

П.Н. Завлин (ред.). — СПб. : Наука, 1997. — 560с. 4. Закон України "Про спеціальний режим інвестиційної і інноваційної діяльності технологічних парків"( Відомості Верховної Ради (ВВР), 2002, N 33, ст.238 ). 5. Мазур А. А., Осадчая Н. В. Современные инновационные структуры // Наука та інновації. — 2006. — 2. — № 1. — С. 90–96. 6. Мазур А. А. Новый этап в жизни украинских технопарков // Наука та інновації. — 2006. — 2. — № 2. — С. 102–112. 7. [Осинов С. И. Пятая структурная программа Европейского общества // Тематический раздел: Экономика образования. Университетское управление. 1998. № 4\(7\). – С. 43–48.](#)

УДК 330.322:330.341.1

М.В. Стирський

Львівський національний університет імені Івана Франка

## ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТУВАННЯ У СТРУКТУРІ ІННОВАЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ: ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ДОСВІД ТА УКРАЇНСЬКА МОДЕЛЬ

© Стирський М.В., 2007

Здійснено порівняльний аналіз тенденцій розвитку ринку венчурного капіталу у європейських країнах. Зазначено, що європейські венчурні інститути орієнтуються на впровадження не стільки технологічних, скільки організаційно-управлінських інновацій. Як можлива причина вказаної ситуації розглядається відсутність повноцінного ринку акцій фірм сектора високих технологій. Виокремлено головні особливості української моделі венчурного інвестування та проблеми, пов'язані з її реалізацією. Вказано перспективні напрями оптимізації правового середовища фінансування інноваційних проектів в Україні.

The comparative analysis of tendencies of development of the venture capital market in the European countries is carried out. It is specified, that European venture institutes are guided by introduction not so much technological, how many organizational-administrative innovations. As the possible reason of the specified situation absence of the high-grade stock market of firms of high technologies sector is considered. The main features of the Ukrainian model of venture investments and the problems connected with its realization are certain. It is specified perspective directions of optimization of the legal environment of innovative projects financing in Ukraine.

### Постановка проблеми

Конкурентоспроможність у світовому вимірі та перспективи економічного розвитку більшості країн сьогодні великою мірою визначаються масштабами інноваційних процесів. Особливої ваги проблема інновацій набуває для національних економік з яскраво вираженою експортною орієнтованістю та залежністю від імпорту сировини. За цих умов інтерес до апробованих ефективних моделей фінансування інноваційно-інвестиційної діяльності є не випадковим.

Традиційно новостворювані фірми-носії принципово відмінних технологічних чи управлінських ідей та діючі підприємства, науково-технічні розробки яких найближчим часом можуть втілитись у конкретний продукт, належать до кола проблемних з погляду можливостей акумуляції інвестиційних ресурсів. Справді, ринок інновацій чи не найкраще ілюструє проблему несприятливого вибору, породжену асиметричністю інформації: володіючи неповним обсягом знань про особливості пропонуванних проектів, потенційні кредитори та фінансові інвестори приписують їм однаковий рівень ризику. Як наслідок, вони виявляються нездатними виокремити ідеї, спроможні досягти фінансового успіху, із загальної маси здебільшого малоприбуткових чи навіть збиткових проектів, що автоматично здорожчує їхнє фінансування. Це, своєю чергою, спричиняє витіснення з ринку дійсно перспективних нововведень і стимулює пропозицію проектів з високою ймовірністю втрати залучених коштів.

### Аналіз останніх досліджень і публікацій

Хоча економічною наукою та практикою і відпрацьовано деякі технології, покликані якщо не усунути асиметрію інформації цілком, то принаймні пом'якшити її наслідки, їх застосування щодо

аналізованого ринку помітно утруднене. По-перше, значну частку інновацій здійснюють щойно створені фірми, котрі у такий спосіб сподіваються сформувати власну нішу на ринку. Відповідно жодної ретроспективної інформації про їхню діяльність просто не існує. І такі класичні інструменти вирівнювання доступу до закритих для інвестора даних, як бюро кредитних історій чи типові для більшості промислово розвинутих країн норми законодавства, що встановлюють мінімум обов'язкової для оприлюднення інформації та відповідальність за її достовірність [2, с.294–295], не знаходять свого застосування. Якщо ж брати до уваги фірми, котрі мають тривалий досвід роботи на ринку і неодноразово засвідчували свою платоспроможність, то можна з деякою імовірністю констатувати добросовісність їхнього менеджменту. Але гарантій, що реалізовуваний інноваційний проект щонайменше не погіршить фінансового стану підприємства в майбутньому, інвестор звісно не отримає. По-друге, більша частина інноваційних фірм належить до малого бізнесу. Тобто вони не володіють достатніми обсягами майна, яке можна використати як заставу на випадок неповернення позичених коштів. Крім того, такі фірми зазвичай здійснюють недиверсифіковану (з точки зору асортименту виготовлюваної продукції та ринків збуту) діяльність, а тому їхні фінансові потоки характеризуються вищим рівнем нестабільності [9, S.155]. Тобто кредитор не може бути впевненим у тому, що власний капітал фірми виявиться достатнім, аби покрити вартість позики. Звідси випливає, що, на відміну від традиційних виробництв, типові фінансові важелі зниження витрат внаслідок несприятливого вибору не спрацьовують.

Загалом низька схильність кредитних інститутів та приватних фінансових інвесторів до фінансування інноваційних проектів, природно, повинна компенсуватись активністю інших економічних суб'єктів і, зокрема, держави. Однак, за умов ринкових перетворень державний бюджет зазвичай переобтяжений соціальними видатками, частка яких збільшується із поглибленням трансформаційного спаду. За цих умов державне фінансування інноваційної діяльності скорочується як у відносному, так і в абсолютному вимірі. У цьому контексті доречно згадати результати опитування 400 українських компаній, здійсненого у межах рейтингового дослідження "ТОП-100". З них, зокрема, випливає, що у 2004 році коштами державного та місцевих бюджетів для фінансування інвестицій скористалися лише 3% респондентів. Ще 13% підприємств з цією ж метою залучали банківські кредити та інші позики. При цьому 22% опитаних суб'єктів господарювання вказали вартість та механізм отримання кредитів як ключовий фактор, котрий гальмує інвестиційну діяльність. Загалом же фінансову основу реального інвестування компаній становили власні кошти останніх – 72% респондентів [1, с.7–8]. Попри те, що, очевидно, не всі з інвестицій спрямовувались на реалізацію інновацій, і коло опитаних охоплювало передусім успішні українські компанії, фінансові труднощі яких за характером різняться від типових для малих інноваційних фірм, можна зробити певні висновки. А саме: зменшення участі держави у інноваційно-інвестиційній діяльності в Україні сьогодні не супроводжується відповідною активізацією зовнішнього фінансування, що перекладає усі витрати, пов'язані із впровадженням нововведень, на самі підприємства.

### Постановка цілей

Вирішення фінансових проблем останніх могло б значно спроститись у разі формування повноцінного ринку венчурного капіталу, котрий непогано зарекомендував себе в інших країнах. Венчурне інвестування посідає проміжне становище між банківським кредитуванням і фінансуванням шляхом виходу на фондовий ринок. Як і банк, венчурна компанія надає певну свободу дій засновнику фірми-інноватора, водночас зберігаючи за ним право повернути собі контроль за бізнесом в разі успішного завершення проекту, що в загальних рисах нагадує кредит. Попри це, подібно до інституційних інвесторів, вона повною мірою використовує свої права як власник фірми, зокрема й щодо доступу до всієї необхідної інформації.

Еталоном організації венчурного підприємництва з позицій багаторічної практики (перші прототипи венчурних інститутів – американська *ARD* та британська *ICFC* – з'являються вже у 1945 році [8,S.11]) і вагомої частки контролюваного ринку (за окремими даними –  $\frac{3}{4}$  світового обсягу венчурного капіталу [4]) традиційно вважаються США. Між тим, досвід країн Європи для української економіки може виявитись більш цінним, адже європейський ринок ризикового капіталу має порівняно недавню історію, що уможливило виділення спільних тенденцій, а отже, покращує й якість прогнозів. Крім того, за рідкісними винятками, фінансові системи європейських країн є банківсько-орієнтованими, що проявляється у відносній слабкості ринку цінних паперів та сектора небанківських фінансових інститутів, а тому структурно ближчі до українських умов.

Отже, основними цілями статті є:

- провести порівняльний аналіз тенденцій розвитку ринку венчурного капіталу у європейських країнах, зокрема, в плані впровадження організаційно-управлінських інновацій; .
- виділити основні особливості української моделі венчурного інвестування та проблеми, пов'язані з її реалізацією;
- показати перспективні напрями оптимізації правового середовища фінансування інноваційних проектів в Україні.

### Виклад основного матеріалу

За даними Європейської асоціації венчурного капіталу (*EVCA*), у 2004 році інститути ринку ризикового капіталу 20 країн інвестували понад 36,9 млрд. євро, що на 26,9% більше, ніж у 2003 році та майже у сім разів перевищує показник, досягнутий у 1994 році. Загальний обсяг портфеля венчурних компаній зазначеного кола країн становив у 2004 році понад 156,1 млрд. євро – на 12,3% та у 6,6 рази більше, ніж у попередньому та 1994 році відповідно [6,S.12]. Характерно, що не всі із залучених венчурними компаніями у поточному періоді коштів одразу ж спрямовуються на інвестиції. Частина з них резервується задля здійснення додаткових інвестицій у найуспішніші проекти. Адже, як свідчить практика, лише 2–3 проекти з 10 реалізованих за участю венчурного капіталу демонструють вищу за середню ефективність. Тоді як така ж кількість виявляється збитковою, а решта дозволяють сподіватись щонайбільше на середній дохід [8,S.60]. Відповідно, у деяких випадках обсяг інвестицій у майбутньому зростає у межах раніше сформованих резервів.

Беззаперечним лідером ринку ризикового капіталу Європи треба вважати Великобританію, на котру у 2004 році припало 51,7% загального обсягу інвестицій, 36,6% залучених коштів та 38,3% вартості портфеля. Країни з континентальними (чи банківсько-орієнтованими) фінансовими системами за цими показниками помітно відстають. Частка французьких венчурних фірм у інвестиціях – лише 14,2%, акумульованих коштах – 8,8%, вартості портфеля – 16,4%, а німецьких – 10,2%, 7,2% та 12,9% відповідно [6,S.2,5]. Відставання ж країн Центральної та Східної Європи – ще різкіше: на Польщу, Угорщину, Чехію і Словаччину припадає менше ніж 1% інвестицій. Однак, аналіз розвитку венчурного підприємництва у динаміці дає змогу прогнозувати загострення конкуренції на ринку. Так, порівняно з 2003 роком венчурні інвестиції у Німеччині зросли на 51,8%, Швеції – 59,7%, Нідерландах – 51,9%, Угорщині – 180,4%, тоді як у Великобританії – на 41%. Крім того, якщо обсяги нагромаджених коштів загалом по досліджуваних країнах зростали, то у Великобританії вони зменшились майже на третину.

Серед вкладників венчурних компаній Європи, як правило, домінують банки, котрі рідко поступаються першістю іншим фінансовим інститутам, нефінансовим корпораціям, приватним особам чи державі (табл. 1). Щоправда, у Німеччині, Великобританії і Польщі вони помітно відстали від страхових компаній чи пенсійних фондів. Якщо для Великобританії сильні позиції небанківських фінансових інститутів є типовими, то пропорції, що склались у німецькій економіці, можна розглядати як результат деякої консервативності банківського сектора, не в останню чергу породженої жорсткими вимогами до фінансової стабільності кредитних установ. Ситуація ж, що склалася у Польщі, ймовірно, є наслідком браку достатньої кількості прийнятних інвестиційних альтернатив.

Попри сподівання, увагу фондів з венчурним капіталом привертають передусім традиційні сектори економіки. Зокрема, у середньому по 20 європейських країнах високотехнологічні проекти отримали у 2004 році лише п'яту частину загального обсягу інвестицій. Хоча трапляються і винятки, як от Чехія, високотехнологічні галузі якої освоїли 63,8% венчурних інвестицій, Австрія – 56,9%, Польща – 33,8% чи Німеччина – 30,5%. Втім, часто це пов'язано із реалізацією одиничних, але масштабних проектів, у сфері комунікацій. З традиційних же галузей особливим попитом користуються спрямовані на виробництво споживчих благ (табл.2). Така галузева структура венчурних інвестицій може пояснюватись різними обставинами. По-перше, поряд із технологічними інноваціями фірми намагаються реалізувати й нововведення у формі вдосконалення організації і управління у традиційних секторах економіки.

Непрямим доказом можуть слугувати результати опитувань, котрі вказують, що доступ до нових джерел фінансування є не єдиним мотивом звертання до венчурних інститутів. Зокрема, чимало з німецьких фірм, що користувались послугами венчурного капіталу вказали, що бажаним доповненням до інвестицій є також компетентне опонування (65% респондентів), фінансові консультації (46%), підтримка управлінських рішень (38,9%) [7,S.18]. По-друге, активність

венчурних інститутів у фінансуванні інноваційних проектів на ранніх стадіях (викристалізація ідеї, створення прототипу, освоєння ринку), що й вирізняють сучасні нові галузі, є досить низькою – менше 7% у середньому по Європі, близько 10% – у Німеччині і трохи більше 4% інвестицій у Великобританії.

Таблиця 1

**Основні групи вкладників європейських фондів з венчурним капіталом  
(% від нагромаджених у 2004 році коштів)<sup>1</sup>**

	Європа загалом	Велико- британія	Німеччина	Франція	Італія	Польща	Угорщина	Чехія
Корпоративні інвестори	7,0	5,8	2,5	7,6	11,4	1,0	0,0	0,0
Приватні особи	7,6	8,9	4,3	8,5	4,7	0,2	0,9	0,0
Державні інституції	6,1	5,2	17,9	3,8	3,8	≈0,0	31,7	0,0
Банки	21,7	14,5	21,2	36,4	37,6	36,4	63,3	100
Пенсійні фонди	19,3	26,3	0,0	11,4	17,1	52,9	3,1	0,0
Страхові компанії	12,0	6,8	33,2	12,7	6,3	9,5	0,0	0,0
Фонди фондів	13,5	18,4	6,0	10,6	12,7	0,0	0,0	0,0

<sup>1</sup>Без урахування реінвестованого капіталу, неідентифікованих власників, академічних інституцій та ринку капіталу. Розрахунки здійснено за: BVK-Special "Private Equity in Europa 2004". – Berlin: BVK, 2005. – S.16–17.

Таблиця 2

**Венчурне інвестування в Європі у розрізі окремих галузей економіки  
(% від обсягу інвестицій у 2004 році)<sup>2</sup>**

	Європа загалом	Велико- британія	Німеччина	Франція	Італія	Польща	Угорщина	Чехія
Зв'язок	13,3	14,8	3,0	14,8	12,6	33,8	4,6	63,8
Комп'ютери і програмне забезпечення	6,4	5,4	2,8	7,2	0,8	0,0	15,6	0,0
Біотехнології	1,9	0,9	4,0	2,7	≈0,0	0,0	0,0	0,0
Медицина	7,6	5,6	19,8	4,5	2,8	0,8	1,4	0,0
Споживчі блага	23,1	25,8	19,2	28,1	23,8	4,0	8,5	36,2
Хімічне виробництво	2,7	2,8	1,8	3,8	7,3	1,7	1,1	0,0
Промислові товари	5,3	3,0	10,6	2,0	14,9	0,2	0,8	0,0

<sup>2</sup>BVK-Special "Private Equity in Europa 2004". – Berlin: BVK, 2005. – S.22-24.

Ці проекти з позицій ефекту масштабу є нецікавими для венчурних фірм і здебільшого перебувають під опікою спеціальних державних програм або ж так званих "бізнес-ангелів". Врешті, для розширення участі ризикового капіталу у секторі високих технологій в Європі, вочевидь, бракує розвинутого ліквідного організованого ринку на зразок американського NASDAQ. Хоча певні кроки у цьому напрямі зроблено (зокрема, у 1997 році у Німеччині створено спеціальну біржу "Neue Markt"), частка компаній, які були продані через відкриту підписку на акції і в такий спосіб компенсували зусилля венчурного бізнесу, у 2004 році заледве наблизилась до 12% (у Німеччині цей же показник зафіксовано на рівні 5,9%, Великобританії – 10,9%, Франції – 18%) [6,S.26].

Розглянуті вище тенденції розвитку європейського венчурного підприємництва тією чи іншою мірою характерні і для України. Сьогодні воно представлене низкою міжнародних установ

(WNISEF, SigmaBleyzer, Euroventures, частково – МФК тощо) та венчурними інвестиційними фондами. Перші надають перевагу в основному фірмам з досвідом роботи на ринку і висувають певні вимоги до їхніх комерційних здобутків, а тому недоступні для дрібних та новостворюваних підприємств. Щодо других, то їхня належність до венчурного бізнесу є радше номінальною, оскільки йдеться про інститути спільного інвестування, виділені законодавством [5,с.364] в окрему категорію з огляду на високу (понад 50%) частку у їхніх активах цінних паперів, що не допущені до торгів на організованому ринку. Хоча вони переважають як кількісно (станом на 1 жовтня 2005 року зареєстровано 157 пайових та 13 корпоративних венчурних фондів), так і за обсягом емісій (понад 93% загальної вартості [4]), їхня діяльність більшою мірою є строго фінансово-інвестиційною або ж концентрується на операціях з нерухомістю. Прикметно, що українські венчурні фонди віддають перевагу таким напрямкам інвестування, як сільське господарство, будівництво, фінансові послуги, транспорт, харчова промисловість тощо [3,с.43], тоді як сектор високих технологій фінансується недостатньо. Важливо й те, що лівову частку активів цих інститутів складають боргові цінні папери: облігації (49% вартості активів у 2004 і 35% у 2005 роках) та векселі (2% і 36% відповідно). Очевидно, що це не вписується у класичну модель фонду з венчурним капіталом, котра, як вже з'ясувалось, передбачає володіння часткою майна підприємства-донора, зокрема й у формі акцій. В Україні ж останні становлять менше третини активів фондів. Крім того, більш як дві третини венчурних фондів зареєстровано у місті Києві, що, безперечно, спрощує операції з фінансовими активами, але ускладнює доступ малих інноваційних фірм до ризикового капіталу.

### Висновки

Безперечно, короткий проміжок часу, впродовж якого функціонують українські венчурні інститути, та закритість їхньої фінансової звітності ускладнюють прогнозування перспектив вітчизняного ринку ризикового капіталу. Проте у світлі європейського досвіду окремі висновки видаються досить вірогідними. Передусім очевидно, що українська модель організації венчурного бізнесу принципово відрізняється від європейського аналога. А тому спроби запобігти помилкам у діяльності фондів з венчурним капіталом, апелюючи до практики розвинутих країн, найчастіше будуть приречені на невдачу. Потенційною перешкодою для повноцінного розвитку ринку ризикового капіталу в Україні залишатиметься недосконале правове середовище. Зокрема, обмеження кола учасників фондів юридичними особами [5,с.364] виправдане лише з позицій захисту економіки від можливих потрясінь, породжених недобросовісним використанням акумульованих коштів. З міркувань же потреби у масштабних інвестиційних ресурсах, котрими володіють схильні до ризику фізичні особи, його доцільність небезсумнівна. До того ж цитованим законом венчурним фондам непрямо дозволено надавати позики і їх учасникам [5,с.373]. На практиці це може сприяти перетворенню венчурних інститутів у несамостійні, залежні від підприємства-засновника кредитні установи, нездатні відбирати ефективні інноваційні проекти.

### Перспективи подальших досліджень

Зазначені ускладнення щодо нормального функціонування вітчизняного ринку ризикового капіталу можна усунути шляхом відповідної корекції законодавчих норм чи прийняття спеціального закону, що регламентував би діяльність виключно венчурного бізнесу. Значно більші труднощі знаходяться у площині змін тієї частини інституційного середовища, котра визначається передусім приватними економічними суб'єктами. Поміж іншим йдеться про формування постійно діючого організованого ринку акцій високотехнологічного сектора (ймовірно, на базі однієї з існуючих бірж чи торговельних систем), професійних асоціацій "бізнес-ангелів" тощо як гарантії безперешкодного розвитку венчурного підприємництва. Нарешті, на етапі становлення ринку ризикового капіталу значних видатків вимагатиме його популяризація з метою отримання конкурентних переваг над іншими фінансовими інститутами.

1. Баюра Д. *Капитализированные деньги // Рейтинг лучших компаний Украины ТОП-100. – 2005. – №3. – «Самые динамичные компании Украины». – С. 6–9.* 2. Габбард Г.Р. *Гроші, фінансова система та економіка: Підручник / Пер. з англ. – К.: КНЕУ, 2004. – 889с.* 3. Ковалева В., Блинов А. *Мы стоим гораздо больше // Эксперт. – 2006. - №6. – С.40–46.* 4. Невадовский М. *Венчурный бизнес ждет инноваций // Инвестгазета. – 2005. – №46(523). – С.25.* 5. *Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України // Відомості Верховної*

*Ради України. – 2001. - №21. – С.362–380. 6. BVK-Special “Private Equity in Europa 2004”. – Berlin: BVK, 2005. – 28S.; 7. Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft. – Berlin: BVK, Pricewaterhouse Coopers AG, 2005. – 26S. 8. Frommann H., Dahmann A. Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft. - Berlin: BVK, 2005. – 95S. 9. Waschiczek W., Mauerhofer G. Venture Capital in Oesterreich // Berichte und Studien der OeNB. – 2000. – №2. – S.154–170.*

УДК 658.589 + 65.01

**І.Б. Тадика, І.А. Голубкова\***

Інститут проблем ринку та економіко-екологічних досліджень НАН України

\*Одеська національна морська академія

## **УПРАВЛІННЯ ІННОВАЦІЙНИМ ПРОЦЕСОМ НА ОСНОВІ ЗАСТОСУВАННЯ КОНТРОЛІНГУ**

© Тадика І.Б., Голубкова І.А., 2007

**Досліджено напрямки інноваційного розвитку економіки України. Обґрунтовано та запропоновано інноваційний стратегічний шлях удосконалення управління виробництвом на основі використання контролінгу. Систематизовано основні цілі та напрями реалізації стратегічного контролінгу. Виділено основні фази процесу стратегічного планування під час проведення інноваційного пошуку.**

**The Explored directions innovations developments of the economy of the Ukraine motivated and is offered innovation strategic way of the improvement of management production on base of the use controlling. The basic purposes and directions of realization of the strategic controlling are systematized. The basic phases of process of strategic planning, which take place at the realization of innovations' search, are allocated.**

### **Постановка проблеми**

Розвиток виробничих відносин, що адекватні розвитку виробничих сил, відображають сучасний стан ринкових відносин. Підвищення ефективності виробничої діяльності підприємств є основним засібом зростання конкурентоспроможності і залежить від застосування інтенсивних факторів розвитку виробництва.

Сучасний стан національної економіки характеризується згортанням виробництва наукоємних видів продукції, старінням парку устаткування, наслідком чого є деградація технологічної структури промисловості, транспорту, паливно-енергетичного комплексу та інших стратегічних галузей економіки України, а також зниження попиту на науково-технічну продукцію як з боку держави, так із боку недержавного сектору економіки. Це можна пояснити тим, що під час переходу до ринку не було враховано питання адаптації науково-технологічної сфери, її функціонування в нових умовах.

Незважаючи на недорозвиненість, функції регулятора впровадження масштабних інновацій виконувала діюча до початку ринкових перетворень державна централізована планова система. Підходячи до питань науково-технологічного розвитку стратегічно, необхідно зазначити, що без освітнього централізованого макроуправління на рівні галузей, регіонів, держави неможливо забезпечити найбільш повну і ефективну реалізацію наукового і технологічного потенціалу, не вдасться організувати інтеграційне співробітництво в цій області на міжнародному рівні.

Сьогодні ці питання все більше залежать від характеру виробничих відносин на рівні підприємства, галузі та країни загалом. Цьому періоду розвитку виробничих відносин притаманні проблеми удосконалення заходів управління підприємствами та галузями національної економіки на основі впровадження вискоєфективних виробничих стосунків.

### **Аналіз останніх досліджень і публікацій**

У сучасній економічній літературі присвячено багато уваги ролі інноваційної діяльності в характері і динаміці розвитку виробничих відносин суспільства. Роботи Й. Шумпетера, М.Д. Кондратьєва, В.М. Геєця, Д.С. Львова, П.Н. Завліна, В.В. Царьова, А. Калецькі, Г. Менша та