական խորհուրդն ընդունեց «Risk Capital Action Plan»-ը, որի նպատակն է ստեղծել համաեվրոպական համընդհանուր վեճուրային կապիտալի շուկա: Այն ներառում է օրենսդրական փոփոխություններ, ձեռնարկատիրության խթանում և մի շարք այլ ծրագրեր: Եվրամիությունը խթանում է վեճուրային կապիտալի շուկան՝ ակտիվորեն համագործակցելով Եվրոպական վեճուրային կապիտալ ասոցիացիայի (ԵՎԿԱ) հետ: Սակայն Եվրամիության այդ երկրների հարկային և օրենսդրական դաշտերի տարբերությունները Եվրամիության մյուս երկրներից բավականին բարդացնում են այս ոլորտի ընդհանուր կարգավորումը: ՄԲ-ն, Իռլանդիան և Լյուքսեմբուրգը համարվում են վեճուրային հիմնադրամների գործունեության համար ամենանպաստավոր պետու-

⁶ Տե՛ս «The Venture Capital Handbook». WB Bygrave, M. Hay, J. B. Peeters. Prentice Hall, Financial Times, 1999:

թյունները, իսկ Գերմանիան, Ավստրիան և Դանիան՝ ամենածանր օրենսդրական և հարկային դաշտ ունեցողները⁷:

Ինչ վերաբերում է Արևելյան Եվրոպայի երկրներին, ապա այստեղ ընտրվել է հարկային արտոնությունների ուղին: Մասնավորապես, երբ Հունգարիայի կառավարության համար պարզ դարձավ, որ վենչուրային հիմնադրամները կարող են սկզբունքային դեր խաղալ տնտեսական զարգացման գործում, այդ երկրի խորհրդարանը ընդունեց հատուկ օրենք, համաձայն որի՝ վենչուրային հիմնադրամները անցնում են բավականին ծավալուն արտոնագրված գործընթացներով, սակայն փոխարենը սահմանվում են որոշակի հարկային արտոնություններ վերջիններիս համար:

Հիմնվելով Համաշխարհային բանկի մի շարք հետազոտությունների արդյունքների վրա՝ Հնդկաստանի կառավարությունը 1988 թ.-ին հանդես եկավ ռազմավարական նախաձեռնությամբ և ընդունեց հատուկ ընթացակարգեր, որոնք վերաբերում էին վենչուրային հիմնադրամներին: Այդ նախաձեռնության համաձայն՝ միայն բանկերը և այլ ֆինանսական հաստատություններն էին իրավասու հիմնադրելու վենչուրային հիմնադրամներ: Վենչուրային ներդրումները Հնդկաստանում կարելի է իրականացնել պետականորեն արտոնագրված վենչուրային հիմնադրամների միջոցով, որոնք պետք է գրանցված լինեն Հնդկաստանի արժեթղթերի և բորսաների հանձնաժողովում (SEBI): SEBI-ի արտոնագրած վենչուրային հիմնադրամների միջոցով ներդրումներ կատարելով՝ ընկերությունը ազատվում է ինչպես կապիտալի հավելաճի, այնպես էլ շահաբաժիններով ստացված եկամուտի արտահանման հարկերից: Նպատակ ունենալով խթանելու երկրի տնտեսական աննախադեպ աճը բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում՝ 2000 թ.-ին Հնդկաստանի կառավարությունը էականորեն նվազեցրեց վենչուրային հիմնադրամների հարկերը, ի հավելումն դրա՝ Հնդկաստանի կառավարությունը, հաշվի առնելով ինֆորմացիոն տեխնոլոգիաների դերը երկրի տնտեսության զարգացման մեջ, հիմնադրեց Ինֆորմացիոն տեխնոլոգիաների և համակարգչային ծրագրերի ազգային վենչուրային կապիտալի հիմնադրամը (National venture Capital Fund for the Software and IT Industry, NFSIT): Այն ստեղծվել է մի շարք ֆինանսական կառույցների հետ համատեղ և գործում է Փոքր արդյունաբերական ոլորտների զարգացման բանկի (SIDBI) հովանավորությամբ: Հնդկաստանի վարչապետի նախաձեռնությամբ ստեղծված այս հիմնադրամը հիմնականում նպատակ ունի ներդրումներ անելու ծրագրային, ինտերնետային և այլ SS ոլորտի ենթակառույցներում, որոնցից ակնկալվում է արագ զարգացում և տնտեսական աճ: Այն փակ տիպի հիմնադրամ է, ստեղծվել է 10 տարի ժամկետով, 1 մլրդ ռուփի (շուրջ 25 մլն դոլար) սկզբնական կապիտալով:

Ինչ վերաբերում է Չինաստանին, ապա, գիտակցելով խնդրի կարևորությունը, 2003 թվականին կառավարությունը ընդունեց օրենք, որով ամրագրվեցին Չինաստանի օրենսդրական դաշտի համար, կարելի է ասել, հեղափոխական սկզբունքներ կապիտալի հայրենադարձման, կառավարիչ ընկերության օձջորային գրանցման հնարավորության և այլնի վերաբերյալ⁸:

⁷ Տե՛ս նույն տեղը:

⁸ Տե՛ս «The New Economy and Venture Capital in China» Wei XIAO perspectives, vol. 3, № 6:

Միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունները խրախուսում են զարգացող երկրներում վենչուրային հիմնադրամների ստեղծումը և հաճախ ֆինանսական մասնակցություն են ունենում դրանցում: Այդպիսի բավականին հաջող օրինակ է ՎՋԵԲ-ի (Վերակառուցման և զարգացման եվրոպական բանկի) փորձը Ռուսաստանում, որտեղ վենչուրային հիմնադրամների մյուս մասը ֆինանսավորել են արևմտյան մասնավոր ներդրումային ընկերությունները: Վերջիններս ներդրումներ են կատարում զանազան ոլորտներում, օրինակ՝ բնական ռեսուրսների, փայտամշակման, հեռահաղորդակցության, ՋԼՄ-ների, դեղագործության, տրանսպորտի, անշարժ գույքի և այլն:

Վենչուրային ոլորտի զարգացումը խթանող առանձին պետական ինստիտուտներ ստեղծվել են մի շարք երկրներում, այդ թվում՝ Իսրայելում, Սինգապուրում, Կանադայում, Նոր Զելանդիայում, Ֆինլանդիայում:

Իսրայելի վենչուրային շուկայի ձևավորման սկիզբը կարելի է համարել 1992-93 թվականները, երբ Իսրայելի կառավարությունը որոշեց ստեղծել հիմնադրամների հիմնադրամ, որը հայտնի է Yozma Program անվանմամբ: Այդ նպատակով կառավարությունը հատկացրեց 100 մլն դոլար:

Yozma Program-ի շրջանակներում իրականացվում են բաժնային ներդրումներ հեռահաղորդակցման, տեղեկատվական տեխնոլոգիաների, դեղագործության, բիոտեխնոլոգիայի և նման այլ ոլորտներում գործող բարձր աճ ունեցող ընկերություններում: Նախապատվությունը տրվում է բարձր տեխնոլոգիաներ օգտագործող, աճի հեռանկար ունեցող և արտահանմանը միտված ընկերություններին: Yozma-ի ներդրումներն իրականացվում են զարգացման տարբեր փուլերում գտնվող ընկերություններում, սակայն հիմնական շեշտը դրվում է նոր ստեղծվող (start-up) ընկերությունների վրա: Սկզբնական ներդրումների ծավալը յուրաքանչյուր ընկերության գծով տատանվում է 1 մլն-ից 6 մլն դոլարի սահմաններում, որից հետո կարող են իրականացվել նաև լրացուցիչ ներդրումներ: Yozma-ն, ներդրում իրականացնելով ընկերությունում, նպատակ ունի դառնալու տվյալ ընկերությունում գլխավոր կամ խոշոր ներդրող, ինչպես նաև ունենալու իր ներկայացուցիչը ընկերության տնօրենների խորհրդում: Yozma-ն միևնույն ժամանակ ակտիվորեն համագործակցում է ընկերությունների հետ՝ տրամադրելով լայնածավալ խորհրդատվական և այլ ծառայություններ:

Ներկայումս Իսրայելի վենչուրային շուկան համարվում է ամենազարգացածներից մեկը աշխարհում: Այստեղ գործում է շուրջ 80 վենչուրային հիմնադրամ: Սրանց կառավարման ներքո գտնվող կապիտալը գերազանցում է 10 մլրդ դոլարը, որը ներդրված է ավելի քան 1000 զարգացող ընկերություններում: Դրանցից շատերը զարգացած շուկաներում հաջողությամբ իրականացրել են իրենց բաժնետոմսերի հրապարակային առաջարկ: Ներկայումս 7 տասնյակ ընկերություններ ցուցակված են NASDAQ-ում, իսկ շուրջ 30 ընկերություններ՝ եվրոպական բորսաներում: Իսրայելը NASDAQ-ում ցուցակված ոչ ամերիկյան ընկերությունների թվով համարվում է երկրորդը Կանադայից հետո:

Ֆինլանդիայի Finvera Oy-ը՝ որպես հիմնադրամների հիմնադրամ, իրականացնում է անուղղակի ներդրումներ նոր ստեղծված ընկերություններում: Բացի վերը նշվածներից՝ Finvera-ն՝ Ֆինլանդիայի տնտեսական

զարգացման բանկը և արտահանման վարկավորման գործակալությունը, նույնպես ակտիվորեն գործում է վենչուրային ներդրումների ոլորտում: Դրանց հիմնական խնդիրներից մեկը փոքր և միջին բիզնեսի զարգացման համար ռիսկային ֆինանսավորում տրամադրելն է:

Սինգապուրը 1980-ականների կեսերին սկսեց իրականացնել լայնածավալ աշխատանքներ, որոնք ուղղված էին տնտեսության վերափոխմանը, տնտեսական աճի և արտահանման խթանմանը: Դա ներառում էր նաև Տնտեսական զարգացման բանկի վենչուրային հիմնադրամի (Economic Development Bank Venture Capital Fund) ստեղծումը, որի կապիտալը կազմում էր 100 մլն դոլար:

1994 թ. հիմնադրվեց Ռեգիոնալ ներդրումային ընկերությունը (Regional Investment Company)՝ 100 մլն սինգապուրյան դոլար կապիտալով, որի նպատակն էր աջակցել բարձր աճի հեռանկար ունեցող ՓՄՁ-ների նտարածաշրջանում ընդլայնվելու գործում:

1999 թ. ստեղծվեց Techno-preneurship Investment Fund (TIF) հիմնադրամը՝ 1 մլրդ ԱՄՆ դոլար կապիտալով: Այն պետք է կառավարվեր Ազգային գիտությունների և տեխնոլոգիաների խորհրդի ներքո ստեղծված TIF Ventures-ի կողմից: Խորհրդի նպատակն էր խթանել բարձր տեխնոլոգիաների վրա հիմնված ձեռնարկատիրությունը և զարգացնել վենչուրային ներդրումների ոլորտը:

1999 թ. ստեղծվեց ևս մեկ հիմնադրամ՝ Venture Investment Support for Startups, որը պետք է զլխավորապես կենտրոնանար բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում նոր ստեղծվող ընկերություններում բաժնային ներդրումների իրականացման վրա՝ փորձառու վենչուրային ներդրողների հետ համատեղ:

Սինգապուրի վենչուրային ոլորտի ձևավորման գործում պետական մասնակցության մեծ չափի մասին է խոսում այն հանգամանքը, որ 2000 թ. հիմնադրամների մոտ 20 տոկոսը (կամ 7.4 մլրդ ԱՄՆ դոլար կապիտալը) ստեղծվել էր պետական ներդրումների հաշվին: 2001 թ. Սինգապուրում վենչուրային հիմնադրամներից կառավարվող ընդհանուր կապիտալը գնահատվում էր շուրջ 13.7 մլրդ սինգապուրյան դոլար՝ 1983 թ.-ի 48 մլն-ի փոխարեն:

Կանադայում վենչուրային ոլորտի զարգացմանն ուղղված ամենախոշոր պետական նախաձեռնությունը եղել է 1993 թ. Labor Sponsored Venture Capital Corporations (Labour funds) ստեղծումը, որի նպատակն էր նպաստել փոքր և միջին ընկերություններում մանր ներդրողների մասնակցության ընդլայնմանը: Labour հիմնադրամները մանր ներդրողներին առաջարկում էին զգալի հարկային արտոնություններ, սակայն միաժամանակ կար ներդրումների որոշակի նվազագույն ժամկետ:

2006 թ. Կանադայում ստեղծվել է նաև GO Capital co-investment fund՝ 50 մլն դոլար կապիտալով, որի նպատակը Քվեբեկում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ստեղծվող ընկերությունների զարգացման խթանումն է:

Ամփոփելով վենչուրային համակարգերի առանձնահատկությունները տարբեր երկրներում՝ ներկայացնենք նաև Եվրոպական վենչուրային կապիտալի ասոցիացիայի՝ 21 երկրներում կատարած հետազոտությունների

հիման վրա մշակված վեճաբանության կապիտալի համար «անթերի» օրենսդրական և հարկային դաշտի հիմնական բաղկացուցիչները⁹:

1. Հիմնադրամների օգտագործած իրավական կառուցվածքը (իրավական կարգավիճակը) պետք է համապատասխանի ինչպես երկրի ներքին, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրողների պահանջներին: Հակառակ դեպքում այդ պահանջները բավարարելու համար օգտագործվում են արտասահմանյան և օֆշորային կառույցները, ինչը հանգեցնում է գործառնական ծախսերի կտրուկ աճի:

Այս առումով՝

➤ Պետք է կիրառվի «թափանցիկ» հարկային դաշտ՝ երկակի հարկումից խուսափելու նպատակով: Օրինակ՝ ներդրումը ընկերություններում հիմնադրամի միջոցով պետք է համարժեք լինի անմիջական ներդրմանը:

➤ Օտարերկրյա ներդրողը պետք է ազատվի մշտական ներկայացուցչություն հիմնադրելուց: Հակառակ դեպքում կարող է ենթարկվել կրկնակի հարկման:

➤ Պետք է հնարավորություն տրվի կիրառելու արտոնյալ հարկային ռեժիմ հիմնադրամների կառավարիչների՝ ինչպես տոկոսային, այնպես էլ կառավարման վճարներից ստացված եկամուտների նկատմամբ:

➤ Հարկավոր է հնարավորինս ազատակամացնել հիմնադրամների կարգավորումը ներդրումների ոլորտի ընտրության առումով:

2. Կենսաթոշակային հիմնադրամներին և ապահովագրական ընկերություններին պետք է թույլ տալ վեճաբանության ներդրումներ կատարելու մասնագիտացված հիմնադրամների միջոցով:

3. Հակամենաշնորհային և կորպորատիվ կլանումները կարգավորող օրենսդրությունը պետք է լինի ավելի «ազատական» վեճաբանային գործարքների դեպքում:

4. Բաժնետոմսերի օպցիոնները չպետք է հարկվեն թողարկելու, տրամադրելու և իրականացնելու պահին: Հարկումը պետք է կատարվի միայն բաժնետոմսերը իրացնելիս:

5. Ձեռնարկատիրությունը պետք է խթանվի պարզ և հստակ օրենսդրական դաշտի կիրառմամբ: Ձեռնարկության հիմնադրումը չպետք է ժամանակատար և ծախսատար լինի:

6. Եկամտահարկի մակարդակը պետք է լինի չափավոր և նպաստի բարձրակարգ մասնագետների ներգրավմանը վեճաբանային ծրագրերում:

7. Կապիտալի հավելաճի հարկումը պետք է լինի արտոնյալ պայմաններով՝ հատկապես ցուցակված ընկերություններում ներդրումներ կատարելու դեպքում:

8. Հարկային հատուկ արտոնություններ պետք է տրամադրվեն մասնավոր անձանց, որոնք ներդրում են կատարում վեճաբանային հիմնադրամներում:

9. Ուղղակի ֆինանսական և հարկային արտոնություններ պետք է տրամադրվեն գիտատեխնիկական բնույթի հետազոտություններ իրականացնող ընկերություններին:

⁹ Տե՛ս «Benchmarking European Tax and Legal Environments». The European Venture Capital Association, 2007:

10. Ընկերությունները, որոնք ֆինանսական դժվարություններ են կրում, պետք է պաշտպանված լինեն սնանկացումից:

ЛУСИНЕ МИНАСЯН – *Международная практика мотивации венчурных инвестиций.* – В статье анализируется суть венчурных инвестиций, международная практика их мотивации, а также роль, которую они играют в развитии финансового рынка, и их значение для экономики в целом. Особое внимание уделяется преимуществу венчурных инвестиций с точки зрения институциональных инвесторов.

LUSINE MINASYAN – *International practice of motivating venture funds.* – The present paper considers venture funds, their types, functions and importance in financial markets and the economy as a whole. The paper also discusses the advantages of investment funds, the economic role of institutional investors, as well as the best international practice.