

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

**НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
«ОДЕСЬКА ЮРИДИЧНА АКАДЕМІЯ»**

На правах рукопису

ТАРНАВСЬКИЙ Роман Віталійович

УДК 346.5+336.76

**ГОСПОДАРСЬКО-ПРАВОВЕ СТИМУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНОГО
ІНВЕСТИВАННЯ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 12.00.04 – господарське право,
господарсько-процесуальне право

ДИСЕРТАЦІЯ

на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук

Науковий керівник:

ПОДЦЕРКОВНИЙ Олег Петрович

доктор юридичних наук, професор,

член-кореспондент НАПрНУ

Одеса – 2017

ЗМІСТ

Перелік умовних скорочень.....	4
ВСТУП.....	6
Розділ 1. ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТУВАННЯ ЯК ОБ'ЄКТ ДЕРЖАВНО-ПРАВОВОГО СТИМУЛЮВАННЯ.....	21
1.1. Поняття, зміст та історія виникнення венчурного інвестування.....	21
1.2. Джерела правового регулювання венчурних інвестицій в Україні.....	32
1.3. Правове регулювання венчурного інвестування в зарубіжних країнах та праві Європейського Союзу.....	57
Висновки до розділу 1.....	83
Розділ 2. ПРАВОВІДНОСИНИ ЩОДО СТИМУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В УКРАЇНІ.....	88
2.1. Правові засоби державного стимулювання венчурного інвестування в Україні.....	88
2.2. Правове закріплення статусу учасників відносин щодо венчурного інвестування та об'єкти венчурного інвестування.....	114
2.3. Договірне забезпечення венчурного інвестування.....	129
Висновки до розділу 2.....	139
Розділ 3. ОПТИМІЗАЦІЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ОКРЕМИХ ПРАВОВІДНОСИН З ВИКОРИСТАННЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ.....	143
3.1. Правове забезпечення ефективного використання венчурного капіталу при створенні та функціонуванні інноваційної інфраструктури.....	143
3.2. Правові засоби (шляхи) вдосконалення порядку відчуження венчурним інвестором частки підприємства-реципієнта шляхом первинного публічного розміщення (IPO).....	169
3.3. Правове регулювання венчурного інвестування при забезпеченні регіонального розвитку країни.....	185

Висновки до розділу 3.....	199
ВИСНОВКИ.....	203
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	209

Перелік умовних скорочень

AIFMD (англ. Alternative Investment Fund Mangment Directive) – Директива 2011/61/EU «Про керуючих альтернативними інвестиційними фондами», затверджена Радою Європейського Союзу спільно з Європейським Парламентом 8 червня 2011 року.

AIM (англ. Alternative investment market) – ринок альтернативних інвестицій.

BaFin – Федеральне Управління Фінансового Нагляду Федеративної республіки Німеччина.

EuVECA Regulations – Правила №345/2013 регулювання Європейських фондів венчурного капіталу, затверджені Радою Європейського Союзу спільно з Європейським Парламентом 21 березня 2013 року.

EVCA (англ. European private equity and venture capital association) - Європейська асоціація приватних інвестицій та венчурного капіталу.

IPO (англ. Initial Public Offering) – первинне публічне розміщення компанією власних цінних паперів на фондовому ринку задля їх реалізації серед інших суб'єктів.

LP (англ. limited partnership) – обмежене партнерство.

LSE (англ. London Stock Exchange) – Лондонська фондова біржа.

NVCA (англ. National venture capital association) – Національна асоціація венчурного капіталу США.

UVCA (англ. Ukrainian venture capital association) – Українська асоціація венчурного капіталу.

Адміністрація – Адміністрація малого бізнесу, створена в США при реалізації Програми інвестування малого бізнесу (англ. Small Business Investment Program).

ВІФ – венчурний інвестиційний фонд.

ВНЗ – вищі навчальні заклади.

ГК України – Господарський кодекс України.

Закон «Про технопарки» – Закон України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків».

ЗУ – Закон України.

ЗУ «Про ІСІ» - Закон України «Про інститути спільного інвестування».

ІВ – інтелектуальна власність.

ІСІ – інститути спільного інвестування.

ІТ – інформаційні технології.

КУА – компанія з управління активами.

МСП – мале та середнє підприємництво.

МСФЗ – міжнародні стандарти фінансової звітності.

НБУ – Національний банк України.

НДДКР – науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи.

НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України.

НТП – науково-технічний прогрес.

ПІВ – права інтелектуальної власності.

Порядок №1105 – Порядок надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України, що затверджений Рішенням НКЦПФР від 20.06.2013 № 1105.

УАІБ – Українська асоціація інвестиційного бізнесу

УФБ – Українська фондова біржа.

Фонд – Державна інноваційна небанківська фінансово-кредитна установа «Фонд підтримки малого інноваційного бізнесу», створена Постановою КМУ від 12.12.2011 року.

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Одним з найбільш дієвих способів стимулювання інноваційної діяльності в економіках зарубіжних країн стало створення умов для ефективного використання венчурного інвестування в рамках національної інноваційної системи і економіки в цілому. Такі гіганти сучасної постіндустріальної економіки як Amazon, Apple, Alphabet (Google), Facebook, Oracle, SpaceX, Tesla Motors, та інші, є реципієнтами венчурних інвестицій від індивідуальних венчурних інвесторів (бізнес-янголів) та інституційних венчурних інвесторів (венчурних інвестиційних фондів), які надали таким компаніям фінансування на етапі, коли інші джерела отримання інвестицій були для таких реципієнтів просто неможливі. Зокрема, така ситуація виникає через те, що банки відмовляються фінансувати високо ризикові молоді підприємства або роблять таке фінансування неприйнятним через неймовірний розмір відсоткових ставок. Приватні пенсійні фонди, як правило, не можуть здійснювати інвестиції у відповідні підприємства через їх високу ризиковість, а власних коштів засновників стартапів часто не вистачає на етапах створення виробничих потужностей (або перших робочих зразків продукту).

В Україні відповідний сегмент в його класичному вигляді (венчурних інвестиційних фондів, які здійснюють ризикове інвестування в молоді інноваційні підприємства) практично відсутній. Не в останню чергу це пов'язано з недосконалістю українського законодавства щодо інститутів спільного інвестування (зокрема, корпоративних та пайових венчурних інвестиційних фондів), інвестиційної діяльності, підтримки розроблення та впровадження інновацій, господарського договірного забезпечення венчурного інвестування (зокрема, неможливість застосовувати ефективні напрацювання англо-американської правової системи щодо позитивних і негативних ковенантів), державного стимулювання та підтримки розвитку класичного венчурного інвестування (зокрема, інвестицій в інноваційні

стартапи на етапі їх створення, становлення та розширення). Також необхідним є вдосконалення інших пов'язаних сфер правового регулювання: щодо процедури первинного публічного розміщення цінних паперів на фондовому ринку українськими емітентами, ефективності функціонування інноваційної інфраструктури, взаємодії вищих навчальних закладів зі стартапами та приватними інвестиційними фондами тощо.

Разом з тим, кількісні показники появи в Україні такої організаційної форми юридичних осіб як корпоративні та пайові венчурні інвестиційні фонди, з кожним роком зростають. Це пов'язано з багатьма факторами, серед яких переваги таких фондів в податковому плані та послаблені (порівняно з іншими інститутами спільного інвестування) вимоги до структури активів, за допомогою яких дозволено формувати відповідний фонд. Проте через існуючу недосконалість правового регулювання, венчурні інвестиції в Україні не виконують тієї функції, якої можна очікувати від венчурного інвестування – фінансування новостворених малих та середніх підприємств, чия діяльність спрямована на створення, впровадження та комерціалізації інновацій. Натомість, українські венчурні фонди як правило здійснюють інвестиції не в інноваційні сфери (такі як ІТ, біотехнології, альтернативна енергетика, космічні та фармацевтичні дослідження), а в сфери класичного господарювання: будівництво, сільське господарство тощо.

На сучасному етапі цивілізаційного розвитку інновації стали одним з домінуючих факторів прогресу суспільства та конкурентоспроможності як держав, так і окремих підприємств. У зв'язку з цим заслуговує на особливу увагу питання, щодо правового регулювання інвестиційного забезпечення розробки і освоєння інновацій. Зокрема, вдосконалення потребує господарсько-правове забезпечення державного регулювання та стимулювання розвитку венчурного інвестування як складової національної інноваційної системи України.

Необхідність ефективного правового регулювання такого інструменту фінансування інноваційної діяльності як венчурне інвестування не можна

переоцінити, зважаючи на зміни, що відбуваються в світовій та регіональній економіці, зокрема перехід до інформаційної економіки, коли технологічні компанії більше не зв'язані територією, а можуть ефективно впливати на ринок будь-якої країни не залежно від свого розташування.

В умовах становлення національної інноваційної системи України питання отримання суб'єктами господарювання достатніх коштів задля втілення та комерціалізації інноваційних розробок набуває ролі одного з визначальних факторів. В свою чергу, венчурне інвестування виникло саме як інноваційне інвестування та продовжує ефективно виконувати цю роль в країнах Європи та в США. Тому дослідження, що спрямовані на подальший розвиток правового стимулювання венчурного інвестування, мають значення також для сприяння гармонізації законодавства України зі світовими правовими здобутками у цій сфері.

На сьогоднішній день питанню правового регулювання венчурного інвестування надається великого значення не лише в країнах західної Європи, але і в країнах пострадянського простору. Не в останню чергу це пов'язано з тим, що роль наукоємних технологій в сучасних економічних реаліях відчутним чином зросла. Тому ефективність господарювання кожного конкретного суб'єкта та економіки країни в глобальному масштабі залежить від того, наскільки швидко та якісно суб'єкти господарювання здатні розробляти та впроваджувати нові рішення, які спрямовані на вдосконалення виробництва, надання послуг тощо.

Правове регулювання венчурного інвестування в Україні знаходиться на початковому рівні, що перешкоджає можливості ефективно використати інноваційний потенціал вже зареєстрованих в Україні венчурних інвестиційних фондів, та забезпечити можливість відчутних фінансових впливань в становлення національної інноваційної системи України.

Наукова розробленість теми. Даною проблематикою займаються такі вітчизняні та зарубіжні дослідники як: Л.Л.Антонюк, І.С. Кузнєцова,

О.Є. Кузьмін, С.О. Москвін, О.М. Олефіренко, А.М. Поручник, О.В. Романішин та інші.

Окремі юридичні аспекти венчурного інвестування, а саме: деякі питання правового регулювання господарських відносин щодо інвестування, державної підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання, регулювання зобов'язань в сфері інноваційної діяльності, функціонування інноваційної інфраструктури та діяльності інститутів спільного інвестування, містяться в роботах: Ю.Є. Атаманової, М.Д. Василенко, Д.Є. Висоцького, О.М. Вінник, О.С. Віхрова, О.М. Дюгованець, Д.В. Задихайла, О.Р. Зельдіної, Д.В. Зятіної, К.С. Іванова, О.Ю. Кампі, О.Р. Кібенко, В.М. Коссака, Т.В. Муляр, О.І. Онуфрієнка, О.П. Подцерковного, В.В. Поєдинок, В.Ю. Полатая, О.В.Северина, О.С. Семерака, О.Е. Сімсон, В.М. Стойки, Д.Е. Федорчука та інших.

Цивільно-правові аспекти правового регулювання венчурного підприємництва викладено в дослідженні Ю.М. Жорнокуя «Правове регулювання венчурного підприємництва (цивільно-правовий аспект)». Господарсько-правовий підхід щодо дослідження окремих питань венчурного інвестування викладено в дисертаційному дослідженні Т.С. Гудіми «Правове регулювання діяльності з венчурного інвестування».

Разом з тим, у відповідних роботах не розкриті питання щодо створення ефективних правових механізмів стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні, недостатньо уваги приділено питанням необхідних змін до чинного законодавства з точки зору венчурного інвестора як особливого учасника правовідносин з венчурного інвестування, не аналізувались питання правового регулювання регіональних венчурних інвестиційних фондів, як ефективного способу стимулювання інноваційного розвитку регіонів країни, а також не до кінця розв'язаними залишаються проблеми вироблення відповідних теоретичних визначень складових правовідносин щодо венчурного інвестування, а також механізми практичного втілення заходів стимулювання розвитку венчурного

інвестування. У зв'язку з викладеним, робота є актуальною та спрямованою на подолання існуючих прогалин в господарсько-правовій доктрині, присвяченій питанням венчурного інвестування в Україні.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана відповідно до плану науково-дослідної програми Національного університету «Одеська юридична академія» «Теоретичні та практичні проблеми забезпечення сталого розвитку української державності та права» (державний реєстраційний номер 011U0006H) на 2011–2015 рр. та «Стратегія інтеграційного розвитку України: правовий та культурний вимір» (державний реєстраційний номер 0116U001842) на 2016–2020 рр. Тема дисертаційного дослідження є складовою частиною наукових досліджень кафедри господарського права і процесу та науково-дослідної теми кафедри «Організаційно-правовий механізм реалізації експортного потенціалу України на інноваційних засадах» (державний реєстраційний номер 011511002496) на 2015-2017 рр.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що відповідним дослідженням розширено господарсько-правові напрацювання щодо правового стимулювання венчурного інвестування в Україні. Основні положення, висновки та рекомендації дослідження можуть бути використані: *у науково-дослідній роботі* – з метою подальшого дослідження правових аспектів діяльності венчурних інвестиційних фондів та її господарсько-правового стимулювання; *у навчальному процесі* – для викладання курсів «Господарське право», «Інвестиційне право» та ін., при розробці методичних рекомендацій, коментарів, навчальних посібників; *у нормотворчій та правозастосовній діяльності* – при розробці проектів міжнародних договорів та законодавчих актів, підзаконних актів, зокрема щодо внесення змін та доповнень до Господарського кодексу України, Законів України «Про інститути спільного інвестування», «Про вищу освіту», «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» тощо.

Відповідні результати дисертаційного дослідження використовувались при формулюванні пропозицій по розробці Концепції підтримки інновацій шляхом вдосконалення нормативно-правової бази вищої освіти в Україні за програмою TEMPUS «Підтримка інновацій шляхом покращення нормативних та законодавчих рамок для вищої освіти в Україні» (SpinOff: 530158-TEMPUS-1-2012-1-SE-TEMPUS-SMHES).

Мета та завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є визначення напрямів вдосконалення господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування в Україні. Для досягнення зазначеної мети було визначено такі **завдання**:

- визначити поняття та сутність господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування та встановити необхідні кроки щодо стимулювання венчурного інвестування в Україні;
- доповнити наявні визначення поняття та сутності венчурного інвестування і господарських відносин щодо венчурного інвестування, з метою вдосконалення правового регулювання та підвищення ефективності використання венчурного інвестування в Україні;
- визначити поняття регіональних венчурних інвестиційних фондів та їх роль в національній інноваційній системі України, надати рекомендації щодо вдосконалення правового регулювання діяльності регіональних венчурних інвестиційних фондів в Україні;
- розмежувати поняття правовідносин венчурного інвестування та правовідносин краудфандінгу, які зазвичай виникають у сфері фінансування інноваційних розробок, проте мають різну правову природу;
- розширити наявні господарсько-правові напрацювання щодо суб'єктно-об'єктного складу правовідносин щодо венчурного інвестування та обґрунтувати подвійну правову природу реципієнта венчурних інвестицій, що виступає одночасно і суб'єктом правовідносин щодо венчурного інвестування, і об'єктом венчурного інвестування;

- визначити кваліфікаційні ознаки об'єкта венчурного інвестування, які мають бути закріплені на законодавчому рівні, з метою забезпечення венчурного інвестування в інновації;

- узагальнити іноземний досвід правового регулювання венчурного інвестування з метою запозичення напрацювань, що допоможуть виробити дієві заходи правового стимулювання венчурного інвестування в Україні, та сформулювати пропозиції щодо імплементації необхідних положень європейського права до національного законодавства;

- надати рекомендації щодо вдосконалення правового регулювання венчурного інвестування та суміжних з венчурним інвестуванням правовідносин;

- встановити стан правового регулювання правовідносин щодо залучення венчурного капіталу до функціонування та розбудови інноваційної інфраструктури України, запропонувати шляхи вдосконалення чинного правового регулювання для забезпечення підвищення ефективності розвитку інноваційної інфраструктури;

- обґрунтувати заходи господарсько-правового забезпечення взаємодії між вищими навчальними закладами та венчурними інвестиційними фондами, а також роль і місце створених вищими навчальними закладами інноваційних підприємств у таких правовідносинах.

Об'єктом дослідження є господарсько-правове забезпечення інвестування в Україні.

Предметом дослідження є господарсько-правове стимулювання венчурного інвестування в Україні.

Методи дослідження. Методологічну основу дослідження складають загальнонаукові і спеціальні методи: діалектичний, формально-юридичний, історичний, системно-структурний, аналітико-синтетичний та порівняльно-правовий.

За допомогою діалектичного методу було розглянуто сучасний стан венчурного інвестування в Україні та світі, його зв'язок з державно-

правовими процесами та явищами, суспільством, виявлені закономірності розвитку венчурного інвестування (підрозділи 1.2., 2.3., 3.1.).

Формально-юридичний метод дозволив здійснити аналіз, систематизацію та класифікацію норм та правових джерел, якими регулюється венчурне інвестування в Україні та за кордоном (підрозділи 1.2., 1.3., 2.1.).

За допомогою історичного методу досліджено еволюцію розвитку (в т.ч. правового) венчурних інвестицій у світі (підрозділ 1.1.).

За допомогою системно-структурного методу досліджувались господарські відносини щодо венчурного інвестування та ефективність правових засобів державного стимулювання такого інвестування (підрозділ 2.2., 3.2.).

При формулюванні пропозиції щодо перспектив розвитку правового регулювання венчурного інвестування в Україні та пропозицій, щодо його удосконалення автором було використано порівняльно-правовий та аналітико-синтетичний методи (підрозділ 1.2., 2.1., 3.1., 3.2., 3.3.).

Теоретичну основу дослідження, окрім перерахованих вище авторів, склали праці таких вітчизняних вчених-правників як О.А. Беяневич, Г.Л. Знаменського, В.К. Мамутова, В.С. Щербини та інших.

Нормативну основу дослідження склали нормативно-правові акти України, окремі нормативно-правові акти Європейського Союзу, Франції, Німеччини, США, Великої Британії.

Новизна одержаних результатів. Дисертаційне дослідження є першим дослідженням засобів господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування в Україні, на підставі якого отримані такі результати:

Вперше:

- визначено поняття господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування в Україні як системи заходів публічно-правового та приватно-правового впливу на сферу відносин щодо венчурного інвестування з метою заохочення інвесторів до фінансування перспективних

малих та середніх інноваційних підприємств із високим ризиком капіталовкладень, активізації пріоритетних сфер інноваційного економічного розвитку держави та регіонів, забезпечення конкурентоспроможності вітчизняних інноваційних підприємств на світових ринках і підвищення ефективності виконання науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт національними інноваційними структурами як елементу розвитку національної інноваційної системи України;

- обґрунтовано необхідність закріплення короткострокових та довгострокових засобів господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування, які знаходять свій прояв у різних способах стимулювання:

короткострокового (до 2020 року) стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні: (1) звільнення від оподаткування за певними загальнодержавними та місцевими податками і зборами, (2) встановлення пільгових умов щодо сплати орендної плати, комунальних платежів тощо, для інноваційних підприємств, які орендують об'єкти нерухомості публічних форм власності (3) запровадження збалансованих правових форм взаємодії між інноваційними структурами, (4) запровадження ефективних вимог до інноваційних підприємств-реципієнтів венчурних інвестицій;

довгострокового (до 2030 року) стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні: (1) створення державного посівного (seed) венчурного інвестиційного фонду, (2) орієнтація державної політики на створення нових об'єктів інноваційної інфраструктури за кошти держави і приватних партнерів, (3) запровадження державного гарантування венчурних інвестицій в стратегічно важливі (пріоритенті) сфери інноваційного розвитку, (4) розбудова мережі регіональних державних венчурних інвестиційних фондів, (5) розвиток фондового ринку України, (6) запровадження часткових фінансових компенсаторів задля покращення взаємодії малих та середніх підприємств, що не мають самостійних коштів на науково-дослідницькі дослідно-конструкторські роботи, та вищих навчальних закладів й наукових установ щодо розробки інноваційної продукції;

- розкрито значення українських регіональних венчурних інвестиційних фондів в інноваційному розвитку регіону і країни як інноваційних структур, що в умовах глобалізованої економіки та зваженої регіональної державної політики дозволяють створити умови для ефективного та рівномірного територіального інноваційного розвитку України;

- проведено розмежування між правовідносинами з венчурного інвестування та правовідносинами з краудфандінгу на підставі виділення таких особливих рис венчурного інвестування по відношенню до краудфандінгу, як (1) вкладення коштів в підприємство, а не в продукт, (2) між венчурним інвестором та реципієнтом існує правовий зв'язок, який не вичерпується одноразовою дією з надання коштів та отримання (потенційно) бонусу за пожертву (як в краудфандінгу), (3) потенційні збитки венчурного інвестора мають довгостроковий характер безпосередньо до моменту продажу частки іншій особі (особам), а ризик при краудфандінгу обмежується одноразовою дією з надання коштів та можливості не отримати заявлений бонус (за умови вимоги жертвувача про надання бонусу у вигляді готового продукту), (4) наявність у венчурного інвестора права приймати участь в управлінні діяльністю реципієнта та активна участь в розвитку підприємства-реципієнта, що абсолютно не властиво правовідносинам краудфандінгу;

Удосконалено:

- визначення поняття правовідносин щодо венчурного інвестування, під якими запропоновано розуміти різновид інвестиційних відносин, що виникають між суб'єктами господарювання – венчурним інвестиційним фондом (або бізнес-янголом) та підприємством-реципієнтом інвестицій при придбанні венчурним фондом (бізнес-янголом) частки в статутному капіталі підприємства-реципієнта інвестицій, та участі в управлінні таким підприємством з метою отримання прибутку внаслідок продажу частки підприємства після збільшення її вартості;

- господарсько-правове визначення поняття венчурних інвестицій, під якими розуміються інвестиції, які вкладаються венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, а також в розробку та подальшу комерціалізацію інновацій суб'єктами господарювання в обмін на частку в статутному капіталі отримувача інвестицій, що дає змогу виявити сутність відповідного економічного явища, та необхідні шляхи вдосконалення державного стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні, зокрема, шляхом закріплення в Господарському кодексі України кваліфікаційних вимог до суб'єктів господарювання - реципієнтів венчурних інвестицій;

- доктринальні напрацювання щодо суб'єктно-об'єктного складу правовідносин венчурного інвестування, зокрема виділенням особливостей подвійної правової природи підприємства-реципієнта венчурних інвестицій, який виступає суб'єктом, з яким у венчурного інвестора виникли правовідносини щодо венчурного інвестування, та одночасно є об'єктом, щодо якого такі правовідносини виникли, що сприяє розвитку господарсько-правової науки та поглибленню розуміння правових елементів господарських правовідносин венчурного інвестування в Україні;

- кваліфікаційні ознаки об'єкта венчурного інвестування шляхом обґрунтування потреб закріплення в діючому законодавстві вимог щодо необхідності реєстрації реципієнтів венчурних інвестицій в Україні, обов'язкового здійснення ними інноваційної діяльності, необхідності бути створеними не більше 10 років до дати венчурного інвестування, відсутності прямого або опосередкованого контролю над венчурним інвестором та / або компанію з управління активами, відсутність реєстрації учасником торгів на фондовій біржі, аби створити правовий механізм необхідний для належного функціонування венчурного інвестування у відповідності з його економічним змістом (фінансування новостворених інноваційних підприємств) та належної його державної підтримки;

- підходи до напрямів правового забезпечення використання венчурного капіталу у процесі реалізації розроблених професорсько-викладацьким та студентським складом інноваційних технологій, зокрема шляхом залучення інвестицій венчурних фондів у розвиток підприємств, заснованих вищими навчальними закладами, викладачами та студентами, та комерціалізацію відповідними підприємствами розроблених інновацій, у зв'язку із чим запропоновано зміни до Закону України «Про вищу освіту», які забезпечать можливість венчурного інвестування у інноваційні розробки вищих навчальних закладів;

Дістало подальшого розвитку:

- обґрунтування необхідності правового стимулювання застосування приватного (зокрема, венчурного) капіталу при розбудові та вдосконаленні функціонування інноваційної інфраструктури України, зокрема, шляхом залучення венчурних інвестиційних фондів до фінансування створення технологічних парків, бізнес-інкубаторів, підприємств при вищих навчальних закладах та наукових установах, що дасть венчурному інвестору пріоритетне право інвестування в кращі інноваційні проекти таких інноваційних структур, а учасникам (реципієнтам інвестицій) полегшить доступ до пошуку потенційних інвесторів та матиме наслідком приведення правового поля у відповідність з економічними реаліями та потребами національної інноваційної системи та економіки країни в цілому;

- обґрунтування необхідності вдосконалення договірного регулювання венчурного інвестування в частині правового забезпечення використання позитивних та негативних ковенантів українськими суб'єктами господарювання при структуруванні правовідносин з венчурним інвестором, що передбачає зміну порядку укладення договорів, які обмежують права учасників суб'єктів господарювання, порівняно з тими, які надано законом (наприклад, право засновників вийти зі складу юридичної особи в будь-який час тощо), з метою приведення українського договірного права у

відповідність з загальносвітовою практикою структурування угод щодо венчурного інвестування;

- обґрунтування нагальних напрямів державного регулювання середовища венчурного інвестування та суміжних сфер, зокрема шляхом встановлення меншого податкового навантаження на дивіденди, які виплачуються венчурними інвестиційними фондами їх інвесторам, запровадження можливості залучення венчурного капіталу при розробці технологій, які згодом стануть предметом діяльності у сфері трансферу технологій, які викладено у пропозиціях щодо внесення змін до Податкового кодексу України, Закону України «Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій», Закону України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» та ін.;

- підходи з наближення правового регулювання українського фондового ринку до загальносвітових тенденцій щодо прозорості звітності емітентів цінних паперів та забезпечення можливості первинного публічного розміщення цінних паперів українських емітентів за межами України, яке важливо для правового забезпечення умов щодо сприйняття іноземними інвесторами українських підприємств не в якості «високоризикової інвестиції», а як інвестиції з нормальним рівнем ризику;

- напрями використання іноземного досвіду правового регулювання венчурного інвестування, зокрема щодо використання досвіду зарубіжних країн з визначення законодавчих вимог до реципієнтів венчурних інвестицій, досвіду ЄС щодо запровадження особливих вимог до керуючих венчурними фондами, досвіду Великобританії щодо запровадження регіональних венчурних інвестиційних фондів, досвіду Німеччини щодо запровадження особливого режиму оподаткування для венчурних інвестиційних фондів, підсумком чого стало формулювання конкретних пропозицій щодо запозичення окремих позитивних напрацювань зарубіжного правового регулювання до українського законодавства, яке регулює венчурне інвестування.

Апробація результатів роботи. Частина з викладених в роботі напрацювань були висвітлені на VII Міжнародній цивілістичній науковій конференції студентів та аспірантів: НУ «ОЮА» (30 березня 2012 року, м. Одеса), IX Міжнародній Цивілістичній наукова конференція студентів, аспірантів та молодих учених: НУ «ОЮА» (28 березня 2014 року, м. Одеса), Міжнародній науково-практичній конференції «Правове життя сучасної України» (16-17 травня 2014 року, м. Одеса), Міжнародній науково-практичній конференції «Сучасний вимір держави і права» (30-31 травня 2014 року, м. Львів), I Науково-практичній конференції «Нормативні, управлінські та міжнародні аспекти розвитку економіки та права» (2 вересня 2014 року, м. Одеса), Міжнародній науково-практичній конференції «Стан та перспективи розвитку юридичної науки» (3-4 жовтня 2014 року, м. Дніпропетровськ), Науково-практичній конференції «10 років застосування господарського кодексу України: сучасний стан та перспективи вдосконалення кодифікації» (14 листопада 2014 року, м. Київ), Правові та інституційні механізми забезпечення сталого розвитку України: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (15-16 травня 2015 року, м. Одеса).

Статті у фахових виданнях: Потенціал використання венчурного інвестування в пріоритетних напрямках інноваційної діяльності та регіонального розвитку / Тарнавський Р.В. // Юридичний вісник. – 2014. – № 4. – 316-320; Регіональні венчурні інвестиційні фонди: окремі аспекти правового статусу / Тарнавський Р.В. // Порівняльно-аналітичне право. – 2014. - №6. – 135-137; Фінансування венчурними фондами інновацій: економіко-правові причини неефективності в Україні / Тарнавський Р.В. // Науковий Вісник Херсонського державного університету. – 2014. - № 2. – ст.70-74; Щодо подвійної правової природи господарських відносин між венчурними інвесторами та реципієнтами венчурних інвестицій / Тарнавський Р.В. // Підприємництво, господарство і право. – 2016. - №8. – ст. 58-62; Venture capital investments in the innovations developed by universities /

Tarnavskyi R.V. // *Legea si Viata*. – 2016. - №9. – ст. 141-144; Тарнавський Р.В. Щодо окремих аспектів господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування [текст]. / Р.В. Тарнавський // *Право та державне управління*. – 2016. - № 3 (24). – ст.26-32.

Дисертант виступив співавтором колективної монографії «Правові засоби стимулювання інноваційного розвитку України в умовах євроінтеграції»: монографія [О.П. Подцерковний, М.Д. Василенко, Д.В. Зятіна, Л.Д. Романадзе та ін.]. / За заг. ред. О.П. Подцерковного. – Одеса, 2015. – 270 с. Особистий внесок дисертанта полягає у написанні підрозділу 3.2. «Правове забезпечення залучення венчурного капіталу в інноваційні проекти», в якому висвітлено окремі здобутки цього дисертаційного дослідження.

Структура роботи зумовлена її метою та завданнями і складається із вступу, трьох розділів, дев'яти підрозділів, двох субпідрозділів в одному з підрозділів, висновків та списку літератури (206 найменування на 27 сторінках).

Загальний обсяг роботи складає 235 сторінок, з них основний текст – 208.

РОЗДІЛ 1

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТИВАННЯ ЯК ОБ'ЄКТУ ДЕРЖАВНО-ПРАВОВОГО СТИМУЛЮВАННЯ

1.1. Поняття, зміст та історія виникнення венчурного інвестування

Існує багато визначень, *венчурного капіталу*. Згідно з визначенням Української Асоціації Інвестиційного Бізнесу (далі – УАІБ), «венчурний капітал» (від англ. «venture» - ризиковане підприємство) – це довгостроковий, ризиковий капітал, що інвестується в акції нових і швидкозростаючих компаній з метою отримання великого прибутку після реєстрації акцій цих компаній на фондовій біржі [192]. До позитивів такого визначення можна віднести вірне передання довгострокової ризикової сутності венчурного інвестування. До негативів, як видається, слід віднести відсутність вказівки на інноваційний характер діяльності реципієнтів інвестицій та обмеження можливості виходу інвестора з проекту лише через механізм продажу акцій на фондовій біржі, виключаючи використання механізмів продажу частки стратегічному інвестору або викупу її самими засновниками підприємства-реципієнта інвестицій.

Також, «венчурний капітал» визначають як професійний капітал, що інвестується венчурним капіталістом спільно з підприємцем для фінансування ранньої стадії («посівна», «стартап») або стадії розширення підприємства [92]. На відміну від попереднього, це визначення звужує венчурні інвестиції лише до професійного капіталу (виключаючи, відповідно, інститут бізнес-янголів) та обмежує роль венчурного інвестування лише ранніми стадіями або стадією розширення підприємства. При цьому не враховуючи наявність як «передпосівних» стадій інвестування, так і отримання венчурного капіталу не для розширення, а для організації та виходу на IPO (initial public offering – первинне публічне розміщення цінних

паперів на фондовій біржі). Визначення також не містить посилань на інноваційний характер діяльності реципієнта інвестицій.

Відповідно до визначення, що надає О.В. Романішин, венчурний капітал є пайовим капіталом, що надається професійними фірмами, які інвестують і спільно керують стартовими, такими, що розвиваються, або приватними компаніями, які трансформуються і демонструють потенціал для помітного зростання [176, С. 159]. Подібний підхід, так само як і попереднє визначення, не враховує неформальний сектор венчурного інвестування (бізнес-янголів) та не містить посилань на інноваційний характер діяльності реципієнта інвестицій. Разом з тим, вказує на таку особливість венчурного інвестування як долученість венчурного інвестора до управління проінвестованим стартапом.

Європейська Асоціація Приватних Інвестицій та Венчурного Капіталу (далі – EVCA), визначає, що венчурний капітал – приватні інвестиції в молоді, ризикові компанії з високим потенціалом, що зазвичай займаються технологічними інноваціями. Приватні інвестиції – інвестиції капіталу в приватні компанії, що не зареєстровані на фондовій біржі [58]..

В даній роботі поняття «венчурний капітал» буде використовуватись згідно з визначенням наданим Європейською Асоціацією Приватних Інвестицій та Венчурного Капіталу (EVCA), яке передає глибину та сутність венчурного капіталу, що знаходить свій прояв у вказівці на приватний характер здійснюваних інвестицій (що включає не лише формальний, але і неформальний сектор венчурних інвесторів), на новоствореність компаній-реципієнтів, на напрям діяльності реципієнтів інвестицій (технологічні інновації), а також вказівку на те, що реципієнти інвестицій не зареєстровані для торгів на фондовому ринку. Отже, містить перелік ключових ознак венчурного капіталу, які властиві йому з моменту виникнення такого явища в економічній та правовій площинах.

Також слід визначити, що ж являє собою *венчурне інвестування* як логічний виток *використання (застосування)* венчурного капіталу,

господарсько-правові аспекти якого аналізуються в цьому дослідженні. Для цього варто зупинитись на окремих ознаках венчурного інвестування, які знайдуть свій детальний аналіз в відповідних розділах цього дослідження.

Насамперед, йдеться про особливий ризиковий характер інвестицій, так як венчурні інвестиції надаються в обмін на частку в підприємстві-реципієнті та не забезпечуються заставою, гарантією, порукою або іншими заходами забезпечення зобов'язань (у випадку банкрутства реципієнта інвестицій, венчурний інвестор несе збиток без можливості мінімізації власних втрат). По-друге, венчурне інвестування здійснюється в молоді підприємства (як правило, «вік» реципієнтів не перевищує п'яти років з моменту створення) технологічного спрямування, які володіють унікальною ідеєю/розробкою/продуктом, що потенційно несе в собі значний рівень комерційної успішності та забезпечить фінансовий успіх компанії на регіональному та глобальному ринках. По-третє, успішність венчурної інвестиції вимірюється різницею ціни, за яку придбано частку в підприємстві-реципієнті, та ціни, за яку згодом венчурний інвестор реалізував свою частку. Отже, інвестиція, основною метою якої є подальше отримання дивідендів (тобто, без мети подальшої реалізації частки в підприємстві після того, як її вартість істотно збільшиться), не є венчурною. По-четверте, венчурний інвестор крім матеріальних коштів надає реципієнту інвестицій також своє знання відповідного ринку/галузі економіки, свої зв'язки та контакти з консалтинговими агентствами (правові, аудиторські, маркетингові та інші послуги від провідних гравців, до яких без венчурного інвестора у реципієнта інвестицій був би закритий доступ). Зазначена ознака також якісно вирізняє венчурних інвесторів від пасивних бенефіціарів, що орієнтовані виключно на дивіденди та не приймають жодної участі в житті реципієнта [192; 134]..

Відповідний перелік ознак не є вичерпним, проте однозначно вказує на особливий характер венчурного інвестування як окремого предмета наукового дослідження. Інші ознаки будуть виділені в межах відповідних

підрозділів цього дисертаційного дослідження по мірі його розгортання. На законодавчому рівні в Україні поняття венчурних інвестицій на сьогоднішній день не закріплено, що вказує на відсутність в національному праві чіткої позиції щодо ознак, функцій та засобів державного регулювання (стимулювання) діяльності венчурних інвесторів з метою розвитку інноваційного потенціалу України.

Що стосується економіко-правової доктрини, то слід вказати на відсутність єдиного підходу до визначення венчурного інвестування. Щодо економічного змісту вказаного поняття, можливо вказати на різноманітне тлумачення такого терміну різними профільними асоціаціями та групами вчених, як вбачається з визначень венчурного капіталу, наведених вище.

В свою чергу, в доктрині господарського права знайшло відображення визначення саме діяльності з венчурного інвестування, під якою Т.С. Гудіма пропонує розуміти діяльність венчурного фонду, спрямована на: 1) інвестування коштів в інноваційне підприємство на початковій стадії розвитку, 2) організацію професійного управління його активами з метою: а) капіталізації активів інноваційного підприємства (корпоративних прав венчурного фонду) та б) реалізації корпоративних прав (венчурного фонду щодо інноваційного підприємства) у середньостроковій перспективі і отриманням прибутку [98, С. 14].

В свою чергу, задля досягнення мети цього дослідження необхідно встановити природу саме *венчурного інвестування*, проаналізувавши відповідний етап залучення підприємством-реципієнтом інвестицій від венчурного інвестора. Тому, важливо доповнити існуючі в доктрині визначення також положеннями про венчурне інвестування, здійснюване бізнес-янглами, як важливою складовою частиною інвестицій, здійснюваних на ранніх етапах (передпосівне та посівне інвестування, про що буде вказано далі).

Враховуючи викладене вище та надаючи попереднє визначення венчурного інвестування, слід вказати, що під венчурним інвестуванням слід

розуміти здійснення венчурним інвестиційним фондом або неінституційним інвестором (приватною особою – бізнес-янголом) не забезпеченого заставою, гарантією або іншим шляхом інвестування матеріальних та нематеріальних цінностей в підприємства інноваційного сектору економіки, що демонструють значний потенціал зростання, з метою отримання частки в статутному капіталі відповідного реципієнта інвестицій та подальшої її реалізації після зростання ринкової вартості такої частки статутного капіталу.

Для розуміння змісту і природи венчурного інвестування, слід вказати, що воно може бути класифіковане за стадіями, на яких надається фінансування: «посівне» фінансування (seed financing), пускове фінансування (startup financing), фінансування першого раунду або початкове (First-stage financing); фінансування розширення (Expansion financing), фінансування придбання (Acquisition financing), фінансування купівлі контрольної чи блокуючої частки (Management and leveraged buyout). Перші три етапи (стадії) прийнято називати фінансуванням на ранніх етапах, а інші три – пізніми етапами фінансування [50]. Це дозволяє розмежовувати спеціалізацію венчурних інвесторів, та (як буде проаналізовано далі) дозволяє розмежувати етапи, на яких значно ефективнішим є венчурна інвестиція від бізнес-янголів, та ті, на яких ефективнішою є інвестиція від венчурного інвестиційного фонду.

В свою чергу, І.В. Брикова пропонує наступну характеристику відповідних етапів:

1) першим етапом (стадією) більшості нових проектів виступає достартове фінансування або «посівне фінансування» (seed financing). На даному етапі підприємець володіє лише ідеєю або бізнес-планом та потребує фінансових ресурсів для проведення додаткових досліджень, створення пілотних проектів та зразків перед виходом на ринок. Тобто ця стадія є інкубаційною та може тривати від кількох місяців до року. «Посівні» інвестиції є найбільш ризикованими, оскільки достовірна та релевантна інформація щодо життєздатності аналізованого проекту практично відсутня.

2) другий етап – пусковий або стартовий (start-up financing), де здійснюється основна робота по організації нової компанії, розробці та випробуванню нової продукції (технології) та вивчення попиту на ринку. Компанія-початківець потребує фінансових ресурсів для налагодження виробництва та реалізації власної продукції. Даний етап також характеризується високим ступенем ризику, тому для нього характерним є спільне інвестування кількох венчурних капіталістів.

3) третій етап – рання стадія розвитку компанії (first-stage financing) – пов'язаний з переходом компанії-інноватора до практичної діяльності по виробництву нової продукції або наданню послуг. На даній стадії компанія має потребу у фінансуванні маркетингових витрат, подолання вхідних бар'єрів на ринку, створення збутової мережі тощо. Прибутки від реалізації продукції є ще недостатніми для забезпечення розширення та росту компанії. Разом з тим наявні активи підприємства не являються достатньою гарантією для інституційних інвесторів (банків, інвестиційних фондів тощо), тому знову виникає необхідність залучення венчурних джерел фінансування.

4) четвертий етап – розширення (expansion financing) – передбачає використання венчурного капіталу для збільшення виробничих потужностей підприємства-реципієнта; вдосконалення продукції, що виготовляється; оптимізації системи збуту.

5) п'ятий етап – придбання (acquisition financing), тобто момент першого публічного розміщення акцій інноваційної фірми на фондовому ринку та продаж їх зацікавленим компанії. На даному етапі венчурний фонд фінансує перше публічне розміщення (IPO) акцій інноваційної фірми на фондовому ринку та продаж їх зацікавленим компанії на такому ринку або продає свою частку стратегічному інвестору. Стратегічним інвестором зазвичай виступають гіганти індустрії в якій підприємство-реципієнт венчурних інвестицій запровадило інновацію.

б) шостий етап – фінансування викупу (management and leveraged buyout), що полягає у використанні венчурного капіталу з метою викупу акцій інноваційної компанії у великих компаній [79].

Такий підхід дозволяє зрозуміти етапи, на яких венчурні інвестори визначають ризик прийнятним для здійснення інвестиції, що знаходить свій прояв у різному структуруванні договірних відносин між інвестором та підприємством-реципієнтом, що вимагає також окремого правового регулювання. Зокрема, з кожним наступним етапом інвестування виникає необхідність розмивання часток попередніх учасників, у зв'язку з переоцінкою вартості компанії. Чим на пізнішому етапі інвестор здійснює інвестицію, тим вищим є розмір інвестиції та відповідна частка, на яку претендує новий інвестор, при цьому з меншими ризиками, порівняно з посівними (передпосівними) інвестиціями.

Можливо виділити також і іншу класифікацію, в якій *першою стадією* (на якій буде наявна лише ідея) буде «передпосівна» (pre seed stage) стадія, *другою* (на якій вже визначено ринок, існує робоча/тестова модель продукту/послуги) – посівний (seed stage), *третьою* (на якій здійснюється масштабування виробництва, створення виробничих потужностей/набір команди, завоювання ринку, оцінка ефективності прийнятого бізнес-плану) – раунд А (series A), *четвертою* (на якій здійснюється глобалізація компанії і вихід на нові ринки/в нові країни) – раунд Б (series B), *п'ятою* (на якій виникає потреба в залученні додаткових коштів для досягнення цілей раунду Б) – раунд Ц (series C).

Наведення відповідної класифікації здійснюється з метою глибшого розуміння економічного змісту категорій «молоді», «новостворені», «такі, що розвиваються» тощо, які часто використовуються як в цій роботі, так і в іноземному правовому регулюванні венчурного інвестування (див. підрозділ 1.3. цього дослідження) для характеристики підприємств-реципієнтів венчурних інвестицій.

Зазначені класифікації вказують на той факт, що законодавці різних країн досить широко трактують поняття «молодої» (і т.д.) компанії, зважаючи на наявність стадій розширення (expansion financing, series B, series C), які можуть мати місце через 5-10 років після фактичного заснування компанії, це дозволяє зробити висновок про розуміння державними органами різних країн потенціалу венчурного інвестування для розвитку національних інноваційних систем та необхідність створення умов для максимально можливого використання венчурних інвестицій при фінансуванні інноваційних компаній без встановлення жорстких обмежень щодо їх «віку». Відповідний фактичний склад відносин слід розуміти, при формулюванні положень щодо правового врегулювання та державного стимулювання венчурного інвестування в Україні.

Слід відзначити, що за час існування венчурних інвестиційних фондів вкоренилась думка, що венчурні фонди значно охочіше вкладають свої кошти в підприємства на пізніх стадіях, щоб мінімізувати власні ризики. Зокрема, за даними Костюченко В.М., зазвичай портфель венчурного фонду має таку структуру: стартова стадія – 10% портфелю; рання стадія вкладення – 20% портфелю; стадія розвитку та розширення – 40 % портфелю; стадія злиття та викупу – 30% портфелю [115, С. 318]..

Разом з тим, не можна не помітити глобальної тенденції до появи фондів, які в першу чергу орієнтовані саме на посівну та пускову стадії (наприклад, український бізнес-акселератор Growth up). Неврахування такої особливості розвитку сфери венчурного інвестування при формулюванні законодавчих положень щодо його розвитку та стимулювання в Україні, створить проблему «розмитості» меж здійснення високоризикових венчурних інвестицій, яким потрібне створення особливого середовища державою задля стимулювання розвитку такого сектору та певної мінімізації наявних ризиків (наприклад, пільги для фондів щодо сплати податків при виплаті дивідендів або пільги для реципієнтів венчурних інвестицій при сплаті орендної плати за державне і комунальне майно тощо), та

інвестиціями на більш пізніх стадіях, на яких для реципієнтів часто вже доступний банківський капітал або залучення коштів через фондовий ринок (шляхом IPO).

Більшість венчурних інвестиційних фондів мають свою спеціалізацію на інвестиціях саме на певному етапі розвитку підприємства. Зокрема, є фонди, які в основному здійснюють посівні та пускові інвестиції [64], фонди, які фінансують реципієнтів на етапі розвитку компанії (раунд А) або розширення (раунд Б) [15].

Слід вказати, що, згідно зі світовою практикою, ринок венчурного капіталу прийнято поділяти на два сектори: неформальний (представлений індивідуальними / не інституційними інвесторами) і формальний (представлений венчурними інвестиційними фондами) [192]. Важливого значення такий поділ набуває при вирішенні питання щодо необхідності окремого врегулювання діяльності представників неформального сектору венчурного інвестування – бізнес-янголів, а також вирішення питання щодо кроків державного стимулювання розвитку інституту венчурного інвестування в Україні.

Неформальний сектор. Фінансуванням проектів на початкових стадіях їх розробки займаються, як правило, приватні особи («business angels»), які вкладають "посівний капітал" («seed finance»). Розмір інвестицій бізнес-янголів знаходиться в межах від 10 тис. до декількох мільйонів доларів і зазвичай складає 5–20% їх коштів [192].

Бізнес-янгולי – це професіонали середнього та старшого віку, високоосвічені, головним чином у сфері ділового адміністрування або інженерних і природничих дисциплін. У переважної більшості з них є досвід роботи в бізнесі. Одні є успішними підприємцями, інші – високооплачуваними фахівцями у сфері бізнесу (бухгалтерами, консультантами, юристами тощо) або займають вищі посади у великих компаніях [196].

Формальний сектор представлений саме інституційними інвесторами (венчурними інвестиційними фондами). Відповідні фонди значно ефективніше діють на пізніх стадіях (раунди А, Б та Ц), так як за загальносвітовою тенденцією розмір фінансування на відповідних раундах складає від декількох десятків до декількох сотень мільйонів доларів США. Відповідно, не інституційні інвестори не можуть скласти жодної серйозної конкуренції формалізованим венчурним інвестиційним фондам, що мають залучені кошти або інвестують в одне підприємство разом з іншими венчурними фондами, що дозволяє їм залучати декілька сотень мільйонів доларів в обмін на частку в статутному капіталі реципієнта інвестицій.

Організаційна структура типового венчурного інституту в західних країнах виглядає наступним чином. Він може бути утворений або як самостійна компанія-фонд, або як обмежене партнерство. У деяких країнах під венчурною компанією «фондом» розуміють асоціацію партнерів, а не компанію як таку. Директори і управлінський персонал можуть бути найняті як самим фондом, так і окремою компанією, що управляє, або керівником, що надає свої послуги фонду. Традиційні джерела формування інвестиційних фондів у більшості країн світу – кошти приватних інвесторів, інвестиційні інститути, пенсійні фонди, страхові компанії, різні урядові агентства і міжнародні організації [189]. В Україні учасниками венчурних інвестиційних фондів не можуть бути пенсійні фонди, держава, а також підприємства, які мають у своєму капіталі частку, яка належить державі, що позбавляє уряд можливості стимулювання розвитку венчурних інвестиційних фондів безпосередньо шляхом залучення державних коштів до венчурного інвестування в пріоритетних для держави інноваційних галузях.

Щодо історії виникнення галузі, яка допоможе зрозуміти сутність венчурного інвестування та причини виникнення такого особливого виду інвестицій, варто відзначити, що зачатки сучасного венчурного капіталу з'явилися саме в США в кінці XIX – на початку XX століття. Багаті родини стали шукати способи інвестувати в високотехнологічні підприємства з

потенційно високою віддачею. Перша сучасна фірма венчурного капіталу (Компанія Американських Досліджень і Розвитку (ARD)) була утворена в 1946 році. Метою компанії було фінансування комерційного застосування технологій, які були розроблені під час Другої світової війни. ARD створили стандартну парадигму венчурного капіталу з їх вельми успішних інвестицій в компанію Digital Equipment Company (DEC) в 1957 році. ARD інвестовано \$ 70.000 за 77% частку в DEC. В наступні чотирнадцять років, інвестиції в DEC збільшилися в ціні до \$ 355 мільйонів [28].

На даний момент ринок венчурного капіталу США досі вважається одним із найперспективніших. Зокрема, згідно з даними NVCA в 2012 році венчурними інвесторами в США було інвестовано 26 652,4 млн. доларів США в 3143 підприємства [42]. В свою чергу, 2013 році цей показник становив 30,1 млрд. дол. США, а в 2014 році венчурними інвесторами в США було інвестовано 29,9 млрд. доларів США [43]. Разом з тим, за даними аудиторської і консалтингової компанії PriceWaterhouseCoopers, розмір венчурних інвестицій в 2014 році склав більше ніж в півтора рази вищу суму, а саме: 48,3 млрд. дол. США [41].

Крім того, в 2014 році венчурними інвесторами отримано дохід у розмірі 121,1 млрд. дол. США від здійснених у попередні періоди інвестицій у розмірі 13,8 млрд. дол. США [43].

Не дивно, що законодавство США максимально лібералізоване з точки зору венчурного інвестування щодо забезпечення можливості структурування угод між інвесторами та реципієнтами інвестицій, що буде окремо проаналізовано в підрозділі 1.3. цієї роботи.

Піонером венчурної індустрії у Європі була і залишається Великобританія - старий і потужний світовий фінансовий центр. У 1979 році загальний обсяг венчурних інвестицій у цій країні складав всього 20 мільйонів англійських фунтів, а вже через 8 років, в 1987 році, ця сума склала 6 млрд. фунтів. Протягом 1990-х років венчурний бізнес в Європі акумулював 46 млрд. євро довгострокового капіталу [190]. В свою чергу,

зважаючи на інтенсивність розвитку венчурного інвестування в Європі та в світі загалом, за один лише 2014 рік в Європі здійснено венчурних інвестицій на суму 44,6 млрд. євро [23].

Згідно з даними EVCA за період з 2007 по 2012 рік в трьох країнах Європи, що представляють собою найбільший ринок венчурних інвестицій, венчурними інвесторами було інвестовано: в Великій Британії - 64,45 млрд. євро в 2940 компаній, у Франції – 41,51 млрд. євро в 3054 компаній, в Німеччині – 34,34 млрд. євро в 5014 компаній [24]. В свою чергу, згідно з даними на 2014 рік, Великобританія та Франція досі зберігають лідерство за кількістю венчурних інвестицій в Європі: 21,8 млрд. євро та 7,2 млрд. євро відповідно [23].

Для забезпечення відповідного результату вказані європейські держави неодноразово приймали заходи щодо забезпечення стимулювання розвитку венчурного інвестування на їх території, створюючи сприятливі податкові механізми, порядок формування та вимоги до організаційної форми венчурних інвесторів, вимоги щодо реципієнтів інвестицій, заходи спрямовані на контроль за відповідністю діяльності венчурних фондів, вимогам законів. Детально відповідне законодавство європейських країн та ЄС буде проаналізовано в підрозділі 1.3. цієї роботи.

Отож ми бачимо, що в новітній історії, венчурний капітал демонструє неухильне зростання темпів та об'ємів інвестицій. Даний факт заслуговує на увагу, особливо в розрізі бажання України посилювати свою економічну конкурентоспроможність як на ринку інновацій загалом, так і на ринку високих технологій зокрема – галузей, що є класичними реципієнтами венчурних інвестицій.

1.2. Джерела правового регулювання венчурних інвестицій в Україні

На сьогоднішній день питанню удосконалення інноваційного законодавства та правового регулювання венчурного інвестування надається

формального значення не лише в країнах західної Європи, але і в країнах пострадянського простору.

Зокрема, Д.Є. Висоцький вважає, що реформування законодавства у сфері венчурного підприємництва повинно здійснюватися не стільки за рахунок прийняття нових нормативно-правових актів, скільки шляхом доповнення основних положень діючого інноваційного законодавства України [87, С. 7-10].

Про те, що сучасне Українське інноваційне законодавство знаходиться не в найкращому стані, стверджують в своїх роботах такі науковці як Ю.Є. Атаманова, М.Д. Василенко, О.М. Вінник, Д.Є. Висоцький, А.В. Ковач, О.С. Марченко, А.В. Матвєєва та інші. Зокрема і Ю.Є. Атаманова, і Д.Є. Висоцький в своїх дисертаційних дослідженнях пропонують власні формулювання поняття інновацій. Крім того, Висоцький Д.Є. пропонує також власне формулювання ознак інноваційної діяльності, визначення інноваційної діяльності та інноваційного продукту [75, С. 12 ;87, С. 12].

В Україні існує неузгодженість законодавства в інноваційній сфері, насамперед з корпоративним, інвестиційним, податковим, соціальним законодавствами, відсутнє супроводження прогресивних норм законів відповідними підзаконними актами, які забезпечили б їх практичне введення в дію, спостерігається непослідовність дій держави, щодо підтримки суб'єктів інноваційної діяльності, і як результат відбулося значне зниження інноваційної активності підприємств та загальне погіршення інноваційної культури суспільства. До цього часу в країні так і не створено належної системи прогнозування науково-технологічного та інноваційного розвитку, розвиток національної інноваційної системи шляхом надання першочергової підтримки підсистемі генерації знань з метою збільшення кількості проведених наукових досліджень і розробок. Це привело до виникнення невідповідності результатів наукових досліджень і розробок вимогам і потребам національної економіки і переорієнтації вітчизняного науково-технічного потенціалу на задоволення потреб інноваційного розвитку

економік інших держав. Крім того, вже сьогодні формування і реалізація державної інноваційної політики у відповідних галузях економіки здійснюється відповідними органами виконавчої влади самостійно, що дублює їх функцій і ускладнює процес рішення окремих стратегічних питань розвитку національної інноваційної системи [83].

Ключовим завданням інноваційної політики стає розгортання національної інноваційної системи, яка відсутня в країні, тобто створення і вдосконалення всіх ланок механізму забезпечення впровадження у господарство наукових розробок і нових технологій. Такий висновок співпадає з розумінням національної інноваційної системи, наведеним Ю.Є. Атамановою, яка зазначає, що національна інноваційна система, як категорія системного порядку, характеризується структурованістю, цілісністю, відособленістю, підпорядкованістю загальній меті стимулювання, забезпечення й поширення інноваційних трансформацій. Національна інноваційна система не лише охоплює сферу, яка генерує нові знання та доводить їх до стану практичного застосування та впровадження, а й виступає механізмом реалізації інтелектуального капіталу держави. Більше того, вона утворює структуру, яка безпосередньо забезпечує протікання інноваційних процесів [82].

На даний момент видається, що український законодавець вирішив скористатись поширеною в світі моделлю врегулювання венчурного інвестування та не приймати спеціальний закон, присвячений венчурним інвестиціям.

Разом з тим, зважаючи на використання венчурних фондів не для інвестицій в інноваційні проекти з підвищеним ризиком [118], існує «правова ніша», що дозволяє реєструватись як венчурний фонд, отримувати всі переваги такого фонду, проте не виконувати ту суспільно корисну роль, яку виконують венчурні фонди в США та країнах ЄС, Ізраїлі і т.д.

Спробою вирішити проблему із правовим регулюванням венчурного інвестування були проекти Законів України «Про венчурні фонди

інноваційного розвитку» (розроблений державним агентством України з інвестицій та інновацій в 2008 році), «Про венчурні інвестиційні компанії» (розроблений державним агентством України з інвестицій та інновацій в 2008 році) та «Про венчурну діяльність в інноваційній сфері» (zareєстровано в ВРУ за №1082 від 30.11.2007р.). Вони включали правові й організаційні основи створення і здійснення діяльності венчурних інвестиційних компаній, особливості функціонування венчурних інвестиційних компаній інноваційного розвитку, встановлення вимог до складу їх активів, порядку державної реєстрації, підтримки та контролю венчурних інвестиційних компаній. Як відзначає Т.С. Гудіма, «розробку вищевказаних документів не можна визнати вдалим кроком, оскільки Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» вже передбачена практична можливість створення та діяльності венчурних фондів, то було б доречним врегулювання вже існуючого нормативного акта. Введення спеціального закону, який декларується як допомога в розвитку венчурної діяльності, призведе до зворотного результату – займатися цією діяльністю стане складніше, посилиться тенденція останніх років – реєстрація венчурних компаній в іноземних юрисдикціях» [97, С. 69].

Разом з тим, потребує уваги той факт, що станом на липень 2015 року, в Україні було zareєстровано 1004 венчурних інвестиційних фондів, з загальною вартістю чистих активів у 174 403,1 млн. грн [191]. Інноваційного інвестування такі фонди майже не здійснюють, або ж здійснюють в такій малій частині своїх ресурсів, що їх роль в фінансуванні інноваційної системи не виправдовує тих послаблень щодо структури активів, які дають змогу створювати так багато венчурних інвестиційних фондів. Тому припущення, висловлене Т.С. Гудімою, що посилення правового регулювання діяльності венчурних фондів викличе відтік капіталів в офшори, не переважає факту, що у разі чіткого встановлення вимог щодо здійснення венчурними інвестиційними фондами інноваційного інвестування, та частина венчурного

капіталу, що залишиться в Україні, зробить значний внесок в розвиток інноваційної системи України.

Разом з тим, слід погодитись з позицією Т.С. Гудіми щодо недоцільності створення окремого нормативно-правового акту для закріплення вимог стосовно обов'язковості інноваційного інвестування, в той час як відповідні вимоги можуть бути зафіксовані в ГК України або Законі «Про інститути спільного інвестування». Така позиція є доцільною, зважаючи на вже сформовану в Україні практику структурування венчурних інвестиційних фондів як інститутів спільного інвестування. Зокрема, загальні питання діяльності венчурних інвестиційних як інституту спільного інвестування вдосконалюються та врегульовуються незалежно від розуміння законодавцем важливості інвеституру венчурного інвестування. А створення окремого акту щодо регулювання діяльності венчурних фондів, який використовуватиме неідентичну з Законом «Про інститути спільного інвестування» термінологію, або інакше врегулює організаційні питання, лише викличе конкуренцію правових норм. Тому слушною є пропозиція щодо доповнення чинного законодавства про інститути спільного інвестування спеціальними положеннями, які визначатимуть особливу роль, призначення та особливі вимоги до венчурного інвестування і реципієнтів таких інвестицій.

Отже, можливі два шляхи подальшого розвитку правового регулювання венчурних інвестицій. Перший – внесення відповідних поправок та доповнень до існуючих законів, що вже регулюють венчурне інвестування. Другий – прийняття окремого Закону, присвяченого венчурному інвестуванню. Слід проаналізувати переваги та недоліки кожного з можливих варіантів розвитку правового регулювання венчурного інвестування в Україні [136, С. 155].

Перевагою першого підходу є уникнення конкуренції правових норм між новоприйнятим законом та загальним законодавством щодо інститутів спільного інвестування, а також можливість використовувати вже

сформовану практику діяльності інститутів спільного інвестування навіть після внесення додаткових змін, що врегулюють особливі функції та зміст венчурних інвестицій. Підтвердженням доцільності саме першого підходу може слугувати також міжнародний досвід, так як в більшості країн де існує ефективний ринок венчурного інвестування (США, Велика Британія, Франція та ін.), відсутній окремий закон для врегулювання венчурного інвестування. Ще однією перевагою є залишення венчурного інвестування в «системі координат» інших видів інвестицій та інститутів спільного інвестування, що зберігає цілісність правового регулювання даної сфери, та дозволяє уникнути можливого використання різних термінів на позначення того ж поняття.

З іншого боку, закон, який остаточно і вичерпно регулював би сферу венчурного інвестування, також мав би свої суттєві переваги. Зокрема, вичерпно врегульовані питання щодо особливостей створення, функціонування та управління венчурними інвестиційними фондами, а також вимоги до порядку здійснення венчурних інвестицій, їх характеру, оформлення (формалізації між сторонами), мінімальної кількості реципієнтів інвестицій, обов'язкової частки капіталу фонду, яка підлягає інвестуванню, а також інші питання, що дозволять всім учасникам відносин щодо венчурного інвестування розумно очікувати одне від одного саме визначених законом дій. Вміщення вказаних положень до єдиного документу допомогло б сформувати цілісну систему правового регулювання венчурного інвестування в Україні, допомогло б визначити роль венчурних інвестицій в формуванні національної інноваційної системи, закріплення заходів державної підтримки та стимулювання розвитку сфери венчурного інвестування. Тобто, з точки зору якості врегулювання питань діяльності венчурних інвесторів в Україні, доцільнішим виглядає саме другий варіант державного врегулювання відповідного питання – прийняття окремого закону.

Проте, зважаючи на те, що розроблення, обговорення та погодження відповідного законопроекту займе значну кількість часу та (зважаючи на те, що згадувані вище законопроекти щодо венчурних інвестиційних фондів так і не були прийняті ВРУ) низьку імовірність позитивного вирішення законодавцем питання про вичерпне врегулювання діяльності венчурного капіталу в Україні, доцільнішим видається саме внесення деяких змін та доповнень у вже існуючі нормативно-правові акти, що регулюють венчурне інвестування. Внесення відповідних поправок дозволить вийти з ситуації, в якій зараз знаходиться український сектор венчурного інвестування, а саме дозволить подолати тенденцію до використання венчурних інвестицій для фінансування проектів, які не містять інноваційної складової (наприклад, в звичайне будівництво замість будівництва «розумних» будинків, будівництво електростанцій старого зразка замість інноваційних здобутків щодо синтезу енергії з відходів тощо), наявність значної кількості фондів зі сформованим капіталом, проте без реальних інвестицій в стартапи та створить правовий ґрунт для вирішення низки інших проблем.

До основних актів законодавства, які формують правову основу інвестиційної діяльності в Україні, зокрема венчурного інвестування, відносяться: Конституція України, ГК України, ЗУ «Про інвестиційну діяльність», «Про режим іноземного інвестування», «Про інститути спільного інвестування», рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

До 01.01.2014 року нормативно-правовим актом, що містив визначення венчурного фонду та врегульовував базові питання створення та діяльності венчурних інвестиційних фондів був Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 року.

Не зважаючи на те, що цей Закон функціонував значний час (майже 13 років), врегулювання ним порядку здійснення венчурного інвестування залишалось доволі поверховим. Зокрема в Законі не визначалось поняття ані

венчурного інвестування, ані венчурної діяльності, ані об'єктів (сфер), куди повинен інвестувати фонд, щоб зберігати статус венчурного, ні особливих вимог до оформлення відносин між венчурним фондом та реципієнтом інвестицій, ні особливих вимог щодо керуючих венчурними інвестиційними фондами, ні вимог щодо порядку застосування пільг до венчурних інвестиційних фондів при фінансуванні ними підприємств-реципієнтів, що розробили інноваційний проект загальнодержавного значення тощо. Це призвело до того, що венчурні фонди можуть інвестувати будь-куди (наприклад, в звичайнісіньке будівництво житлової нерухомості або компанію, яка імпортує вживані авто в Україну), або не інвестувати кошти взагалі. Таким чином, дозволяючи використовувати венчурні інвестиційні фонди лише як організаційно-правову форму, без відповідності сутності венчурного інвестування. Більше того, одним з суттєвих недоліків правового регулювання сфери венчурного інвестування відповідним Законом «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» було те, що до 2008 року членами венчурного інвестиційного фонду могли бути лише юридичні особи, що значно обмежує розвиток сфери венчурного інвестування. Зокрема, 1250 фізичних осіб, що інвестує по мінімальній заробітній платі може створити венчурний фонд, який буде спроможний здійснити передпосівні або посівні інвестиції в кілька перспективних проектів. А за умови створення державою належних умов, які передбачатимуть, наприклад, зменшення у фізичних осіб бази оподаткування доходів фізичних осіб на суму, інвестовану до венчурного інвестиційного фонду, приплив капіталу у сфері інноваційного інвестування матиме відчутний характер.

Крім того, відносини щодо венчурного інвестування врегульовуються Положеннями та Рішеннями Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, а саме: обов'язок участі компанії з управління активами венчурного фонду в управлінні діяльністю емітента, корпоративні права якого перебувають в активах фонду, яким ця компанія

управляє [145].; витрати, які відшкодовуються за рахунок венчурного фонду, та розмір винагороди, що виплачується КУА [150].; склад та розмір активів, що входять до венчурного фонду [151].; порядок визначення вартості чистих активів венчурного фонду [146].; порядок та вимоги до випуску інвестиційних сертифікатів венчурним (закритим пайовим) інвестиційним фондом [147].; особливості розміщення цінних паперів венчурного фонду, а також можливість, умови та порядок оплати в розстрочку інвестиційних сертифікатів венчурного пайового інвестиційного фонду [148].

Більшість норм, що містяться в наведених вище Положеннях вже було інкорпоровано в Закон «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Разом з тим, з 01.01.2014 року набрав чинності новий Закон України «Про інститути спільного інвестування» (далі ЗУ «Про ІСІ») від 05.07.2012 року, який замінив собою попередній закон, та врегулював питання діяльності вказаних інвестиційних інститутів в Україні.

Цим Законом венчурний фонд визначається як недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб [156]. Це визначення дозволяє встановити, що український законодавець відносить до венчурних фондів ті, чиї цінні папери не зареєстровані для торгів на фондовому ринку, а також, що венчурні фонди в Україні не зобов'язані диверсифікувати свої інвестиції між різними суб'єктами господарювання, що зменшували б ризики венчурних фондів. Очевидно, що право венчурного фонду інвестувати всі свої активи в одне підприємство, не відповідає стратегії діяльності венчурного фонду, який мав би інвестувати в кілька проектів, презумуючи, що успішним виявиться лише один і покриє збитки від банкрутства інших реципієнтів інвестицій. У зв'язку з цим, далі будуть запропоновані певні зміни до чинного законодавства, які допоможуть стимулювати венчурні фонди розподіляти наявний у них капітал між різними реципієнтами інвестицій.

Аналізуючи норми Закону України «Про ІСІ», можна прийти до висновку, що **венчурним** є пайовий інвестиційний фонд закритого типу або корпоративний інвестиційний фонд закритого типу, що створені на певний строк.

Не дивлячись на поверхове врегулювання Законом України «Про ІСІ» основ діяльності венчурних фондів, про що вже вказувалось, можна виділити деякі особливості їх правового регулювання порівняно з іншими інститутами спільного інвестування, що містяться в Законі України «Про інститути спільного інвестування» та актах Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку України.

По-перше, венчурний фонд має мінімальні обмеження щодо структури активів. На відміну від інших ІСІ, до складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання, нерухомість, корпоративні права, цінні папери (що не допущені до торгів на фондовій біржі). Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами відступлення прав вимоги, позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством.

Тобто, венчурний фонд можна сформувати за рахунок активів, які ще тільки належить від когось витребувати задля їх подальшого інвестування в реципієнта інвестицій. Враховуючи необхідність здійснення фондом додаткових дій для отримання коштів, навряд чи таке положення слід розцінювати як таке, яке має бути загальною практикою. Разом з тим, як спосіб залучення більшого об'єму коштів до венчурних інвестиційних фондів, які (за умови приведення законодавства про венчурні фонди у відповідність з вимогами про здійснення інвестицій в інновації) здійснюватимуть фінансування інноваційних проектів, відповідне положення Закону України «Про ІСІ» слід визнати позитивним.

По-друге, венчурний фонд має право надавати кошти у позику. Позики за рахунок коштів венчурного фонду можуть надаватися тільки юридичним особам, за умови що не менш як 10 відсотків статутного капіталу відповідної юридичної особи належить такому венчурному фонду.

Слід позитивно оцінити наявність такого положення, так як це створює додаткові умови, за яких ВІФ неспроможний розпорошувати наявні у нього ресурси, а свої кошти і зусилля концентрує на підприємствах, куди вже здійснено інвестицію. Зокрема, якщо фонд вже інвестував кошти в реципієнта інвестицій, а згодом такий реципієнт потребує додаткового фінансування, проте фонд не готовий здійснювати інвестицію шляхом викупу частки в статутному капіталі (наприклад, не має впевненості, що підприємство не збанкрутує), відповідне законодавче положення створює механізм, за якого венчурний фонд може стати кредитором реципієнта інвестицій, шляхом надання позики. Крім того, якщо венчурний фонд надав свої кошти в позику вже проінвестованому підприємству, шанси на успішний результат діяльності такого реципієнта інвестицій, порівняно з ситуацією коли реципієнт не зміг би отримати іншого стороннього фінансування, зросли. Отже, вищою стала імовірність успішного завершення інвестиційного проекту та отримання венчурним фондом прибутку.

По-третє, для венчурних фондів укладення договору зі зберігачем на обслуговування активів ІСІ не є обов'язковим (ч. 2 ст. 68 ЗУ «Про ІСІ»). У разі укладання такого договору корпоративним фондом або компанією з управління активами пайового фонду з приватним розміщенням, зберігачем активів такого інституту спільного інвестування може бути юридична особа, що має ліцензію на провадження депозитарної діяльності зберігача цінних паперів, видану комісією в установленому порядку.

По-четверте, на відміну від інших ІСІ, компанія з управління активами (далі – КУА) венчурного інвестиційного фонду має особливий порядок обчислення розміру винагороди – встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів ІСІ та (або) приросту вартості чистих активів ІСІ (в інших ІСІ – лише щодо вартості чистих активів).

По-п'яте, фізична особа може бути учасником венчурного фонду за умови придбання цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 1500

мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 1 січня 2014 року.

Можливо припустити, що останню частину наведеного положення ЗУ «Про ІСІ» («встановленому законом на 1 січня 2014 року») згодом переглянуть, так як не зрозуміла логіка законодавця щодо закріплення такого положення, яке потребуватиме постійного перегляду, разом зі зміною розміру мінімальної заробітної плати. Якщо ж дане положення переглядатись не має, тоді не зрозумілим є те, чому саме мінімальна заробітна плата станом на 1 січня 2014 року, має стати тим універсальним мірилом участі фізичної особи в венчурному фонді.

У випадку, якщо законодавець вважає за необхідне встановити саме чіткий грошовий поріг для набуття фізичною особою відповідного статусу учасника інвестиційного фонду, доцільніше встановити тверду фіксовану суму внеску, що має бути сплачена фізичною особою для участі у венчурному інвестиційному фонді (далі – ВІФ). Наприклад, фізична особа може бути учасником венчурного фонду за умови придбання цінних паперів такого фонду на суму не менше ніж 1 мільйон гривень. Це дозволить встановити чіткі та зрозумілі правила на тривалий проміжок часу, а не одноразові рішення, які необхідно систематично переглядати.

Окремо слід відзначити дискримінаційний характер зазначеного положення щодо розміру внеску фізичної особи для участі у венчурному інвестиційному фонді. Зокрема, Закон України «Про ІСІ» не містить жодних вимог про розмір грошових коштів, на які має бути придбано цінних паперів венчурного фонду, для юридичних осіб. Отже, юридична особа може стати учасником венчурного інвестиційного фонду, придбавши цінних паперів фонду навіть у кількості, що еквівалентна одній мінімальній заробітній платі.

У зв'язку з цим, доцільним є зрівнювання умов отримання членства для фізичних та юридичних осіб. Це дозволило б створити умови для залучення додаткового капіталу до венчурних інвестиційних фондів, що збільшило б їх

інвестиційну спроможність, а як наслідок і кількість профінансованих проектів.

Крім того, Закон України «Про ІСІ» не містить положень ні щодо обов'язковості здійснення венчурними фондами інноваційного інвестування (інвестування в інноваційні підприємства), ні щодо обов'язкових умов договору венчурного інвестування, ні щодо ознак, яким мають відповідати реципієнти венчурних інвестицій, ні щодо особливого порядку відчуження венчурним інвестором своєї частки в підприємстві-реципієнті (порядок виходу венчурного інвестора з підприємства). Відсутність зазначених положень створює можливості для здійснення венчурними фондами будь-яких інвестицій. В першому підрозділі цього дослідження вже вказувалось на те, що венчурний капітал в своїй сутності є капіталом, який інвестується в інновації, високоризиковим та таким, успіх в якому не гарантований жодними засобами забезпечення. Проте відсутність в українському законодавстві положень, які б визначали діяльність венчурних фондів згідно з вимогами інвестування в інновації, перешкоджає створенню ефективної системи державної підтримки та стимулювання венчурного інвестування в Україні.

На початку відповідного параграфу викладено положення про те, що в загальносвітовій практиці врегулювання венчурного інвестування існує два підходи: прийняття окремих актів для врегулювання відносин щодо венчурного інвестування (наприклад: «The Venture Capital Trust Regulations» у Великобританії, «Cet outil de capital-risque s'adresse à des investisseurs fortunés désireux de diversifier leur patrimoine avec un placement à risque» у Франції тощо) та врегулювання відповідних положень щодо венчурного інвестування в актах загального регулювання (наприклад: у США визначення фонду венчурного капіталу міститься у Зводі Федеральних Нормативних Актів (Code of Federal Regulations), а окремі питання щодо участі фізичної особи у венчурному фонді частково врегульоване в Periodical and other reports

Act, питання щодо організаційно-правової форми фонду – в Uniform Limited Partnership Act і т.д.).

Вважаючи доцільнішим підхід щодо врегулювання питань стосовно венчурного інвестування в окремих нормативно-правових актах, слід проаналізувати питання щодо актів, які найефективніше зможуть вирішити питання щодо правового регулювання венчурного інвестування.

В першу чергу, таким актом виступає Господарський кодекс України. Для українського законодавства прийняття ГК України стало не лише поворотним моментом розвитку української системи правового регулювання економіки, але також створило підґрунтя для забезпечення інноваційного розвитку економіки країни в цілому. А саме: однією з глав ГК України, що має велике значення в середовищі господарювання, яке навіть в українських реаліях все швидше і масштабніше інформатизується [103], є глава 34 «Правове регулювання інноваційної діяльності».

Разом з тим, відповідну главу ГК України слід доповнити положеннями про загальновизнане в світі джерело фінансування інноваційних розробок та їх комерціалізації – венчурні інвестиції.

Першим кроком для правового забезпечення ефективного вирішення окресленої вище в роботі проблеми неефективно використовуваного потенціалу венчурних інвестиційних фондів щодо здійснення інноваційного інвестування, могло б виступити закріплення венчурного інвестування в якості окремої форми інвестування інноваційної діяльності на законодавчому рівні. Зокрема, в ч. 2 ст. 326 ГК України «Інвестування інноваційної діяльності».

Ефективність такого кроку передбачається в силу кількох факторів. По-перше, ГКУ як найважливіший кодифікований акт, що регулює економічні відносини, в будь-якому разі побічно виконує також інформаційну функцію щодо тих форм та способів правового вирішення економічних проблем, які є прийнятими, ефективними та прийнятними в межах нашої країни.

По-друге, пряме і однозначне віднесення венчурного інвестування саме до інноваційного інвестування допоможе вирішити (не відразу, але, принаймні, дасть для цього відчутний поштовх) питання щодо здійснення венчурними інвестиційними фондами належних інвестицій. А саме: інвестицій в інновації, а не в будівництво житла, торгівельних центрів тощо, що було загальною практикою венчурних інвестиційних фондів [118].

По-третє, дасть позитивний сигнал щодо застосування венчурного капіталу підприємствам, що є потенційними реципієнтами венчурних інвестицій. Так як на даний час про потенціал венчурного інвестування в Україні широко відомо лише завдяки стартап-підприємцям, а також вченим-правникам і економістам, закріплення положень щодо венчурного інвестування інноваційних проектів в ГКУ слугуватиме додатковим чинником, що дасть змогу більш чітко розуміти значення та застосовувати активи венчурних інвестиційних фондів на ринку молодих інноваційних підприємств [182, С. 283].

Усвідомлюючи певну умовність таких висновків, слід, разом з тим, враховувати той факт, що венчурне інвестування є необхідною складовою світового інноваційного процесу (наприклад, за перший квартал 2014 року в США в компанії сфери програмного забезпечення венчурними капіталістами було інвестовано рекордну з 2000 року суму – 4 мільярди доларів) [40]. Отже, закріплення в кодифікованому акті орієнтирів інвестиційної діяльності дуже важливе для створення належного середовища використання венчурного капіталу в сфері фінансування інноваційних технологій та забезпечення державою розвитку та підтримки венчурного інвестування у стратегічно важливих в сучасній економіці сферах.

В свою чергу включення відповідних положень про венчурні інвестиції до ГКУ не переобтяжить ні сам кодекс, ні смислове значення статті, яку пропонується доповнити. Зокрема, пропонується доповнити п. 2 ст. 326 ГКУ положенням наступного змісту:

«Венчурне інвестування, що здійснюється в підприємства, які займаються інноваційною діяльністю, в розумінні цієї глави».

Разом з тим, цього однозначно недостатньо для ефективного спрямування правовідносин щодо венчурного інвестування в Україні до необхідного шляху розвитку, тому доцільним є також доповнення ГК України положеннями щодо поняття та змісту венчурного інвестування, а також публічно-правових стимулів та обмежень такої діяльності.

Зокрема, слід доповнити ГК України окремою статтею, яку буде присвячено наданню законодавцем визначення поняття венчурні інвестиції, встановленню кваліфікаційних вимог до реципієнтів венчурних інвестицій та загальних напрямів стимулювання таких інвестицій. Зокрема, детальніше питанням правового забезпечення державної підтримки венчурного інвестування в Україні присвячено підрозділ 2.1. цього дослідження.

Вміщення відповідних положень саме в Господарському кодексі України, пояснюється фундаментальністю значення відповідного акту для правового регулювання господарської діяльності в Україні.

Що стосується визначення венчурних інвестицій та встановлення кваліфікаційних вимог до реципієнтів венчурних інвестицій, пропонується сформулювати такі положення виходячи з економічної природи венчурного інвестування (яка частково проаналізована в підрозділі 1.1. цього дослідження) та аналізу і адаптації зарубіжного досвіду правового регулювання венчурного інвестування в країнах, в яких успішно функціонує інститут венчурного інвестування в інноваційні проекти: США, Великій Британії, Франції та Німеччині (досвід відповідного правового регулювання проаналізовано в підрозділі 1.3. цього дослідження).

Зокрема, пропонується визначити венчурні інвестиції як інвестиції, які вкладаються венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, а також в розробку та подальшу комерціалізацію інновацій суб'єктами господарювання, в обмін на частку в статутному капіталі отримувача інвестицій.

Відповідне визначення сформульоване таким чином, зважаючи на те, що венчурна інвестиція відбувається шляхом викупу венчурним інвестором частки в статутному капіталі реципієнта інвестиції, який володіє або знаходиться на етапі втілення інноваційної розробки, яка потенційно принесе значний прибуток засновникам (учасникам) такого реципієнта інвестицій.

Що стосується кваліфікаційних вимог до реципієнтів венчурних інвестицій, слід вказати, що встановлення законодавцем відповідних вимог, допоможе уникнути наявної в Україні ситуації щодо здійснення венчурними інвестиційними фондами інвестицій не в інноваційні підприємства, а у власні проекти, з метою оптимізації оподаткування організації, яка створила відповідний венчурний інвестиційний фонд.

Для уникнення такої ситуації та приведення законодавства України в необхідний стан стимулювання здійснення належних венчурних інвестицій відповідними фондами, пропонується сформулювати кваліфікаційні вимоги до суб'єктів господарювання, що є отримувачами венчурних інвестицій.

Зокрема, доцільним є закріплення вимоги щодо обов'язкового місця реєстрації реципієнта інвестиції в Україні. Відповідна кваліфікаційна вимога спрямована на забезпечення здійснення венчурними інвестиційними фондами інвестицій в вітчизняних суб'єктів господарювання (як наслідок, відсутність «вимивання» коштів за кордон), які здійснюють інноваційну діяльність. Така вимога потребує детальнішої аргументації та зважування всіх за і проти.

Аргументами за включення відповідної ознаки до кваліфікаційних вимог підприємства-реципієнта є: залишення коштів венчурних фондів в межах України, стимулювання розвитку саме українських інноваційних підприємств та підприємств іноземних засновників, які прийняли рішення здійснювати свої діяльність на території України, орієнтованість венчурних фондів на пошук потенційно успішних проектів та, як наслідок, поглиблення співпраці між бізнес-середовищем (в тому числі венчурними фондами) та суб'єктами інноваційної інфраструктури (бізнес-інкубаторами,

технопарками, науковими парками), вищими навчальними закладами та іншими осередками інноваційного науково-технологічного розвитку. В свою чергу, відповідна співпраця також простимулює розвиток інноваційної інфраструктури та інноваційної діяльності в закладах освіти в Україні, так як з'явиться попит венчурних фондів на національні стартап-проекти інноваційного спрямування.

Основним аргументом проти є те, що з плином часу попит венчурних фондів на інноваційні проекти перевищить наявну на ринку кількість потенційних реципієнтів інвестицій. Логічним кроком при такій ринковій ситуації буде вихід українських венчурних інвестиційних фондів на закордонні ринки та пошук реципієнтів інвестицій в інших юрисдикціях або спільне інвестування проектів разом з іншими венчурними фондами (в тому числі іноземними та в іноземних юрисдикціях). Разом з тим, у зв'язку з існуванням запропонованого обмеження кваліфікації реципієнтів венчурних інвестицій резидентами України, можливість такого розвитку українських венчурних фондів виявиться обмеженою.

Тим не менш, на початковому етапі якісно нового змістовного становлення сфери українського венчурного інвестування, доцільним виглядає включення зазначеного обмеження резидентності реципієнтів венчурних інвестицій лише до суб'єктів господарювання, зареєстрованих в Україні.

Наступною важливою вимогою до реципієнта венчурних інвестицій є обов'язкове здійснення ним інноваційної діяльності. Для визначення відповідності критерію щодо здійснення інноваційної діяльності, слід скористатись положеннями Закону України «Про інноваційну діяльність» та безпосередньо ст. 325 ГК України.

Вимога щодо здійснення реципієнтом інноваційної діяльності є важливою, зважаючи на те, що саме інноваційні проекти початково були тими реципієнтами інвестицій, які зумовили виникнення феномену венчурного інвестування як такого. Крім того, саме такі підприємства (які

здійснюють інноваційну діяльність), як правило на початкових етапах позбавлені можливості залучити кошти з інших джерел фінансування, у зв'язку з чим венчурні фонди є чи не єдиним надійним джерелом отримання коштів для розвитку (розробки) та подальшої комерціалізації розроблених інновацій. Отже, законодавство має створювати належні умови взаємодії між венчурними фондами та інноваційними підприємствами-реципієнтами, які дозволять на взаємовигідних для сторін умовах здійснювати фінансування та розвиток інновацій в Україні.

Однією з вимог, яку також необхідно закріпити в чинному законодавстві, є вимога до реципієнта інвестицій щодо непідконтрольності венчурного фонду (або компанії з управління активами) реципієнту інвестицій. Дана вимога спрямована саме на уникнення теперішньої ситуації щодо створення фондів з метою оптимізації оподаткування. А саме: підприємство створює венчурний фонд, куди вкладає значну частину своїх коштів, такий фонд (коли це потрібно) інвестує в підприємство, яке його створило, для надання необхідних коштів. Проте, оскільки отримані інститутами спільного інвестування доходи не оподатковуються до виплати дивідендів (пп. 141.6.1. Податкового кодексу України), підприємство може повертати венчурному фонду інвестицію з відповідною платою за користування такою інвестицією, зберігаючи кошти від оподаткування та фактично залишаючи у себе можливість розпоряджатись відповідними коштами на власний розсуд.

Оскільки така ситуація є неприйнятною та суперечить меті стимулювання венчурного інвестування та діяльності венчурних інвестиційних фондів, пропонується закріплення відповідної «вимоги непідконтрольності» задля створення ситуації, коли венчурні фонди неможливо буде використовувати інакше як для інноваційного інвестування.

Крім того, ще однією вимогою, яку слід встановити для реципієнта інвестицій, є те, що реципієнти інвестицій не повинні бути зареєстровані учасниками торгів на українській або іноземній фондовій біржі. Слід вказати,

що вона також впливає безпосередньо з мети венчурного інвестування. Зокрема, компанії, чий цінні папери зареєстровані для торгів на фондовому ринку, очевидно, є такими, що мають значну успішну історію розвитку, публічно відкриту інформацію про прибутковість компанії протягом останніх років, успішний бізнес (продукцію або послуги, що користується популярністю і вже володіє певним пулом споживачів) та зовнішніх інвесторів (власників цінних паперів, які не є початковими засновниками компанії). Отже, така компанія має безліч інших способів отримати необхідне фінансування та однозначно не відповідає критерію «молодої», «новоствореної» і т.д. (як це прийнято в правовому регулюванні венчурних інвестицій зарубіжних країн).

Остання вимога, яку пропонується закріпити, є те, що реципієнти інвестицій повинні бути створені менше десяти років від дати здійснення інвестування, та не повинні прямо або побічно контролювати суб'єктів господарювання, що створені більше ніж десять років від дати здійснення інвестування. Такий критерій покликаний підтримати новостворене мале або середнє підприємство. Звісно, 10 річний термін не зовсім відповідає суті слова «новостворений», проте видається виправданим відмовитись від більш жорсткого п'яти річного терміну, що зустрічається в французькому законодавстві, на користь закріпленого в німецькому (вказані положення будуть більш детально розкриті в підрозділі 1.3. цього дослідження). Це зроблено з врахуванням реалій українського інвестиційного бізнес-клімату та стану економіки в цілому. Зокрема, для розвитку та функціонування бізнес-ідеї в межах української економіки та за відсутності в Україні стандартної західної практики стартап середовищ (коли засновники, працюючи за наймом накопичують достатній капітал для самостійного фінансування етапу дослідження і розробки прототипу), українським підприємствам часто необхідно більше часу ніж їх аналогам в США для досягнення аналогічного рівня розвитку продукту / впізнаваності бренду / побудови клієнтської бази тощо. У зв'язку з цим, надання довшого часу для віднесення реципієнтів

венчурних інвестицій до «новостворених» з відповідним забезпеченням режиму венчурного інвестування, видається доцільним та виправданим.

З врахуванням викладеного вище, пропонується доповнити Господарський кодекс України статтею 326-1 «Венчурне інвестування» наступного змісту:

«1. Венчурні інвестиції - це інвестиції, які вкладаються венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, а також в розробку та подальшу комерціалізацію інновацій суб'єктами господарювання, в обмін на частку в статутному капіталі отримувача інвестицій.

2. Суб'єкти господарювання, що є отримувачами венчурних інвестицій:

1) повинні бути зареєстровані в Україні;

2) повинні здійснювати інноваційну діяльність;

3) не повинні прямо або через пов'язаних осіб контролювати венчурний інвестиційний фонд, що здійснює інвестиції в такого суб'єкта господарювання, або компанію з управління активами, яка керує активами такого венчурного інвестиційного фонду;

4) не повинні бути зареєстровані учасниками торгів на українській або іноземній фондовій біржі;

5) повинні бути створені менше десяти років від дати здійснення інвестування та не повинні прямо або побічно контролювати суб'єктів господарювання, що створені більше ніж десять років від дати здійснення інвестування;

6) повинні відповідати іншим вимогам, що встановлені законом.

3. Суб'єкти господарювання, що є отримувачами венчурних інвестицій, користуються пільгами з орендної плати за користування об'єктами державної та комунальної власності, податковими пільгами, іншими заходами державної підтримки відповідно до закону.

4. Питання щодо порядку створення венчурних інвестиційних фондів та управління ними, а також інші відносини з венчурного інвестування, що не врегульовані цією статтею Кодексу, регулюються законом».

Для розгортання правового регулювання венчурного інвестування в Україні в потрібному напрямку, на даному етапі необхідне також закріплення на законодавчому рівні окремих вимог щодо діяльності венчурного фонду (здійснення таким фондом інвестицій).

Зокрема, у випадку створення венчурного фонду виключно з метою виведення коштів з компанії, яка створила такий фонд, такий венчурний фонд може взагалі не здійснювати інвестицій, з метою уникнення обов'язку інвестувати в реципієнтів венчурних інвестицій (згідно з встановленими щодо них кваліфікаційними критеріями).

У зв'язку з викладеним, доцільним є встановлення обов'язку венчурного інвестиційного фонду в обов'язковому порядку здійснити інвестування належних йому коштів в інноваційні підприємства. Разом з тим, недоцільно зобов'язувати венчурний фонд інвестувати 100% наявних у нього коштів, оскільки в такому випадку фонд буде позбавлено можливості своєчасно відреагувати на появу потенційно неймовірно успішної можливості для інвестування в нове інноваційне підприємство.

Крім того, слід уникнути можливості здійснення інвестування всіх наявних у венчурного фонду коштів в одне інноваційне підприємство (яке може бути створене виключно з цією метою). Ситуація, коли фонд інвестує в одне підприємство, нівелює роль венчурного інвестиційного фонду, як джерела підтримки інноваційних підприємств та розвитку їх проектів, суперечить сутності венчурного інвестування (високоризиковість, яка диверсифікується інвестиціями в різні підприємства, на випадок банкрутства частини та успішності решти), та є очевидною спробою зменшувати власну базу оподаткування засновниками такого венчурного фонду (вище в цьому розділі про це вже вказувалось).

Тому, доцільним є встановлення обов'язку венчурного інвестиційного фонду інвестувати не менше 80% наявних у нього коштів в інноваційні підприємства. Разом з тим, постає питання щодо строку, протягом якого має бути здійснено відповідні інвестиції венчурним фондом.

Зважаючи на той факт, що усереднений час підготовки однієї угоди між венчурним фондом та реципієнтом інвестицій складає близько чотирьох місяців, встановлення річного строку для здійснення фондом інвестування 80% наявних у нього активів є недоцільним (оскільки позбавить фонд можливості детально аналізувати майбутні угоди перед їх укладенням). У зв'язку з цим, пропонується встановити дворічний строк для здійснення венчурним інвестиційним фондом інвестування 80% наявних у нього активів.

Крім того, розвиваючи пропозицію щодо обмеження розміру інвестиції в одного суб'єкта господарювання, слід вказати на доцільність обмеження відповідного розміру інвестиції сумою, еквівалентною 25% активів інституту спільного інвестування (венчурного фонду). Відповідний розмір інвестицій є доцільним, зважаючи на його достатність для здійснення інвестування, проте не є таким, який дозволить «вимивати» кошти фонду на користь конкретного суб'єкта господарювання.

Зважаючи на викладене вище, слід доповнити ч.10 ст.7 ЗУ «Про ІСІ» відповідним абзацом:

«Венчурний інститут спільного інвестування зобов'язаний дотримуватись в своїй діяльності наступних вимог:

- 1. має інвестувати не менше 80% свого капіталу шляхом викупу часток інноваційних підприємств, що можуть бути реципієнтами венчурних інвестицій відповідно до закону, протягом двох років з моменту створення;*
- 2. не може інвестувати більше 25% свого капіталу в одне підприємство».*

Крім того, слід враховувати потенційну можливість виникнення ситуації, при якій буде необхідно розширення переліку кваліфікаційних вимог до суб'єктів господарювання, які виступатимуть отримувачами венчурних інвестицій. Частину вимог до вказаних підприємств-реципієнтів запропоновано закріпити в ч.2 ст.236-1 ГК України (про що вказано вище). Разом з тим, доцільним є також конкретизація відповідних вимог до реципієнтів венчурних інвестицій також і в нормативних актах Національної

комісії з цінних паперів та фондового ринку, де буде закріплено більш розширений перелік вимог для початкового встановлення більш жорстких рамок венчурного інвестування, у випадку, якщо цього будуть вимагати актуальні економічні реалії або практика здійснення українськими венчурними фондами інвестицій в порядку, що дозволяє їм обходити встановлені законом вимоги щодо інноваційного характеру інвестування.

Тобто, відповідний акт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку буде розширювати, за необхідності, вимоги до реципієнтів інвестицій або залишати їх незмінними (такими, як викладено в ГК України).

Зазначеним кроками пропонується вирішити наявні проблеми з розмитістю меж венчурного інвестування, що дозволяє використовувати венчурні фонди не для підтримки малих та середніх інноваційних підприємств. Визначивши ж сутність та об'єкти венчурного інвестування, створюються умови, коли в секторі венчурних інвестицій залишаться лише інвестиційні фонди, що справді займаються інвестиціями в інноваційні високоризикові проекти.

Кваліфікаційні ознаки, яким повинен відповідати об'єкт венчурного інвестування наведені з метою максимального уточнення того кола підприємств, інвестуючи в які венчурний інвестор робитиме дійсно *венчурну* інвестицію.

При формулюванні наведених вище пропозицій щодо змін до чинного законодавства використовувались напрацювання зарубіжної правової думки, зокрема деякі положення з регулювання венчурного інвестування в таких країнах як США, Німеччина, Франція та Велика Британія. Внесення даних положень до ГК України та ЗУ «Про ІСІ» дозволить більш повно використовувати інноваційний потенціал венчурного капіталу в Україні та створить плацдарм необхідного зближення правового регулювання венчурного інвестування в Україні та країнах ЄС.

Ще однією зміною, яка заслуговує на увагу, виступає полегшення доступу фізичних осіб до участі в венчурних фондах.

Зокрема, вище вже згадувалось, що, як в попередньому ЗУ «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», так і в чинному ЗУ «Про ІСІ» встановлено обмеження щодо участі фізичних осіб у венчурних інвестиційних фондах. А саме, частиною 2 статті 4 ЗУ «Про ІСІ» встановлено наступне: «фізична особа може бути учасником венчурного фонду за умови придбання цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат у місячному розмірі, встановленому законом на 1 січня 2014 року».

З одного боку, це виправдано, адже законодавцем презюмується, що лише особи, що володіють такими коштами, можуть вільно їх вкладати не боячись високих ризиків. З іншого, в ЗУ «Про ІСІ» не передбачено жодних обмежень щодо суми внеску від юридичної особи. Тобто, лише це одне ставить в нерівне становище юридичних та фізичних осіб щодо доступу до участі в венчурному інвестиційному фонді. Зважаючи на невинуватену дискримінаційність відповідних положень законодавства, необхідно внести зміни до ЗУ «Про ІСІ» для забезпечення рівних умов для юридичних та фізичних осіб. Зокрема, необхідно виключити частину 2 статті 4 ЗУ «Про ІСІ».

Положення щодо зрівнювання фізичних та юридичних осіб в праві доступу до участі в венчурних фондах є особливо актуальним в сукупності з попередніми запропонованими в роботі змінами, так як вони потенційно можуть викликати відтік з венчурного сектору капіталу, що знаходиться там виключно через зручність використання організаційної форми венчурного фонду, а не для виконання функцій венчурного інноваційного інвестування. Тому, даючи доступ більш широкому колу фізичних осіб до венчурних фондів, створюються умови для своєрідної «заміни капіталу» в венчурних інвестиційних фондах.

1.3. Правове регулювання венчурного інвестування в зарубіжних країнах та праві Європейського Союзу

Аналіз правового регулювання венчурних інвестицій за кордоном доцільно розпочати з США, так як венчурні інвестиції зародились саме в цій країні та досі успішно функціонують на американському ринку, у зв'язку з чим можна стверджувати, що американський законодавець ефективно врегулював зазначений інститут.

Визначення фонду венчурного капіталу, яке застосовується до американських венчурних фондів, міститься в Зводі Федеральних Нормативних Актів (Code of Federal Regulations). Згідно з Титулом 17, Глава II, Частина 275, Розділ 275, 203 (л), пункт (а) вказаного документу, фонд венчурного капіталу – це будь-який приватний фонд, що:

- демонструє інвесторам і потенційним інвесторам, що він дотримується стратегії венчурного капіталу;
- відразу ж після придбання будь-якого майна, за винятком кваліфікованих інвестицій або короткострокових вкладів, тримає не більше 20 відсотків від суми сукупного капіталу внесків фонду і незатребуваного інвестиційного капіталу в активах (крім короткострокових вкладів) , які не є кваліфікованими інвестиціями на суму або за справедливою вартістю, що послідовно застосовуються фондом;
- не бере в борг, не випускає боргових зобов'язань, не надає гарантій або не має інших важелів впливу понад 15 відсотків сукупних вкладів приватних фондів капіталу і незатребуваного інвестиційного капіталу, і будь-які такі позики, заборгованість, гарантії або важелі діють протягом не поновлюваного терміну не більше 120 календарних днів, за винятком того, що будь-які гарантії приватного фонду, щодо вказаного портфеля зобов'язань компанії, на суму вартості інвестицій

приватного фонду у вказаному портфелі компанії, не вписуються в межі 120 календарних днів;

- випускає лише цінні папери, умови яких не наділяють утримувача будь-яким правом, за винятком надзвичайних обставин, в яких утримувач може вимагати вивести, викупити або вимагати викупу цінних паперів, але може дати право утримувачам на отримання пропорційного розподілу серед всіх держателів [12].

Пункт (Б) даного Розділу, доповнює наведений вище перелік положенням, що фонд венчурного капіталу це будь-який фонд, що зазначено в пункті (А) цього розділу, а також фонд венчурного капіталу включає будь-який приватний фонд, що заявляв інвесторам і потенційним інвесторам, під час розміщення цінних паперів приватних фондів, що він дотримується стратегії венчурного капіталу [12].

Отож, враховуючи визначення венчурного капіталу вже надане в підрозділі 1.1. цього дослідження, помітно, що американським законодавцем велике значення приділяється публічній позиції фонду щодо здійснення венчурного інвестування. Зокрема, згідно з практикою венчурного інвестування, яка склалась в США, «венчурними» є інвестиції саме у молоді ризикові інноваційні компанії інноваційного спрямування (joint ventures, англ. «венчурні підприємства»).

Як вже вказувалось в підрозділах 1.1. та 1.2. цього дослідження, відповідна ознака є важливою та має бути інкорпорованою в тому числі до національного законодавства України, з метою забезпечення відповідності правового регулювання венчурного інвестування та змісту венчурних інвестицій як економічної категорії.

Наступною ознакою, на яку варто звернути увагу, є вимога, щодо обов'язку ВІФ інвестувати не менше 80% свого капіталу в якості кваліфікованих інвестицій – інвестицій в венчурні підприємства (зокрема, вимога щодо того, що у фонду залишається незадіяними не більше 20% його капіталу). Тобто, передбачено обов'язок венчурного фонду здійснювати

кваліфіковані венчурні інвестиції у значному розмірі, що означає, що ситуація коли венчурний фонд сформовано просто задля виведення коштів з компаній-власників активів фонду, в американському законодавстві є неможливою.

Доцільність імплементації відповідного кваліфікаційного критерію також вже аналізувалась в підрозділі 1.2. цього дослідження, тому окремо повторно не наводиться.

Обмеження розміру суми, на яку американський венчурний інвестиційний фонд (далі – ВІФ) може надаватись позика або гарантія, а саме: не більше 15% капіталу фонду, також варто визнати доцільним. Разом з тим, зважаючи на попередню ознаку щодо обов'язку інвестувати 80% капіталу в венчурні підприємства, стає досить очевидною неможливість надавати позику більш ніж на 20% капіталу ВІФ. Особливе економічне обґрунтування саме 15% порівняно з 20% відсутнє, тому конкретно дану кваліфікаційну ознаку запозичувати при визначенні пропозицій, щодо доповнення українського законодавства, видається недоцільним.

Слід відзначити той факт, що в американському законодавстві так само як і в українському, існують певні особливі положення, що регулюють участь фізичних осіб у формуванні капіталу венчурного інвестиційного фонду.

Фізичні особи, які придбали чи будь-яким іншим чином отримали у власність цінні папери, внаслідок чого стали учасниками пайових інвестиційних фондів (якщо розмір їх частки в такому фонді перевищує 5%), зобов'язані протягом 10 днів (або у інший розумний строк) подати відповідній Комісії (яка здійснює регулювання фондового ринку та ринку цінних паперів) інформацію, що містить відомості, які Комісія визнає обов'язковими, або необхідними для захисту громадського порядку чи інтересів інвесторів. Це може бути інформація про особу – її минуле, особистість, місце проживання і громадянство, за які кошти здійснювались закупівлі частки у венчурному фонді, їх джерело, опис угоди та імена її учасників. Якщо внаслідок угоди особа отримала контроль над емітентом

цінних паперів, то тут потрібно зазначити також плани такої особи щодо компанії-емітента (продаж, ліквідація, злиття, інші значні зміни), кількість акцій, які знаходяться у власності та права на отримання яких придбано [45].

Положення про розкриття інформації щодо учасників ВІФ заслуговують на увагу в розрізі визначення напрямку розвитку українського законодавства щодо венчурного інвестування, особливо щодо врегулювання ситуації коли особа (група пов'язаних осіб) отримує контроль (або самостійно сформує) над таким венчурним фондом. З одного боку, проводячи паралель з українським законодавством, управління активами ВІФ здійснює компанія з управління активами (далі – КУА). Разом з тим, не можна заперечувати факт, що якщо власником активів ВІФ виступає одна особа або пов'язані особи, то стратегічний напрямок інвестування визначатимуть саме вони. Тому важливо, щоб у Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) була інформація про склад учасників ВІФ та стратегію інвестування таких фондів, яка може бути перевірена.

У зв'язку з цим, відповідні положення американського законодавства щодо необхідності систематичного звітування особами-власниками активів венчурного інвестиційного фонду про їх стратегічне бачення (саме їх, а не КУА) подальшого розвитку ВІФу, доцільно запозичити для імплементації до національного законодавства. Зокрема, шляхом прийняття відповідного Рішення НКЦПФР України.

Більшість венчурних фондів США створені у формі «обмеженого партнерства» - limited partnership (далі - LP). LP за своєю організаційно-правовою формою найбільше нагадують вітчизняні командитні товариства. Це особливий тип партнерства, який є дуже поширеним явищем, коли люди потребують фінансування для бізнесу, або коли вони разом вкладають інвестиції в розвиток нерухомості.

Для створення LP потрібна письмова угода між бізнес менеджером (ами) (business management), який (які) стає генеральним партнером або генеральними партнерами, та іншими учасниками, які стають партнерами з обмеженою відповідальністю (limited partners).

Кожен партнер з обмеженою відповідальністю вкладає кошти у партнерстві і повинен отримати еквівалентну вкладеному частину прибутку, яка зазвичай більше, ніж у кожного з генеральних партнерів до настання певного моменту (наприклад, повернення інвестицій), і після цього, партнери з обмеженою відповідальністю отримуватимуть меншу частку, ніж генеральний партнер(и). Партнери з обмеженою відповідальністю також отримують податкові пільги від втрат «перехідного етапу» (особисте вирахування з податку на прибуток частини збитку) протягом етапу розвитку партнерства, коли витрати перевищують будь-які доходи [59].

В договорі про створення LP досить часто зустрічаються також положення, передбачені для подальшого викупу партнерів з обмеженою відповідальністю генеральним партнером(ами). Партнери з обмеженою відповідальністю не можуть брати участь у прийнятті управлінських рішень товариства або вони втратять свій статус партнерів з обмеженою відповідальністю. Вони мають право голосувати, щоб усунути генерального партнера, хоча зазвичай партнерська угода структурована так, що таке усунення практично неможливо, якщо тільки генеральним партнером, у піднятому на зборах питанні, не вчинено шахрайство.

Оскільки партнери з обмеженою відповідальністю не мають контролю над проведенням діяльності партнерства, вони повинні переконатися, що володіють достовірними знаннями про репутацію та досвід генерального партнера і сфери бізнесу, в якій працюватиме LP. Закони деяких штатів вимагають, щоб існувало попереднє знайомство між генеральним і партнерами з обмеженою відповідальністю або докладний проспект, який надається генеральним партнером, що містить дуже жорсткі і конкретні федеральні вимоги розкриття інформації. Максимальна кількість партнерів з

обмеженою відповідальністю встановлюється законом штату, щоб запобігти використанню часток партнерів з обмеженою відповідальністю в LP, як якщо б вони були акціями в корпорації. На додаток до пріоритету у прибутку, податкових відрахуваннях, партнери з обмеженою відповідальністю «обмежені» і в потенційних втратах, так як відповідають лише в межах своїх часток, а генеральні партнери несуть відповідальність усім своїм майном у випадку боргів, банкрутства та судових позовів проти LP.

LP повинні подати свої назви, а також імена та адреси генеральних партнерів Секретарю Штату (Secretary of State) або іншій призначеній особі штату, в якому партнерство створюється – таким чином, громадськість може дізнатися, хто відповідальна сторона. Після цього LP отримує сертифікат, що як правило, включає в себе назву LP, характер його діяльності, а також імена і адреси генеральних партнерів і партнерів з обмеженою відповідальністю. Оскільки LP має встановлений строк існування, сертифікат має містити дату, з настанням якої воно буде розпущено. Так само, як корпорація, LP не може мати назву, яка надто схожа на інше LP або корпорацію [59].

Тобто, форма LP, що нагадує українське командитне товариство, дозволяє поєднати в одній особі ВІФ та КУА, передбачаючи, перш за все, більшу чіткість та можливість ретельнішого державного контролю, так як перевіряти одного суб'єкта простіше та ефективніше ніж двох. Щодо досвіду, який варто запозичити українському законодавцю для врегулювання венчурного інвестування, слід вказати на доцільність запровадження подання КУА до НКЦПФР детальної стратегії розвитку та управління активами кожного ВІФ, яка буде враховувати як короткострокову, так і довгострокову перспективи.

Вище вже було відзначено, щодо запровадження необхідності подання такої стратегії власником активів ВІФ, проте це матиме ефект, практичне значення та, головне, можливість створення такої стратегії існуватиме лише тоді, коли всі активи ВІФ належать одному власнику або пов'язаним особам.

Якщо власників багато і вони не є пов'язаними особами необхідно, щоб стратегія розроблялась та втілювалась саме КУА. Можливо, за умови попереднього затвердження такої стратегії правлінням відповідного ВІФ.

Крім того, в США, венчурним інвестором може бути також пенсійний фонд (з 1979 року), що додає ще один вид венчурних інвесторів на американський ринок.

Окреме правове регулювання венчурних фондів здійснюється також на рівні штатів. Зокрема, в рамках реалізації Інноваційної Програми Штату, керівні засади якої врегульовані на федеральному рівні в Акті про регіональні інноваційні програми [47].

Щодо самих штатів, то тут, для прикладу, можна згадати Акт про запровадження Інноваційної програми Пенсільванії, прийнятої Генеральною Асамблеєю Пенсільванії 11 березня 2013 року та Акт про Програму Інноваційного Центру Каліфорнії від 06 лютого 2013 року (з поправками від 04 березня 2013 р.) [7; 57]. Ці та інші акти, що врегульовують питання щодо венчурних інвестицій на рівні штатів, вказують основні напрямки державної підтримки щодо впровадження інновацій (ІТ, безпечні джерела енергії, біотехнології, ліки і т.д.), та вказують основні принципи та цілі сприяння венчурному інвестуванню як ефективному засобу створення та впровадження інновацій.

Проводячи паралель щодо можливості та доцільності запровадження відповідного регулювання в українському законодавстві, слід вказати, що детально питанню запровадження регіональних венчурних інвестиційних фондів, як способу підтримки інноваційного розвитку регіонів присвячено підрозділ 3.3. цього дослідження.

Правове регулювання венчурного інвестування в Європі має свої особливості

В 2013 році Європейській Асоціації Приватного та Венчурного Капіталу (European Private Equity and Venture Capital Association, далі –

EVCA), яка була заснована за ініціативою Європейської Комісії виповнилось 30 років. За цей значний період EVCA здійснила багато для врегулювання на рівні Європейського Союзу венчурного інвестування, та пов'язаних з ним питань. EVCA формує майбутній напрямок розвитку галузі, а також сприяння зацікавленим у її розвитку сторонам, таких як підприємці, власники бізнесу і представники працівників. Також Асоціація проводить роз'яснювальну роботу щодо політики держав у сфері правового регулювання венчурних інвестицій для своїх членів, чим оптимізує їх діяльність. EVCA несе відповідальність за професійні стандарти в галузі, вимагаючи підзвітності, належного управління та прозорості від своїх членів і поширення передового досвіду через їх освітні курси [33].

Згідно з даними EVCA, значна частина венчурних інвестицій в Європі були зроблені фондами Великої Британії, Франції та Німеччини [24].

Тож саме аналіз правового регулювання венчурного інвестування в цих країнах буде доцільним з метою запозичення напрацювань в українське законодавство щодо венчурного інвестування.

1) Окремі аспекти правового регулювання венчурного інвестування у Великобританії

Найпоширенішою на сьогоднішній день формою об'єднання венчурного капіталу в Великій Британії є Трасти Венчурного Капіталу (англ. Venture Capital Trust, далі – VCT). Основною метою діяльності VCT є забезпечення фінансування для зростаючих підприємств задля отримання капіталу, що буде розподілений між інвесторами такого Трасту [61].

Згідно з визначенням, закріпленим на нормативному рівні, «трасти венчурного капіталу – трасти, мета яких сприяти інвестиціям у невеликі, такі, що не котируються (або котируються на ринку альтернативних інвестицій) компанії, шляхом об'єднання коштів декількох власників капіталу, що забезпечує скорочення накладних витрат» [30].

Отже, на відміну від українського законодавства, яке не визначає мети створення венчурних інвестиційних фондів, а просто встановлює можливість

їх створення, законодавство Великої Британії чітко визначає мету трасту венчурного капіталу. Відповідний досвід заслуговує на запозичення та подальших розвиток у вітчизняному законодавстві.

Також потрібно детальніше зупинитись на такому нетиповому для венчурного капіталу пункті у визначенні, як «або котируються на ринку альтернативних інвестицій». Ринок альтернативних інвестицій (далі – AIM) при Лондонській фондовій біржі (далі – LSE) було створено спеціально для молодих перспективних компаній, що вперше виходять на фондовий ринок, та головною метою яких є пошук інвесторів. В силу відповідної специфіки, на AIM значно більш послаблені вимоги, порівняно з основним ринком LSE.

Разом з тим, погодитись із цим пунктом, як вдалим для його запозичення до українського законодавства щодо регулювання венчурного інвестування не можна. Він може передавати внутрішні британські особливості венчурного інвестування, проте є непридатним для інших країн, хоча б в силу відсутності відповідних ринків альтернативних інвестицій при більшості інших фондових бірж, зокрема і українських.

Хоча, заради об'єктивності слід зазначити, що в останні кілька років ринки альтернативних інвестицій почали з'являтися і при інших фондових ринках, наприклад Alternex при Німецькій фондовій біржі Deutsche Borse [120, С. 72-80]. У зв'язку з цим, можливою є зміна парадигми діяльності «класичного» венчурного інвестиційного фонду на таку, яка допускає здійснення венчурних інвестицій в компанії, які котируються на фондовому ринку. Проте, враховуючи нерозвиненість українського фондового ринку та ринку венчурного інвестування, впровадження таких положень в Українському законодавстві на сьогоднішній день є недоцільним.

Поняття, а також умови створення і порядок діяльності VCT врегульовано в «The Venture Capital Trust Regulations 1995», що видані в 1995 році та підписані Казначейством Її Величності в межах повноважень, наданих Казначейству Актом про Фінанси (Finance Act 1995). Додатково питання щодо венчурного інвестування в Великобританії врегульовано також

в наступних нормативних актах: «Income Tax Act 2007», «Taxation of Chargeable Gains Act 1992», «The VCT (Amendment) Regulations 1999 (SI1999/819)», «The VCT (Exchange of Shares and Securities) Regulations 2002» та «The VCT (Winding up and Mergers)(Tax) Regulations 2004» [31].

Згідно з вказаними актами, компанія може бути затверджена як VCT Уповноваженим Її Величності з Доходів та Зборів, якщо необхідні умови виконані в останній звітний період, або будуть виконані до завершення поточного звітного періоду компанії. Такими умовами є:

- 1) Умова лістингу: акції, що складають звичайний статутний капітал компанії (або, якщо в компанії присутні акції більш ніж одного класу, то такі акції кожного класу) були чи будуть включені у відповідний період до Офіційного списку фондової біржі (*примітка автора – знаходитимуться у лістингу на фондовій біржі*);
- 2) Умова характеру доходів: доходи компанії у відповідний період були чи будуть отримані повністю чи більшою мірою від часток чи цінних паперів;
- 3) Умова збереження доходів: компанія не зберігала чи не зберігатиме суму, що більша за 15% від доходу, що вона отримала чи отримає за вказаний період від часток чи цінних паперів;
- 4) Умова 15% ліміту утримання: VCT або компанія що буде кваліфікуватись як VCT, коли відповідатиме умові лістингу, представила (коштувала) чи буде представляти (коштувати) в будь-який час протягом відповідного періоду більше 15 відсотків від вартості здійснених компанією інвестицій;
- 5) Умова 70% кваліфікованого утримання: принаймні 70% вартості інвестицій компанії були чи будуть представлені протягом відповідного періоду частками чи цінними паперами, що включені в кваліфіковане утримання компанії (*примітка автора – йдеться про кваліфіковані інвестиції венчурного фонду*);

б) Умова 30% привілейованих акцій: принаймні 30% кваліфікованого утримання компанії були чи будуть представлені протягом відповідного періоду привілейованими акціями [30; 32].

На підставі наведених вище кваліфікаційних ознак фондів венчурного капіталу Великобританії можна зробити висновок про наявність подібності в окремих положеннях правового регулювання венчурних фондів у Великобританії та в США.

Перш за все, це стосується наявності визначеної кількості капіталу, який має бути вкладеним в кваліфіковані інвестиції, а саме: 70% активів компанії. По-друге, умова щодо отримання доходів повністю чи в більшості від цінних та часток інших компаній – перекликається з вимогою дотримання стратегії венчурного капіталу в законодавстві США щодо регулювання венчурного інвестування. У зв'язку з цим, повторно такі положення тут аналізуватись не будуть, а відзначені задля вказівки на наявність паралелей (певного прийнятого в світі способу правового врегулювання діяльності венчурних інвестиційних фондів).

Варто також відзначити положення, які відсутні в американському законодавстві щодо венчурних фондів. Зокрема, вимога щодо наявності не менше 30% привілейованих акцій.

Аналізуючи відповідну кваліфікаційну вимогу, стає зрозуміло, що англійське законодавство містить пряму вимогу щодо диверсифікації активів, в які вкладає свої кошти венчурний фонд. Метою відповідної диверсифікації є зменшення ризику несення таким фондом збитків у випадку банкрутства підприємства-реципієнта.

Щодо доцільності запозичення вказаної норми для імплементації до українського законодавства, то це питання потребує зважування позитивних та негативних аспектів. Позитивним аспектом буде наведений вище аргумент, щодо диверсифікації ризиків венчурного фонду. Разом з тим, в українському законодавстві чітко вказано, що власники привілейованих акцій не мають права брати участь в управлінні емітентом таких акцій. А

участь в управлінні реципієнтом інвестицій, є, як відомо, однією із кваліфікаційних ознак венчурних інвестицій, яка в сукупності з іншими дає можливість виділити їх в особливий вид інвестицій.

Зважаючи на вказане вище, слід визнати недоцільним запозичення вказаної ознаки венчурного фонду до українського законодавства без перегляду існуючих положень Закону «Про акціонерні товариства», в частині доповнення Закону відповідним виключенням щодо права венчурних інвестиційних фондів (в особі компанії з управління активами), що є власниками привілейованих акцій, брати участь в управлінні відповідним товариством.

Ще одним моментом, який варто відзначити є вказівка на те, що VCT заборонено зберігати більше 15% від доходу за звітний період – тобто VCT має або виплачувати на решту суми дивіденди своїм вкладникам, або реінвестувати отримані суми.

Після змін, внесених в законодавство Великобританії у 2007 році, певним чином змінились правила оподаткування вкладників венчурних фондів. Зокрема, вкладники венчурних фондів отримують 30% «знижку» від суми податку, яку вони повинні були сплатити, при сплаті податків з інвестицій в поточному році. Тут потрібно зазначити, що, згідно з Британськими податковими нормами, операція інвестування обкладається податком. Тобто якщо особа інвестувала в фонд 50 000 фунтів, то 30% податкова «знижка» буде вираховуватись з інвестованої суми, а не з суми податку. Отож у вказаній ситуації, сума податків, які повинен сплатити інвестор буде зменшена на 15 тис. фунтів стерлінгів (за умови, що його податкове зобов'язання більше 15 тис. фунтів стерлінгів) [52].

Тут варто відзначити, що в податковому періоді 2004/2005 та 2005/2006 роки діяла «знижка» в 40%, а до того в 20%. Щоб отримати вказані податкові послаблення вкладник венчурного фонду повинен тримати свої частки не менше 5 років (до змін, було 3 роки). Хоч це правило і ставить інвестора в

залежне становище на довший час, проте його слід розцінювати позитивно [53].

Отже, в Великобританії діє також система податкового стимулювання розвитку венчурних інвестиційних фондів, яка спрямована на створення привабливих податкових умов для вкладників таких венчурних фондів. Зважаючи на економічну ситуацію України, на сьогоднішній день не доцільним є залучення відповідних положень до вітчизняного законодавства. Разом з тим, їх слід розглядати в якості позитивного прикладу зміщення акценту податкової політики держави на стимулювання своїх громадян інвестувати кошти саме в венчурні фонди, які працюють з інноваційним сектором економіки, що з часом може бути належним чином використане українськими законодавцями.

Додатковим свідченням продуманої податкової політики щодо VCT є також те, що курсова різниця між ціною покупки та ціною продажу корпоративних цінних паперів не оподатковується. При завершенні «життєвого циклу» трасту – часу на який його було створено – та отриманні прибутків, траст зобов'язаний продати всі корпоративні цінні папери, та розподілити прибуток між учасниками VCT [86].

Найпоширенішою організаційно-правовою формою венчурних фондів, що формують VCT – являється обмежене партнерство (Limited Partnership, далі LP), яке в Великій Британії LP регулюється Актом про Обмежені Партнерства 1907 року, в редакції 2002 року (Limited Partnerships Act) [37].

LP вже згадано при розгляді правового регулювання венчурного інвестування в США, тому повторно тут не наводиться.

Отже, підбиваючи підсумок викладеному вище щодо правового регулювання венчурного інвестування у Великобританії, слід відзначити загальні тенденції, що наявні в законодавстві США та Великобританії. Зокрема, щодо визначення об'єкта інвестування (малі підприємства), необхідності використання значної кількості капіталу фонду, форми створення фонду, а також інших вимог.

Законодавство у сфері правового регулювання компаній венчурного капіталу з'явилося у **Франції** в 1983 році, коли сектор венчурного інвестування був в стані зародження. З того часу, враховуючи суттєві зміни у венчурному інвестиційному кліматі Франції, законодавство значно змінилося для того, щоб стимулювати пряме інвестування [38].

Французька компанія венчурного капіталу (фр. Fonds Communde Placement Risques, далі - FCPR) – юридична особа, виключною метою якої є інвестування, просування і розвиток інших корпорацій (за умови, що ці корпорації не пов'язані з наданням фінансових послуг). Зазвичай, ці цілі досягаються за допомогою придбання венчурним фондом частки в статутному капіталі цільової компанії. В даний час FCPR може використовуватися в якості основного фонду-донора, а також може бути фондом фондів [38].

Для того, щоб заснувати FCPR у Франції та отримати податкові переваги, властиві цьому типу компаній, необхідне дотримання наступних умов:

- 1) 50% активів FCPR повинні складатися з акцій, конвертованих облігацій або часток в статутному капіталі цільових компаніях.
- 2) цільові компанії повинні бути резидентами держави-члена ЄС.
- 3) обсяг інвестицій FCPR в цільову компанію не повинен перевищувати 40% голосуючого капіталу цільової компанії, а загальний обсяг інвестованих в будь-яку компанію коштів не повинен перевищувати 25% статутного капіталу FCPR. У разі перевищення, цільова компанія може розглядатися як дочірня, з впливаючою з цього зміною режиму оподаткування.
- 4) Цільова компанія не повинна котируватися на французькій або якій-небудь іноземній фондовій біржі.
- 5) Цільова компанія повинна здійснювати виробничу або комерційну діяльність, і не вправі здійснювати банківську або страхову діяльність.

6) Не більше 30% акцій FCPR можуть належати одній фізичній особі [10; 11; 38].

Варто зупинитись на кількох важливих моментах. По-перше, територіальне обмеження інвестування задля збереження переваг (пільг) венчурного фонду – інвестувати лише в підприємства, що є резидентами країн-членів ЄС. Детальніше важливість та практичну доцільність запозичення даної норми щодо територіального обмеження діяльності венчурних інвестиційних фондів буде проаналізовано в контексті розвитку регіональних венчурних інвестиційних фондів у Розділі 3.3. цього дослідження.

По-друге, встановлено обмеження щодо кількості інвестицій, які може вкладати фонд в підприємство-реципієнт, без втрати відповідних переваг (пільг). Верхню межу в 40% голосуючого капіталу підприємства-реципієнта, встановлено виходячи з поширеної серед ВІФ в Європі практики купувати не більше ніж блокуючу частку в підприємстві.

Проводячи паралелі з вимогами правового регулювання венчурного інвестування в Великобританії, які розглядались вище, встановлення відповідних обмежень щодо максимальної кількості інвестицій в одну компанію сприяє диверсифікації ризиків венчурного фонду. Тому слід позитивно оцінювати закріплення відповідних положень, а також можливість їх залучення до системи вітчизняного правового регулювання венчурного інвестування.

По-третє, вимога щодо відсутності зареєстрованих акцій підприємства-реципієнта на фондових біржах – ще одна ознака, що складає сутність венчурних інвестицій як таких. Венчурний капітал – капітал в молоді та новостворені підприємства, а розміщення цінних паперів на фондовому ринку передбачає наявність достатньої кількості ресурсів у підприємства-реципієнта для отримання коштів з інших джерел (наприклад, невизначеного наперед кола акціонерів, банківських кредитів) задля досягнення власних цілей.

По-четверте, вимога щодо закріпленого роду занять підприємства-реципієнта венчурних інвестицій заслуговує на особливу увагу. При чому на увагу заслуговує не тільки безпосередньо зміст норми щодо обов'язку підприємства-реципієнта займатись виробничою або комерційною діяльністю, а й сам факт нормативного встановлення вимог щодо об'єкту венчурних інвестицій. Детальніше необхідність нормативного закріплення вимог щодо об'єкту венчурного інвестування розкрито в Розділах 1.2. та 2.2. цього дослідження.

Аналізуючи останню ознаку венчурного фонду, визначену французьким законодавством, щодо обмеження участі однієї особи в венчурному фонді часткою не більше 30%, слід вказати на негативні аспекти відповідного обмеження та недоцільність її залучення до законодавства України.

Щодо негативного аспекту, видається недоцільним позбавляти великі корпорації можливості створювати власні венчурні фонди для фінансування розробок в галузі, в якій спеціалізується та працює корпорація (наприклад, власні венчурні фонди компаній Google, Facebook та ін). Для таких корпорацій, фінансування через власні венчурні фонди розробок нових інноваційних продуктів є вигідним, зважаючи на можливість подальшого викупу всіх акцій підприємства-реципієнта, з метою отримання створеної ним технології для її впровадження у власних продуктах корпорації, яка створила відповідний венчурний фонд.

Щодо загальногосподарського інтересу, то тут він також присутній, оскільки підприємства, що розробляють інноваційний продукт отримують фінансування, а розроблена інноваційна продукція врешті потрапляє на ринок до споживачів. Зважаючи на те, що впровадження інновацій є безпосереднім рушієм вдосконалення та оптимізації виробництва продукції та/або надання послуг, а як наслідок і здешевшання виробництва, кінцеві споживачі продукції (послуг) отримують відчутний та вагомий результат від фінансування інноваційних розробок спеціалізованими фондами.

7) Повертаючись до правового регулювання FCPR, потрібно відзначити що відповідні венчурні фонди не платять податок на доходи корпорацій та, до 2011 року, не сплачували також податки на дивідендний дохід, що отримується від цільової компанії, в якій FCPR має частку. FCPR не платить податок на доходи корпорацій по прибутку з продажу акціонерних часток у цільовій компанії. Дохід у вигляді дивідендів, що перераховуються FCPR на користь акціонерів-фізичних осіб, оподатковується за єдиною ставкою 16% замість прогресивної ставки податку, яка зазвичай застосовується у Франції [10; 11; 38].

Отже, можливо вказати також на ефективність податкової політики Франції щодо стимулювання розвитку венчурних фондів, яка заслуговує на детальніше дослідження в частині створення привабливих умов для здійснення фізичними особами внесків до статутного капіталу венчурних інвестиційних фондів. Або шляхом зниження оподаткування дивідендів, які виплачують венчурним фондом особі-вкладнику, або шляхом можливості уникнення такого оподаткування в принципі, якщо кошти особи знаходились у венчурному фонді весь час його існування та виплачуються у зв'язку з закінченням строку на який його створено тощо.

В Німеччині правове регулювання визначення компанії венчурного капіталу в Німеччині раніше закріплювалось в Законі «Про створення венчурних інвестицій» (Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen) від 12 серпня 2008 року. Згідно з цим Законом, «компанія венчурного капіталу – компанія, що визнана Федеральним Управлінням Фінансового Нагляду (далі - BaFin) в якості інвестиційної компанії венчурного капіталу, і в той же час не визнана, в якості простої компанії капіталу». Тут же міститься визначення інвестиції венчурного капіталу – як інвестиції в акції цільового підприємства [62].

Для визнання інвестиційною компанією венчурного капіталу, вона мала відповідати таким вимогам:

1. мати зареєстрований офіс в Німеччині чи іншій стороні Угоди про Європейську Економічну Зону;
2. вартість цільової компанії (до інвестування в неї) не повинна перевищувати 20 мільйонів Євро;
3. цільова компанія повинна бути заснована менше 10 років тому від моменту інвестування;
4. цінні папери цільової компанії не повинні бути допущені до торгів на регульованому ринку, або еквівалентному ринку;
5. не повинна прямо або побічно – через партнерство – керувати компаніями або бізнес-одинацями, що старші за цільову компанію;
6. інвестувати не менше 70 % свого капіталу в цільові компанії;
7. мати капітал в розмірі не менше 1 млн. Євро;
8. мати, як мінімум двох керуючих, що заслуговують довіри (з надійною репутацією) та зареєстровані як такі в BaFin [62].

Зупинимось детальніше на ознаках венчурного фонду, які були відсутні або не так чітко висловлені в правовому регулюванні країн, що розглядались вище.

Отож, встановлені вимоги щодо вартості та віку цільової компанії (підприємства-реципієнта). Не зупиняючись на питанні про запозичення конкретних цифрових значень (щодо віку та вартості реципієнта), варто тим не менше звернути увагу на користь від чіткого визначення вартості та віку підприємства-реципієнта для венчурного інвестування в Україні.

Перш за все, це дозволить уникнути інвестування в компанії, яким очевидно доступні інші способи фінансування, в тому числі і кредитне. Венчурний капітал повинен виконувати функцію фінансування тих підприємств, яким інші джерела фінансування недоступні або є настільки комерційно (або з інших причин) не вигідними, що єдиним розумним способом залучення фінансування є саме венчурна інвестиція. Саме відсутність закріплених обмежень щодо об'єктів венчурних інвестицій в українському законодавстві робить можливим використання фондів не для

інноваційного інвестування та нівелює потенційну можливість отримання венчурної інвестиції для молодих інноваційних підприємств.

Наступною аналізованою ознакою є встановлення мінімального розміру статутного капіталу венчурного фонду. Зважаючи на існування аналогічної позиції в українському законодавстві та доцільність відповідного положення, окремо дане питання не аналізується.

Важливою є ознака, щодо наявності як мінімум двох керуючих, з надійною репутацією, що зареєстровані, як особи, що мають відповідну репутацію. В Україні, в будь-якому разі, передбачена реєстрація компаній з управління активами венчурних фондів (та інших КУА) в Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Проте, можливо було б доцільно запровадити своєрідний рейтинг успішності КУА, що керують активами венчурних фондів та визначити санкції за провали в керуванні активами венчурних фондів. Наприклад, у вигляді заборони керувати активами венчурних інвестиційних фондів для тих КУА, що за результатами попереднього управління активами венчурних фондів продемонстрували повне або часткове невиконання заявленого плану розвитку інвестиційного фонду, відзначились низькою прибутковістю активів або допустили інші зафіксовані НКЦПФР порушення.

Найпоширенішою формою для участі в венчурних фондах в Німеччині є обмежене партнерство (*Kommanditgesellschaft*, далі – KG), яке є німецьким аналогом англійського Limited Partnership та українського командитного товариства. В організаційно-правовій формі KG, інвестиції можуть бути зроблені лише згідно з угодою про обмежене партнерство. Ця угода може обмежувати, наприклад, географічну чи економічну зону для можливих об'єктів, або максимальну суму інвестиції в одну компанію [60].

Виглядає доцільним запровадити схожий механізм угод в Україні між членами венчурного інвестиційного фонду при його створенні та/або формуванні його капіталу (у випадку створення пайового фонду, відповідні обмеження мають бути від початку анонсовані КУА, яка

випустила цінні папери такого пайового фонду). Після підписання такої угоди учасниками фонду (надання фактичної згоди на затверджені КУА умови учасниками пайового фонду), КУА керуватиме активами такого венчурного фонду з обов'язковим врахуванням зазначених обмежень (наприклад, здійснення інвестицій в підприємства, що зареєстровані лише в межах певного регіону (області) або лише в підприємства певної галузі господарювання).

В KG має бути принаймні один Генеральний партнер чия відповідальність необмежена. Зазвичай генеральним партнером є закрита приватна компанія (*Gesellschaft mit begrenzter Haftung*), а інвестори виступають в якості партнерів з обмеженою відповідальністю [9].

KG не потребують ліцензування. В 2008 році Федеральний Адміністративний Суд (*Bundesverwaltungsgericht*) постановив, що обмежене партнерство, що інвестує в фінансові інструменти не підпадає під дію Банківського Акту, отже не можуть вважатись такими фінансовими компаніями для яких передбачене обов'язкове ліцензування згідно з ним [8].

Інвестиційні компанії венчурного капіталу розглядаються як керуючі-фондом / неторгові, що означає, що вони не отримують «комерційного прибутку» а отже не є суб'єктом податку на прибуток. До того ж, інвестиційні компанії венчурного капіталу автоматично звільняються від корпоративного податку [18; 35].

Що вкотре свідчить про те, що в європейських країнах питанню податкового стимулювання розвитку венчурного інвестування приділяється значна увага як способу державного регулювання відповідної сфери.

Щоб отримати вказані пільги інвестиційна компанія венчурного капіталу має:

- бути організованою у формі партнерства;
- виконувати дії з купівлі, утримання та продажу об'єктів інвестицій венчурного капіталу;
- інвестувати лише у компанії з частковим капіталом;

- мати штаб-квартиру в Німеччині чи іншій Державі-члені ЄС або стороні Угоди про Європейську Економічну Зону;
- мати дозвіл від BaFin;
- мати статутний капітал мінімум 1 млн. Євро;
- мати кваліфікованих і надійних керуючих [18; 27; 35].

На сьогоднішній день питання венчурного інвестування в Німеччині врегульовані напряму актами Європейського союзу, що були імплементовані до національного законодавства Німеччини. Зокрема, йдеться про Директиву Європейського Парламенту та Ради ЄС від 08.06.2011 року №2011/61/EU про Керуючих Альтернативними Інвестиційними Фондами (Alternative Investment Fund Managers Directive) та Правила регулювання європейських фондів венчурного капіталу (European Regulation on European Venture Capital Funds (Regulation No. 345/2013)), що затверджені Європейським Парламентом та Радою ЄС 17.04.2013 року [17; 26].

Детальніше положення правового регулювання відповідних актів Європейського союзу будуть викладені нижче разом з поясненням окремих аспектів правового регулювання венчурного інвестування в Європейському союзі.

Правове регулювання венчурного інвестування в Європейському Союзі потребує особливої уваги у контексті євро інтеграційних прагнень України.

Починаючи з 2005 року в ЄС почали проводити роботу щодо усунення податкових, юридичних та адміністративних бар'єрів для розвитку транскордонного венчурного інвестування [80]. В 2006-2010 роках, Європейська Комісія обмінювалась думками про шляхи досягнення взаємного визнання національних рамок, в якості першого кроку в короткостроковій перспективі, з Державами-членами та експертами в даній галузі. Після прийняття Європейської Стратегії-2020, Акту про Мале Підприємництво, Інноваційного Союзу та Акту про Єдиний Ринок, Комісія взяла на себе обов'язок забезпечити прийняття нових правих, що забезпечать

можливість венчурним фондам, що створені в будь-якій державі-члені ЄС, вільно інвестувати на всій території ЄС [21].

Визначення «венчурного капіталу» та «ризикового капіталу» закріплені на загальноєвропейському рівні в «Настановах спільноти про державну допомогу для заохочення інвестицій ризикового капіталу в малі та середні підприємства» від 18.08.2006 року (Community guidelines on state aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises). Згідно з цими «Настановами»:

«венчурний капітал» – інвестиції в компанії, що не котируються на фондових біржах, зроблені інвестиційними фондами (фондами венчурного капіталу), які виступають в якості директорів, індивідуальних керівників, інституційних або внутрішніх спонсорів, та робляться на ранній стадії або на стадії розширення, але не є заміною капіталу або купівлею підприємства.

«заміна капіталу» – купівля існуючих акцій/часток підприємства від одного приватного власника іншим приватним власником акцій/часток. Заміна капіталу також називається вторинною покупкою.

«ризиковий капітал» – капітал та квазі-капітальне фінансування компаній на їх ранніх стадіях росту (посівна, стартова чи розширювальна фаза), в тому числі неофіційні інвестиції бізнес-янголів, венчурного капіталу і альтернативних стокових ринків, що спеціалізуються на малих та середніх підприємствах, включаючи швидкозростаючі компанії [13].

Як вбачається з наведених визначень, європейський законодавець розрізняє поняття «венчурного» та «ризикового» капіталу за критерієм суб'єкта, що здійснює інвестування. До «венчурного» віднесли лише інвестування здійснюване інституційними інвесторами (фондами), а до ризикового додатково також інвестування, здійснюване бізнес-янголами.

Слід погодитись з такою позицією, зважаючи на неможливість окремого правового регулювання діяльності бізнес-янголів, якщо останні не зареєстровані в якості суб'єктів підприємницької діяльності та офіційно задекларували свою діяльність в якості бізнес-янгола (венчурного інвестора).

У зв'язку з цим відповідне розмежування «венчурного» та «ризикового» капіталу набуває характеру забезпечення вірності сприйняття та чистоти правового регулювання відповідного інституту (з точки зору точності використовуваної термінології), проте самоочевидної цінності з точки зору правового регулювання венчурного інвестування не становить.

Радою ЄС спільно з Європейським Парламентом 8 червня 2011 року було прийнято Директиву 2011/61/EU про Керуючих Альтернативними Інвестиційними Фондами (Alternative Investment Fund Managers Directive, далі – AIFMD), яка вступила в силу 22 червня 2013 року [56]. В Директиві передбачений порядок надання керуючому статусу керуючого альтернативним інвестиційним фондом (AIFM) та переваги, які при цьому отримує такий фонд. Основною метою прийняття AIFMD було врегулювання статусу Керуючого альтернативним інвестиційним фондом, що дозволило б керувати венчурними фондами, які здійснюють транскордонне інвестування в межах ЄС [22]. Зокрема, до прийняття AIFMD керуючий венчурним фондом, що знаходився в одній державі-члені ЄС, та інвестував в малу або середню компанію в іншій, здійснюючи дії щодо консультування та прийняття участі в управлінні компанією-реципієнтом, розцінювався як постійне представництво такого альтернативного інвестиційного фонду в державі знаходження відповідної компанії-реципієнта (портфельної компанії в яку інвестовані кошти). Це, в свою чергу, призводило до подвійного оподаткування (якщо між вказаними державами не підписано договір про уникнення подвійного оподаткування), та інших адміністративних та юридичних незручностей, так як кожна держава по-своєму регулює відносини щодо постійного представництва [20].

В свою чергу, після прийняття та набрання чинності AIFMD відповідна практика змінилась, шляхом забезпечення можливості особі, яка отримала статус керуючого фондом альтернативних інвестицій (AIFM), здійснювати функції управління (прийняття участі в управлінні) реципієнтом інвестицій в іншій країні без значних податкових та формальних перешкод.

Окрім вдосконалення системи управління альтернативними інвестиційними фондами, в ЄС проводилась також робота щодо вдосконалення правового регулювання венчурного капіталу. Зокрема, в грудні 2011 року Європейської Комісією були запропоновані спеціальні «Правила регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» та «Правила регулювання Європейських фондів соціального підприємництва».

Ці правила доповнюють певні недоліки, що містяться в AIFVD та пов'язані з регулюванням венчурного капіталу та фондів соціального підприємництва. «Правила» пропонують введення «Єдиного зводу правил» (“Single Rulebook”), на всій території ЄС для врегулювання таких фондів, що допоможе підвищити інвестиційну активність в цих секторах [39].

Вказані вище «Правила регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» були затверджені Радою ЄС 21 березня 2013 року, та стали частиною Акту «Про Єдиний Ринок для стимулювання зростання та створення робочих місць» та «Плану дій для покращення доступу до фінансування для Малих та Середніх Підприємств» [8].

Відповідні «Правила регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» визначають сутністю венчурного капіталу є надання фінансування, як правило, малим підприємствам, що знаходяться на початкових стадіях їх корпоративного існування та демонструють значний потенціал зростання та розширення. Додатково, фонди венчурного капіталу забезпечують підприємства цінним досвідом та знаннями, бізнес зв'язками, гудвілом (вартістю свого бренду) та стратегічними порадами. Шляхом надання фінансування та консультацій таким підприємствам, венчурні інвестиційні фонди стимулюють економічне зростання, здійснюють внесок у створення робочих місць та мобілізації капіталу, пришвидшують зростання та створенні інноваційних підприємств, покращують сферу інвестування в дослідження та розробку інновацій, загальний розвиток конкуренції [55].

Слід пояснити, що вживаючи у відповідному визначенні поняття «корпоративне існування», європейський законодавець відштовхувався від

загальної практики того, що стартапи-реципієнти венчурних інвестицій часто починають розробку своїх проектів без офіційної реєстрації, у зв'язку з чим визначити фактичний «вік» підприємства не можливо. Наприклад, майбутня корпорація «Apple Computers» розпочинала свою діяльність в гаражі будинку одного з засновників (Стіва Джобса) без будь-якої державної реєстрації, а перші зразки комп'ютерів були розроблені та представлені ще до офіційного заснування компанії [65, С. 94].

Разом з тим, зважаючи на неможливість точного законодавчого визначення способу для інакшого оцінювання часу існування компанії, ніж з моменту її легалізації, на рівні правового регулювання кваліфікаційних критеріїв, яким має відповідати підприємство-реципієнт венчурних інвестицій, здійснюється прив'язка саме до часу офіційного існування компанії після її державної реєстрації.

Зазначені вище «Правила регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» закріплюють також визначення фонду венчурного капіталу, під яким розуміють альтернативний інвестиційний фонд, що:

- має намір інвестувати не менше 70% його сукупних внесків капіталу і незадіяного інвестиційного капіталу в активи, що є кваліфікованими інвестиціями, розрахованими на базі грошових коштів та їх еквівалентів після вирахування всіх відповідних витрат та утримань коштів та їх еквівалентів, протягом терміну вказаного в його (фонду) правилах або статутному договорі;

- не використовувати більше 30% сукупних внесків капіталу і незадіяного інвестиційного капіталу для купівлі активів, що не є кваліфікованими інвестиціями, розрахованими на базі грошових коштів та їх еквівалентів після вирахування всіх відповідних витрат та утримань коштів та їх еквівалентів;

- має місце розташування на території Держави-члена ЄС [55].

Крім того, «Правила регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» містять вимоги до провадження діяльності керівниками EuVECA.

Зокрема, вони повинні: діяти з належною майстерністю, ретельністю і старанністю; провадити відповідну політику та процедури для запобігання зловживанням; провадити свою діяльність таким чином, щоб сприяти якнайкращому забезпеченню інтересів фонду яким вони керують, інтересів інвесторів такого фонду, та цілісності ринку; діяти з високим рівнем обачності при виборі та поточному моніторингу інвестицій в портфельну компанію; виявляти та уникати конфліктів інтересів, а там, де їх не можна уникнути, керувати, контролювати та розв'язувати ці конфлікти інтересів для того, щоб запобігти їх впливу на інтереси фонду та його інвесторів, та забезпечити справедливе відношення до фонду, яким вони (керівники/менеджери) керують; мати достатній запас власних коштів та адекватно і ефективно використовувати людські та технічні ресурси. «Правила» визначають також хто може бути інвестором венчурного фонду та обов'язки керівників таких фондів [19].

Слід позитивно оцінити та проаналізувати можливість запозичення чітких критеріїв для керуючих фондами венчурного капіталу, про що вже часткового згадувалось вище разом з пропозицією створення «рейтингу КУА». Зокрема, у випадку вироблення чітких професійних та етичних стандартів галузі венчурного інвестування, інноваційна система України зможе показати значно якісніше зростання, зважаючи на ефективність керуючих венчурними інвестиційними фондами, якими зможуть стати лише особи, що відповідають встановленим законодавством критеріям.

Визначаючи об'єкт інвестування, європейський законодавець відзначає, що «кваліфікована портфельна компанія – компанія, яка на час отримання інвестиції від венчурного фонду не повинна бути зареєстрована для торгів на регульованому ринку цінних паперів або біржі *(не повинна котируватись / перебувати в лістингу на фондовій біржі – прим. автора)*, повинна мати не більше 250 найманих працівників та річний оборот, що не перевищує 50 млн. Євро, або загальна вартість портфельної компанії не повинна перевищувати 43 млн. Євро» [14].

Отже, можна зробити висновок, що на сьогоднішній день, затверджені в Європейському союзі «Правила регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» разом з Директивою «Про керуючих альтернативними інвестиційними фондами» (AIFMD), забезпечують цілісне та комплексне правове регулювання практично всіх аспектів діяльності венчурних інвестиційних фондів та шляхів забезпечення ефективного застосування венчурного капіталу для інноваційного розвитку світової та європейської економіки.

Дані «Правила регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» вступили в силу з 22 червня 2013 року, і як зазначено в преамбулі, після 4 років дії (тобто, в 2017 році) «Правила» будуть переглянуті, щоб забезпечити їх відповідність вимогам часу.

Висновки до Розділу 1

Підбиваючи підсумок викладеному в першому розділі, потрібно зупинитись на декількох ключових моментах.

У підрозділі 1.1. вказано на той факт, що венчурне інвестування займає особливу нішу в межах інших видів інвестування, зважаючи на наявність унікальних характеристик, які передбачають не лише особливий об'єкт інвестування (новостворені малі та середні інноваційні підприємства, що не зареєстровані для торгів на фондовому ринку та демонструють значну перспективу зростання, задоволення потреб споживачів та впровадження нової технології тощо, що забезпечить швидке зростання вартості такого підприємства), але і особливий набір «додаткових благ», які отримує реципієнт інвестицій разом з коштами венчурного інвестора (ділові зв'язки, знання інвестором галузі, в якій працює реципієнт, досвід ведення бізнесу, можливість доступу до кваліфікованих юристів, аудиторів, інвестиційних банкірів, консультантів тощо).

Крім того, у підрозділі відзначено історію виникнення венчурного інвестування, що покликано забезпечити чіткіше розуміння природи та сутнісного призначення венчурного капіталу, зважаючи на той факт, що на сьогоднішній день в Україні венчурні інвестиції не використовуються за їх основним призначенням. Венчурні інвестиції виникли в США, яке і досі залишається центром та лідером венчурного інвестування в світі (як за кількістю укладених угод, так і за розміром інвестування). Венчурні інвестиційні фонди виникли після другої світової війни для забезпечення фінансування комерціалізації та впровадження інноваційних технологій, які були розроблені американськими компаніями на допомогу військовим (але які мали потенціал також комерційного використання).

На сьогоднішній день венчурні інвестиційні фонди успішно функціонують в багатьох країнах світу та забезпечують фінансування інноваційного розвитку національних економік та глобального інноваційного розвитку.

Підрозділ 1.2. присвячено аналізу стану правового регулювання венчурного інвестування в Україні. На даний момент в Україні відсутній спеціальний закон присвячений венчурному інвестуванню, і таке правове регулювання здійснюється багатьма нормативно-правовими актами.

Здійснюване на сьогоднішній день регулювання венчурного інвестування та господарських відносин щодо нього, не закріплює деяких ключових понять, що не дозволяє венчурному інвестуванню виконувати функцію забезпечення фінансування новостворених малих та середніх наукоємних інноваційних підприємств.

У зв'язку з цим запропоновано вилучити з законодавства України (Закону України «Про інститути спільного інвестування») положення щодо дискримінаційного обмеження доступу фізичних осіб до участі у венчурних інвестиційних фондах (ч.2 ст. 4 Закону «Про ІСІ») порівняно з умовами, які існують для юридичних осіб.

Крім того, запропоновано доповнити п. 2 ст. 326 Господарського кодексу України положенням наступного змісту: *«Венчурне інвестування, що здійснюється в підприємства, які займаються інноваційною діяльністю, в розумінні цієї глави».*

Разом з тим, для ефективного спрямування правовідносин щодо венчурного інвестування в Україні до необхідного шляху розвитку, запропоновано доповнити ГК України положеннями щодо поняття та змісту венчурного інвестування. Зокрема, слід доповнити ГК України статтею 326-1 *«Венчурне інвестування»* наступного змісту:

«1. Венчурні інвестиції - це інвестиції, які вкладаються венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, а також в розробку та подальшу комерціалізацію інновацій суб'єктами господарювання в обмін на частку в статутному капіталі отримувача інвестицій.

2. Суб'єкти господарювання, що є отримувачами венчурних інвестицій:

- 1) повинні бути зареєстровані в Україні;*
- 2) повинні здійснювати інноваційну діяльність;*
- 3) не повинні прямо або через пов'язаних осіб контролювати венчурний інвестиційний фонд, що здійснює інвестиції в такого суб'єкта господарювання, або компанію з управління активами, яка керує активами такого венчурного інвестиційного фонду;*
- 4) не повинні бути зареєстровані учасниками торгів на українській або іноземній фондовій біржі;*
- 5) повинні бути створені менше десяти років від дати здійснення інвестування та не повинні прямо або побічно контролювати суб'єктів господарювання, що створені більше ніж десять років від дати здійснення інвестування;*
- 6) повинні відповідати іншим вимогам, що встановлені законом.*

3. Суб'єкти господарювання, що є отримувачами венчурних інвестицій, користуються пільгами з орендної плати за користування

об'єктами державної та комунальної власності, податковими пільгами, іншими заходами державної підтримки відповідно до закону.

4. Питання щодо порядку створення венчурних інвестиційних фондів та управління ними, а також інші відносини з венчурного інвестування, що не врегульовані цією статтею Кодексу, регулюються законом».

Для розгортання правового регулювання венчурного інвестування в Україні в потрібному напрямку, на даному етапі необхідне також закріплення на законодавчому рівні окремих вимог щодо діяльності венчурного фонду (здійснення таким фондом інвестицій). Зокрема, слід доповнити ч.10 ст.7 Закону «Про ІСІ» відповідним абзацом:

«Венчурний інститут спільного інвестування зобов'язаний дотримуватись в своїй діяльності наступних вимог:

1. має інвестувати не менше 70% свого капіталу в цінні папери та частки інноваційних підприємств, що можуть бути реципієнтами венчурних інвестицій відповідно до закону;

2. не може інвестувати більше 35% свого капіталу в одне підприємство».

З метою запозичення позитивного іноземного досвіду правового регулювання венчурного інвестування, в підрозділі 1.3. було проаналізовано положення законодавства США, Великої Британії, Франції, Німеччини та Європейського союзу. Після проведення відповідного аналізу вказано на доцільність запозичення окремих положень іноземного правового регулювання до українського законодавства, після їх переосмислення та екстраполювання на українські економічні реалії.

Зокрема, запропоновано імплементувати до національного законодавства положення щодо закріплення кваліфікаційних вимог до об'єктів венчурного інвестування (портфельних компаній-реципієнтів венчурного інвестування) задля приведення діяльності українських венчурних інвестиційних фондів у відповідність з сутністю венчурного

капіталу. А саме: здійснення інвестування в новостворені малі та середні інноваційні підприємства.

Крім того, проаналізовано окремі напрацювання іноземних законодавців щодо закріплення вимог стосовно керуючих венчурними інвестиційними фондами, формування фондів, здійснення ними інвестицій та розкриття інформації про діяльність фонду та реципієнтів венчурних інвестицій.

Розглянуто доцільність залучення окремих положень правового регулювання до національного законодавства України.

З врахуванням викладеного у Розділі 1 цього дисертаційного дослідження, а також подальшого його розгортання та обґрунтування необхідних змін в інших розділах, запропоновані зміни до законодавства України дозволять покращити як інвестиційний клімат України загалом, так і сферу венчурного інвестування безпосередньо.

РОЗДІЛ 2.

ЗМІСТОВНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПРАВОВІДНОСИН ЩОДО СТИМУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТИВАННЯ В УКРАЇНІ

2.1. Правові засоби державного стимулювання венчурного інвестування в Україні

Становлення та розвиток наукоємних галузей економіки в цілому відбувається за гострої конкурентної боротьби на міжнародному ринку, оскільки великі масштаби виробництва та збуту є необхідною умовою накопичення коштів для подальшого розвитку досліджень та розробок. У цій боротьбі переможцями стають держави та міжнародні корпорації, які не лише володіють значним науково-технічним потенціалом, а й знають, яким чином його найбільш ефективно використати, тобто трансформувати інноваційні ідеї у кінцевий продукт, швидше за інших та з найменшими витратами пройти крізь цикл «наука – виробництво – збут», забезпечити розвиток економіки на регіональному рівні [101; 187, С. 176-184; 188, С. 147].

Важливою світовою тенденцією є глобалізація інноваційної діяльності, зокрема наукових досліджень. Зміни у глобальному просторі функціонування організацій визначають напрями змін пріоритетів у розробленні та реалізації інновацій, а також у підходах до стратегічного управління інноваційною діяльністю держав та їх окремих суб'єктів господарювання. Розвинені держави світу ще у другій половині ХХ ст. почали спрямовувати свої національні економіки на інноваційний шлях розвитку. Вклад факторів науково-технічного прогресу (НТП) у прирості ВВП США у минулому столітті перевищував 50-60%. На сьогодні частку нових знань, що втілюють у технології, устаткування та організацію виробництва, у промислово розвинених державах становить 80-95% приросту ВВП. За останні 15 років

кількість працівників інноваційної сфери у США та у Західній Європі збільшилась у 2 рази, у Південно-Східній Азії – у 4 рази, а у Євросоюзі частка інноваційно-активних підприємств становить більш ніж 50% від їх загальної кількості. Від рівня інноваційної активності національних підприємств залежить положення держави на світовому ринку наукоємної продукції [188, С. 145].

Державна зацікавленість у появі та розвитку венчурного інвестування обумовлена тим, що венчурний капітал ефективно підтримує малий інноваційний сектор, який може висувати зі своїх рядів підприємства рівня Microsoft, Oracle, Intel, Google, котрі перетворилися у масштабних гравців ринку на основі своєчасного впливу венчурного капіталу. Завдяки венчурному капіталу полегшується впровадження нових технологій у виробничий процес, вирішується завдання переходу до економіки, заснованої на знаннях та інтелектуальному капіталі, яке є пріоритетним для більшості країн світу [107].

В процесі розвитку ринкових відносин державна інноваційна політика у підсумку повинна зводитися до створення необхідних умов для формування інвестиційного ринку, відповідної інноваційної та інвестиційної інфраструктури, підтримки інноваційних напрямків і нових технологій. При цьому доцільно враховувати зарубіжний досвід інституційного та фінансового впливу держави на формування інноваційного та підприємницького середовища та їх взаємодію. Так, форми втручання в процес фінансування інноваційного процесу в різних країнах дуже відрізняються. Наприклад, французькі експерти, аналізуючи основні законодавчі засоби з державної підтримки фінансування інноваційного процесу в промислово розвинутих країнах, виділяють дві сфери державного впливу – до початку інноваційного проекту, коли шукаються кошти для його реалізації, і після початку, коли стимулююча роль держави виявляється у встановленні пільгового податкового, кредитного та амортизаційного режиму [93, С. 28-41; 106, С. 6].

Законодавчі заходи з державного регулювання в інвестиційній політиці промислово розвинутих країн поділяються на дві категорії:

- засоби прямого впливу, коли держава надає фінансову підтримку або у вигляді безпроцентної позики, або у вигляді авансів і кредитів. Як правило, нововведення, що фінансуються таким чином, знаходяться в сфері державних пріоритетів;

- засоби опосередкованого впливу законодавчого і регламентуючого характеру, націлені на створення умов, здатних стимулювати фізичних та юридичних осіб до фінансування нововведень [106, С. 6].

На сьогоднішній день, в складі джерел фінансування інноваційної діяльності підприємств переважають власні ресурси таких підприємств (їх засновників, друзів, рідних, знайомих тощо). На думку окремих вчених-економістів [111], вона зумовлена, перш за все, складним процесом залучення зовнішніх фінансових ресурсів (через несприятливий інвестиційний клімат, нерозвиненість венчурного фінансування тощо).

Що стосується венчурного інвестування, можна виділити два підходи до ролі держави щодо стимулювання інвестування діяльності венчурних інвесторів: 1) роль держави повинна обмежитись виключно законотворчою діяльністю (правовим регулюванням) та забезпеченням дотримання встановлених правил; 2) крім діяльності, що зазначена в першому пункті, держава також приймає безпосередню участь в здійсненні венчурного інвестування.

Характерні особливості цих підходів ми можемо прослідкувати на прикладі США (де роль державних венчурних інвестицій, порівняно з інвестиціями приватного капіталу, незначна) та Європи (де роль державних венчурних інвестицій значно відчутніша).

Якщо узагальнити досвід США у сфері розвитку та стимулювання венчурного інвестування, то характерними рисами американської моделі венчурного капіталізму виступають: активне податкове стимулювання створення нових підприємств в цілому, та венчурних підприємств зокрема;

гарантування з боку держави фінансування, що надається на потреби новостворених венчурних підприємств; розвинений фондовий ринок, що є ядром венчурного інвестування в США – на ньому акумулюються кошти для інвестування, на ньому ж відбувається продаж компанії, що досягнули значних успіхів в після-інвестиційний період; гнучка регуляторна політика у сфері венчурного інвестування; головними об'єктами венчурного інвестування в США є новостворені підприємства, в основі яких є нова ідея або технологія; підприємство фінансується з самих ранніх етапів свого існування; потужна інфраструктура ринку: технопарки, центри трансферу технологій, дочірні підприємства великих компаній у наукових інститутах та університетах [100]. Слід позитивно відзначити наступні особливості державного стимулювання венчурного інвестування, властиві американській моделі:

- податкове стимулювання підприємств з венчурним капіталом, що дозволяє стартапу бути більш привабливим для інвестора з точки зору зменшення загальних операційних витрат реципієнта інвестицій, принаймні в частині оподаткування;

- стимулювання розвитку фондового ринку, що в сукупності з високою репутацією головних біржових майданчиків США, створює впевненість, що продаючи частку реципієнта інвестицій через механізм розміщення акцій (IPO), венчурний інвестор зможе максимізувати свій прибуток – отже, інвестори готові йти на вищі ризики, вкладаючи кошти в реципієнтів, оскільки в країні існує чіткий, зрозумілий та надійний механізм виходу з підприємства з максимальними прибутками, у випадку, якщо стартап виявиться успішним;

- стимулювання державою розвитку інноваційної інфраструктури, на базі якої можуть ефективно акумулюватись в значній кількості інноваційні підприємства, що створює для венчурних інвесторів унікальну можливість обирати кращі проекти на фоні прямої конкуренції між учасниками таких

елементів інноваційної інфраструктури (бізнес-інкубаторів, бізнес-акселераторів тощо).

В країнах Європи венчурне інвестування має такі особливості: держава дуже часто виступає в ролі прямого інвестора в малі венчурні компанії; розвинений механізм державної участі у венчурному інвестування через фонди фондів, які інвестують державні кошти у створення венчурних фондів в рівних частках з приватним капіталом; нерозвинений фондовий ринок є перешкодою для отримання фінансування та виходу нових компаній на ринки капіталів; велику роль держава приділяє розвитку інфраструктури: технопарки, технополіси тощо створюються за рахунок держави; державна політика спрямована на зменшення шляху від розробки ідеї до її втілення, що вирішується шляхом створення у навчальних закладах венчурних компаній; переважають інвестиції у компанії на пізніх етапах її розвитку. Ситуацію з фінансуванням start-up проектів намагаються виправити шляхом створення спеціалізованих фондів; податкові стимули – зменшення податків для інвесторів, звільнення від оподаткування на початкових стадіях зародження високотехнологічних компаній тощо [100]. До позитивних елементів державного стимулювання венчурного інвестування в європейській системі слід віднести:

- пряме державне інвестування в інноваційні проекти (стартапи) важливого державного значення, що дозволяє державі отримувати вигоди не лише від успішної реалізації відповідного проекту, але і від побічного стимулювання розвитку такої сфери, шляхом демонстрації зацікавленості держави в успішному розвитку такої сфери (тобто, сигналізація про попит на відповідну технологію, який може викликати пропозицію від приватних розробників);

- спільне інвестування державною разом з приватними венчурними інвесторами в різноманітні інноваційні проекти, що зумовлює підвищення довіри приватних інвесторів до інвестування разом з державною, як наслідок мінімізації їх ризиків, так як при тому ж рівні фінансування, який необхідний

для успішного розвитку проекту, фактичні втрати приватних інвесторів будуть менші (так як лише частина з інвестованих коштів належить приватним інвесторам – у випадку банкрутства реципієнта втрати приватних інвесторів менші);

- стимулювання розвитку інноваційної інфраструктури та стартапів при вищих навчальних закладах та наукових установах заслуговує на особливу увагу, зважаючи на тенденції розвитку інноваційних високотехнологічних середовищ. Зокрема, йдеться про важливість на сучасному етапі розвитку високих інформаційних технологій таких елементів як коворкінги (при яких спеціалісти можуть обмінюватись ідеями), нетворкінги (при яких вони можуть обмінюватись успішним досвідом), а також вже майже класичні елементи інноваційної інфраструктури: технологічні парки та бізнес-інкубатори, що дозволяють молодим підприємствам отримувати необхідні базові знання з ведення бізнесу, а часто також доступ до різноманітного обладнання, яке пришвидшує період переходу підприємства від зародження до стадії залучення венчурних інвестицій. Те ж саме слід сказати і про підприємства, що створюються професорсько-викладацьким та студентським складом вищих навчальних закладів (наукових установ) – поєднання інноваційних ідей зі знаннями про шлях їх втілення і реалізації, дозволяє венчурному інвестору, перед здійсненням інвестиції, інвестувати в підприємства на передпосівних стадіях, зважаючи на високу імовірність уникнення такими стартапами помилок, які допускають молоді команди, без допомоги і підтримки досвідчених спеціалістів.

Україна на сьогоднішній день не вписується в жодну з цих систем. Проте варто відзначити ті напрацювання, які на даний момент в Україні існують.

Як зазначалось в Постанові Кабінету Міністрів України «Про затвердження Державної програми активізації розвитку економіки на 2013-2014 роки» від 27.02.2013 року, ключовими завданнями Уряду є якнайширше залучення інвестицій для створення сучасного виробництва, впровадження

нових знань, технологій і принципів управління, підвищення рівня зайнятості [141]. Проте, відповідна Державна програма не містила чітких механізмів стимулювання діяльності венчурних інвестиційних фондів, які покликані інвестувати безпосередньо у впровадження новітніх технологій, що у випадку успішної реалізації глобальних проектів, приводить до збільшення рівня зайнятості населення, через створення нових робочих місць.

Разом з тим, спрямованість державної політики на підтримку розвитку венчурного інвестування можна спостерігати, зважаючи на ті нормативно-правові акти, що були прийняті. Зокрема, варто згадати Концепцію «Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011-2015 роки», що була затверджена Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 29.09.2010 року, в якій проблеми інвестиційного сектору пропонується розв'язати, в тому числі, шляхом становлення і забезпечення розвитку індустрії прямого інвестування та венчурного капіталу [168]. Також заслуговує на увагу Концепція реформування державної політики в інноваційній сфері, затверджена Розпорядженням КМУ від 10.09.2012 року, де пропонується розв'язати проблему відставання національної економіки від економіки розвинутих держав світу за рівнем технологічного розвитку та продуктивністю виробництва, в тому числі, за допомогою визначення механізму державно-приватного (публічно-приватного) партнерства у науковій та інноваційній сфері, венчурного фінансування інноваційної діяльності. В Концепції зазначено, що однією з причин відставання національної економіки є недосконалість законодавства в інноваційній сфері, відсутність механізму стимулювання до створення, виробництва та споживання інноваційної продукції і внаслідок цього - низька привабливість інноваційної сфери для венчурного капіталу, низький рівень комерціалізації науково-технічних розробок та винаходів [169]. Разом з тим, відповідні державні програми та концепції не містять положень, про порядок дієвої підтримки та стимулювання венчурного інвестування, у зв'язку з чим і виникає потреба в запровадженні механізмів такого стимулювання.

Використання венчурного капіталу для підтримки підприємств закріплено також на рівні закону. В Законі України «Про розвиток та державну підтримку малого і середнього підприємництва в Україні» від 22.03.2012 року, одним із заходів державної підтримки суб'єктів малого і середнього підприємництва у сфері інновацій, науки та промислового виробництва, визначено сприяння розвитку венчурного підприємництва [165]. А Закон України «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні» від 08.09.2011 року, передбачає для реалізації середньострокових пріоритетних напрямів інноваційної діяльності запровадження державою заходів, щодо розвитку інноваційної інфраструктури (інноваційних центрів, технологічних парків, наукових парків, технополісів, інноваційних бізнес-інкубаторів, центрів трансферу технологій, інноваційних кластерів, *венчурних фондів* тощо) [161].

В розрізі державного стимулювання венчурного інвестування можна відзначити також Закон України «Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць» від 06.09.2012 року. Закон передбачає надання державної підтримки інвестиційної діяльності в пріоритетних галузях економіки (галузі, спрямовані на забезпечення потреб суспільства у високотехнологічній конкурентоспроможній екологічно чистій продукції), конкретний перелік яких визначається Кабінетом Міністрів України. Встановлено критерії, яким повинен відповідати інвестиційний проект, щоб отримати державну підтримку: загальна кошторисна вартість такого підприємства, кількість створених на ньому робочих місць, та середня заробітна плата на підприємстві [167]. В Законі не згадуються венчурні інвестиції, проте не має і заборони на отримання державної підтримки венчурним інвестором, у разі інвестування ним в інвестиційний проект, що відповідає згаданим в Законі критеріям.

В Державній цільовій науково-технічній програмі розроблення новітніх технологій створення вітчизняних лікарських засобів для забезпечення

охорони здоров'я людини та задоволення потреб ветеринарної медицини на 2011-2015 роки та Державній цільовій економічній програмі "Створення в Україні інноваційної інфраструктури" на 2009-2013 роки передбачено, що держава здійснює тільки певну частину фінансування проектів, що входять до напрямків розвитку передбачених в Програмах [142; 143]. Отож, можна зробити висновок, що законодавець, складаючи дані Програми передбачав залучення іншої частини коштів з недержавних джерел фінансування. Проте, ні на рівні зазначених Програм та інших Концепцій у сфері реформування інноваційного сектору затверджених актами КМУ («Концепція реформування державної політики в інноваційній сфері», «Концепція розвитку національної інноваційної системи»), ні на рівні Закону «Про інноваційну діяльність», «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні» не передбачається заходів щодо стимулювання діяльності підприємств, що вказані в Державних цільових програмах розвитку певної галузі, що визначена як пріоритетна.

Відсутність відповідного стимулювання підприємств-реципієнтів та венчурних фондів, які здійснюють інвестування інноваційних підприємств, які реалізують проекти у стратегічно важливих для держави сферах, слід визнати недоліком нашого законодавства. Зокрема, зважаючи на той факт, що венчурні інвестиції могли б забезпечити необхідний капітал для розвитку таких стратегічно важливих сфер. Капітал, який на сьогоднішній день відсутній у України, навіть не зважаючи на значну кількість отриманих від міжнародних організації (Міжнародний валютний фонд, Європейським банк реконструкції та розвитку тощо).

Відсутність механізму, що передбачав би дієву підтримку саме венчурного інвестування в Україні, не в останню чергу пояснюється недостатньою інформованістю потенційних реципієнтів інвестицій про таку форму інвестування, про що вже згадувалось вище.

Зокрема, законодавством не визначено куди повинен інвестувати такий фонд, щоб називатись венчурним. Відповідно, фонди вкладають свої кошти в

найбільш привабливі та безпечні для інвестицій сфери. Як відзначає А.В. Шевченко, найвищий інноваційний потенціал міститься у машинобудуванні, харчовій, хімічній та нафтохімічній галузях, які мають найбільші частки інноваційно активних підприємств та є лідерами за освоєнням виробництва інноваційної продукції та впровадженням нових технологічних процесів. Це пояснюється, насамперед, історично високим науковим потенціалом цих галузей, наявністю кваліфікованих кадрів, вищим порівняно з іншими галузями рівнем витрат на інноваційну діяльність [203]. Проте, навіть в ці сфери обсяг венчурного інвестування є очевидно недостатнім.

В той самий час, якби в Загальнодержавних програмах та профільних Законах були визначені конкретні пільги для інноваційних підприємств, що працюють у сферах, які визначені як пріоритетні Програмами та Законом «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні», це зробило б інвестиції у такі підприємства безпечнішими, і як наслідок привабливішими для ВІФ. Разом з тим, максимально ефективно ці положення працюватимуть якщо на законодавчому рівні буде закріплено обов'язок ВІФ інвестувати в інноваційні підприємства, про що вже неодноразово згадувалось в цій роботі.

Слід окремо відзначити, що Постановою КМУ від 12.12.2011 року, було створено Державну інноваційну небанківську фінансово-кредитну установу «Фонд підтримки малого інноваційного бізнесу» (далі - Фонд), яка з економічної точки зору є державним венчурним фондом. Це є вагомим кроком щодо переведення діяльності ВІФ в інноваційну площину, оскільки до прав Фонду входить можливість брати участь в інститутах спільного інвестування, фінансувати інноваційні проекти разом з іншими суб'єктами інноваційної діяльності, передбачені можливості державно-приватного партнерства щодо інвестування інноваційних підприємств [170].

Як приклад успішної взаємодії державного та венчурного капіталу у фінансуванні інноваційних розробок можна навести французький державний венчурний фонд, що вкладає свої кошти безпосередньо в інші венчурні

фонди, а також разом з приватними венчурними фондами в особливо ризикові (навіть для сфери венчурних інвестицій), але потенційно соціально корисні проекти [49; 1]. Таким чином зменшується ступінь ризику, що несе приватний венчурний фонд, а заодно, створюється можливість запустити проект, який за інших умов приватний венчурний інвестор відмовився б фінансувати.

Отже, створюючи відповідний фонд, український законодавець вирішив скористатись елементом європейської моделі стимулювання венчурного інвестування та забезпечити можливість спільного інвестування державою та приватними структурами задля хеджування ризиків приватних інвесторів. Слід позитивно оцінити відповідну тенденцію в розвитку українського законодавства, зважаючи на те, що такі дії допоможуть у становленні новин венчурних інвестиційних фондів в Україні, які зацікавлені в здійсненні саме інвестицій в інновації – класичного венчурного інвестування.

Постановою про створення Фонду, передбачено, що у його складі функціонують регіональні відділення, які наповнюються за рахунок місцевих бюджетів. Тобто, якщо розвинути даний напрямок, можна зробити висновок про доцільність створення регіональних ВІФ, детальніше про які буде вказано в підрозділі 3.3. цього дослідження.

Отже, так само як і в сфері правового регулювання венчурного інвестування, в сфері державного стимулювання венчурного інвестування існують проблеми. З метою аналізу наявних недоліків державного стимулювання розвитку сфери венчурного інвестування в Україні, слід визначити, що ж слід розуміти під господарсько-правовим стимулюванням венчурного інвестування в Україні.

Господарсько-правове стимулювання венчурного інвестування в Україні – система заходів публічно-правового та приватно-правового впливу на сферу правовідносин щодо венчурного інвестування з метою досягнення правового, економічного та соціального ефекту створення правового

середовища використання венчурних інвестицій для фінансування малих та середніх інноваційних підприємств, розвитку національної інноваційної системи України, пріоритетних сфер інноваційного економічного розвитку держави та регіонів, забезпечення конкурентоспроможності українських інноваційних підприємств на світових ринках та підвищення ефективності виконання науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт національними інноваційними підприємствами [185, С. 29].

Як вже відзначалось вище в цій роботі, на сьогодні система заходів господарсько-правового стимулювання державою венчурного інвестування в Україні є неефективною.

Зокрема, на думку О. С. Москвіна головними проблемами в Україні є нестабільне зовнішнє середовище, нерозвиненість венчурної інфраструктури, низька ліквідність венчурних інвестицій у зв'язку з нерозвиненістю фондового ринку, наявність в основному іноземного венчурного капіталу, слабка інформаційна підтримка. О. С. Москвін пропонує розвивати фондовий ринок для забезпечення ліквідності венчурних інвестицій, створювати біржові майданчики з торгівлі цінними паперами високотехнологічних підприємств, а також залучати альтернативні джерела до здійснення венчурного інвестування [127, С.92]. Слід погодитись з необхідністю стимулювання розвитку фондового ринку, як одного з чинників стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні, що буде детальніше розкрито в підрозділі 3.2. цього дослідження. Разом з тим, слід вказати, що в першу чергу на державну підтримку та стимулювання заслуговують саме венчурні інвестиційні фонди та підприємства-реципієнти венчурних інвестицій, так як якими б зручними та досконало врегульованими не були суміжні сфери, все починається саме з фінансування інвестором проекту реципієнта. Якщо на цьому етапі економічної операції, державне стимулювання та правове забезпечення відсутні, інвестор не розглядатиме потенційні переваги подальшого продажу акцій на фондовому ринку, так як

не має впевненості, що стартап проіснує достатньо довго, для розміщення цінних паперів на фондовій біржі.

В свою чергу, І.С. Кузнєцова пропонує такий шлях для впливу на створення умов для залучення потенційних учасників ринку венчурних інвестицій (як інвесторів, так і реципієнтів): «По-перше, необхідно сприяти розвитку пропозицій інноваційних проєктів, готових для прийняття венчурних інвестицій. Інструментами для цього, як свідчить світова практика, є фонди «посівного» інвестування, що базуються на бюджетних ресурсах. По-друге, потрібно розвивати інфраструктуру інноваційної діяльності, що є інструментом скорочення сукупних (трансформаційних та транзакційних) витрат індивідуальних учасників венчурних інвестицій. Джерелом стартових інвестицій в розвиток інфраструктури (бази даних, технопарки, інкубатори, інноваційні та науково-технічні центри, агенції з трансферу технологій, консалтингові структури, специфічні фондові біржі тощо), як показує світовий досвід, є також бюджетні кошти, що виокремлюються в межах відповідних програм. По-третє, доцільно ввести пільговий режим функціонування малих інноваційних компаній – акцепторів венчурного капіталу, що є інструментом скорочення витрат на використання ефективної варіації венчурних інвестицій. По-четверте, необхідно вирішити питання щодо впровадження інститутів державного страхування і гарантування венчурних інвестицій в суспільно важливі інноваційні проєкти малого бізнесу» [116, С. 93-94]. В цілому, слід підтримати пропозиції, висловлені І.С. Кузнєцовою, щодо невідкладних заходів державного стимулювання венчурного інвестування, які проте потребують певного переосмислення. Зокрема, слід повністю погодитись з пропозицією щодо запровадження пільгових умов для функціонування реципієнтів венчурних інвестицій, задля забезпечення більш ефективного використання ними отриманих інвестицій на науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи, а не на різноманітні операційні витрати (орендна плата, комунальні платежі, місцеві податки тощо). Крім того, заслуговує на підтримку

пропозиція щодо запровадження державного страхування венчурних інвестицій в інноваційні підприємства, які розробляють суспільно важливий продукт (надають послугу, виконують функцію своїм існуванням).

Разом з тим, пропозиції щодо державного страхування венчурних інвестицій, виконання державою функцій «посівного» фонду, а також основний тягар фінансування розвитку інноваційної інфраструктури за рахунок держави, на сьогоднішній день видаються малоімовірними механізмами державної підтримки розвитку венчурного інвестування в Україні, зважаючи на стан економіки країни станом на момент написання цього дослідження (девальвація гривні, падіння темпів розвитку економіки, відсутність зростання ВВП, наявність значної кількості зовнішніх позик та кредитів, по частині з яких вже настав період виконання тощо).

Запропоновані І.С. Кузнєцовою механізми стимулювання венчурного інвестування, становлять цінність в довгостроковій перспективі (за умови презумпції успішного розвитку економіки України) при плануванні програм інноваційної політики держави на період до 2025 року включно. В довгостроковій перспективі, наявність сформованих правових підвалин для створення та функціонування державних венчурних «посівних» фондів, державного фінансування створення нових об'єктів інноваційної інфраструктури (не лише технопарків та технополісів, значна частина з яких на сьогоднішній день не отримує належного фінансування, а й бізнес-інкубаторів, акселераторів, центрів трансферу технологій і т.д.) та забезпечення механізму державного страхування венчурних інвестицій в пріоритетні сфери інноваційного розвитку (з поширенням відповідного механізму не лише на державу, але і на можливість страхування місцевими громадами, в особі відповідних органів, венчурних інвестицій в пріоритетні інноваційні сфери економіки регіонального значення) забезпечить належну можливість подальшого розвитку національної інноваційної системи України та венчурних інвестицій, як її важливої складової.

Проте, на короткостроковій перспективі видається доцільним також створення механізму залучення венчурного капіталу для фінансування розвитку та створення інноваційної інфраструктури в Україні, що детальніше розкривається в підрозділі 3.1. цього дослідження.

Проводячи проміжний підсумок, слід вказати, що короткострокова державна політика (до 2020 року) щодо підтримки та стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні повинна бути спрямована в першу чергу на забезпечення стимулювання діяльності венчурних інвестиційних фондів та реципієнтів венчурних інвестицій.

Одним із вже існуючих способів стимулювання венчурних інвестиційних фондів в Україні, є податкові пільги, що передбачені для інститутів спільного інвестування (далі - ІСІ). Так, згідно з пп.141.6.1. Податкового Кодексу України від 02.12.2010 року, звільняються від оподаткування кошти спільного інвестування, а саме: кошти, внесені засновниками корпоративного фонду, кошти та інші активи, залучені від учасників інституту спільного інвестування, доходи від здійснення операцій з активами інституту спільного інвестування, доходи, нараховані за активами інституту спільного інвестування, та інші доходи від діяльності інституту спільного інвестування (відсотки за позиками, орендні (лізингові) платежі, роялті тощо) [133]. Вище вже згадувалось, що оскільки доходи венчурних фондів не оподатковуються, то таку організаційно-правову форму часто використовують не за призначенням – не для здійснення інвестицій в інновації.

Тому, для стимулювання венчурних інвесторів вкладати гроші саме в ризикові інноваційні проекти, варто було б запровадити певні пільги для молодих інноваційних підприємств, які є об'єктами венчурного інвестування, та встановити обов'язок венчурних інвестиційних фондів вкладати кошти у відповідні підприємства, які відповідають ознакам реципієнтів венчурних інвестицій, які закріплені в законі (вище в цій роботі вже наводились відповідні пропозиції). Це буде виступати додатковою гарантією здійснення

інвестицій саме в підприємства-реципієнти, які відповідають встановленим в законодавстві вимогам до реципієнтів венчурних інвестицій, що забезпечить ефект для інноваційного розвитку країни, який виправдає запровадження спеціальних умов для окремих суб'єктів господарювання.

Зокрема, тут можливо запропонувати кілька механізмів податкового стимулювання реципієнтів венчурних інвестицій.

По-перше, це повне звільнення від оподаткування (податкові канікули) на період розроблення інноваційного проекту. Наприклад, після реєстрації інноваційного стартапу в технопарку, або початку співробітництва між стартапом і бізнес інкубатором, або між стартапом і вищим навчальним закладом (іншою науковою установою), такий стартап за поданням відповідного технопарку, бізнес-інкубатора, вищого навчального закладу або іншої наукової установи до органів податкової служби реєструється з вказівкою відведеного терміну на виконання інноваційного проекту (строк виконання проекту може бути підтверджено висновком незалежної експертизи) та отримує податкові канікули на строк виконання такого інноваційного проекту.

Окрім повного звільнення від оподаткування, можливо також запровадити механізм часткового звільнення. Зокрема, після отримання реципієнтом венчурних інвестицій, венчурний інвестиційний фонд подає до органів податкової служби інформацію про таку інвестицію, профіль діяльності підприємства та затвердженою реципієнтом інвестицій стратегією розроблення інноваційного продукту, яка пройшла незалежну експертизу щодо строків її реалізації. За результатами розгляду відповідних документів, орган податкової служби вносить відповідне підприємство до спеціального реєстру суб'єктів господарювання, які мають право на використання половинної ставки податку, встановленої для відповідної категорії підприємств. Наприклад, якщо загальна ставка оподаткування для таких підприємств становить 5% (так як підприємство є платником єдиного

податку відповідної групи), то фактично, реципієнт венчурних інвестицій зобов'язаний сплачувати податки, виходячи зі ставки оподаткування 2,5%.

В обох запропонованих вище сценаріях стимулювання діяльності реципієнтів венчурних інвестицій постає питання контролю за дотриманням суб'єктами господарювання заявлених строків виконання інноваційного проекту (розроблення продукту, втілення розробки в робочу модель тощо). Відповідні повноваження слід покласти на органи податкової служби, які у випадку недотримання суб'єктом господарювання заявлених строків без об'єктивних причин (які виключають продовження таких строків), має право стягнути з такого суб'єкта господарювання всі недоотримані бюджетом кошти. У випадку недостатності коштів у відповідного суб'єкта господарювання, субсидіарну відповідальність нестиме суб'єкт, за поданням якого підприємство було зареєстровано як реципієнт венчурних інвестицій, який виконує інноваційний проект, - венчурні інвестиційні фонди, вищі навчальні заклади, бізнес-інкубатори, технопарки.

Варто погодитись з Д.Є. Висоцьким, щодо необхідності створення єдиного державного реєстру інноваційних проектів, так як на його думку, існування в Україні двох таких реєстрів (державний реєстр інноваційних проектів всіх суб'єктів господарювання та державний реєстр проектів технологічних парків) не дозволяє ефективно здійснювати управління відповідним сектором [87, С. 10]. Єдиний реєстр допоможе забезпечити ефективність контролю за можливими дублюваннями інноваційних проектів пов'язаними особами, що свідчитиме про наявність ознак зловживання податковими пільгами.

Також правовим засобом державного стимулювання венчурного інвестування в Україні є гарантії прав суб'єктів інвестиційної діяльності та захист інвестицій, що закріплені в ЗУ «Про інвестиційну діяльність». Держава гарантує стабільність умов здійснення інвестиційної діяльності, додержання прав і законних інтересів її суб'єктів, захист інвестицій, та відповідальність при недодержанні умов інвестиційного договору [154].

Стимулюючи розвиток венчурного інвестування, держава повинна забезпечити також належне бізнес-середовище у країні в цілому. Зокрема, ефективність судочинства, ефективність захисту прав інтелектуальної власності суб'єктів господарювання не лише в судовому, але і в адміністративному порядку, розвиток українського договірної права (про що буде вказано в п.2.3. цього дослідження) – всі ці складові мають важливе значення для цілісної державної підтримки сфери венчурного інвестування в Україні.

Крім того, Закон України “Про інноваційну діяльність” визначає порядок і механізм державного стимулювання інноваційної діяльності в Україні та передбачає фінансову підтримку Державною інноваційною фінансово-кредитною установою інноваційних проектів [155]. Проте, як справедливо відзначають в своїй статті Б.В. Гриньов та В.А. Гусев, щодо венчурних інвестицій законом не передбачено жодних дієвих заходів для їх стимулювання, або стимулювання вкладення ними коштів в інноваційні проекти [96].

Одним зі способів зменшити відчутний дефіцит венчурного капіталу в інноваційній системі України, є фінансування державою розробки та створення інновацій. На думку Н.А. Дехтяра [102, С. 10], фінансування інноваційної діяльності підприємств за рахунок коштів державного бюджету і бюджетів органів місцевого самоврядування доцільно здійснювати не лише у формі прямих бюджетних асигнувань, але й субвенцій, субсидій та інших цільових адресних надходжень.

Разом з тим, використання лише державних ресурсів, зокрема цільового фінансування розвитку певних інноваційних проектів, без обов'язку підприємства повертати такі кошти чи у вигляді коштів, чи у вигляді корпоративних прав (що і вбачається з пропозиції Н.А. Дехтяра), навряд чи можна визнати доцільною пропозицією. Не повторюючи аргумент щодо відсутності у бюджеті України достатніх коштів для забезпечення фінансування значної кількості інноваційних підприємств, слід також

вказати, що без взаємного використання державних коштів (та коштів місцевих громад) та венчурного капіталу, досягнути значного поступу у розвитку інноваційної системи України не вдасться, як мінімум, зважаючи на наступне. По-перше, очевидним є те, що державне фінансування в сукупності з венчурними інвесторами зможе забезпечити значно вище фінансування, ніж просто державні кошти. По-друге, рішення фінансування венчурними фондами (в тому числі, фондами, які оперують частково і державними коштами) проектів приймається значно оперативніше та значно менш бюрократизовано, ніж прийняття рішень органами державної влади та місцевого самоврядування. По-третє, венчурні інвестиції – це не тільки капітал, але і досвід персоналу фонду, зв'язки з іншими професійними організаціями, консультантами, вченими, маркетологами і різних країнах світу і т.д. Державне фінансування, дати такої «додаткової вартості» своїм інвестиціям не може, зважаючи принаймні на відсутність відповідних посад в державних органах та органах місцевого самоврядування.

Крім того, для створення належного економіко-правового середовища, в якому інвестори були б захищені, вкладаючи кошти в інноваційні розробки, потребує вдосконалення також правове регулювання та правовий захист права інтелектуальної власності, так як інновації в більшості своїй потребують захисту саме правом інтелектуальної власності (зокрема, зважаючи на останні тенденції до збільшення сектору венчурних інвестицій в програмне забезпечення, стрімкий розвиток українського ІТ ринку та визнання в світі українських спеціалістів у сфері інформаційних технологій). Для прикладу венчурного інвестування у сфери, які захищаються правом інтелектуальної власності, можна навести США, де в 2012 році в медичні розробки було інвестовано 2,5 млрд. доларів США, а в 2011 році – 2,8 млрд [46].

Гарно налагоджені системи управління правами інтелектуальної власності заохочують також новаторів до розкриття їх знань, для того щоб майбутні новатори могли спиратись на них, і тим самим сприяють

пришвидщенню темпів інноваційної діяльності. Проте, згідно з «Компендіумом передової практики в сфері заохочення розвитку, заснованого на знаннях» виданого Європейською Економічною Комісією ООН, малі та середні підприємства не повною мірою використовують систему інтелектуальної власності (далі – ІВ) в силу цілого ряду причин, включаючи: занадто високі витрати, пов'язані з отриманням права інтелектуальної власності (далі – ПІВ); відсутність необхідної інформованості про систему ІВ; невиправдані труднощі як при отриманні ПІВ, так і при використанні цивільних та адміністративних засобів захисту; відсутність достатнього експертного досвіду; відсутність необхідних фінансових ресурсів для забезпечення дотримання ПІВ, включаючи високі затрати на судовий захист [108].

Отже, на сьогоднішній день в Україні, підприємці-інноватори стикаються не лише з проблемами відсутності фінансування, але і з труднощами у забезпеченні захисту своїх інноваційних продуктів, в тому числі розроблених на кошти інвесторів. Зважаючи на таку ситуацію, ризики венчурного інвестора, який здійснюватиме фінансування НДДКР вітчизняних підприємств, необґрунтовано зростають, що є ще одним елементом, який стримує розвиток сфери венчурного інвестування в Україні та потребує вдосконалення.

Слід погодитись з Ю.Є. Атамановою, що товарами на ринку інновацій, взятому у вузькому значенні, виступають не просто майнові права на нематеріальні блага – результати інтелектуальної діяльності, а цілісний комплекс об'єктів, який включає майнові права на об'єкти права інтелектуальної власності, результати робіт, послуги та інформацію, втілену в бізнес-планах, кресленнях, інструкціях та іншій документації. Ю.Є. Атамановою звернуто увагу, що на сьогодні українським законодавством проблема врегулювання обороту результатів інтелектуальної діяльності в межах інноваційного ринку фактично зводиться до врегулювання питань розпорядження майновими правами на об'єкти

інтелектуальної власності [75, С. 36]. Цього явно не достатньо, для ефективного функціонування інноваційного ринку, та венчурного інвестування, як його вагової складової.

Крім того, М.Д. Василенко вважає, що «існує об'єктивна необхідність у державній підтримці наукових досліджень і передових напрямків розвитку, оскільки приватно-підприємницький сектор має менші в порівнянні з державою фінансові можливості та здатний забезпечувати розвиток лише окремих, пов'язаних із конкретною підприємницькою діяльністю проектів. Науковий проект ще підлягає доведенню до інноваційного продукту, і малому і середньому бізнесу самотійно тут не впоратися, бо потрібні достатньо великі інвестиції на проведення науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт, придбання відповідного обладнання, виготовлення дослідних зразків тощо без гарантування отримання швидкого прибутку» [83]. Слід критично оцінити таку позицію М.Д. Василенка, зважаючи на теперішній стан українських об'єктів інноваційної інфраструктури, створення та функціонування яких мало б здійснюватись за державні кошти (вказане питанн буде детально проаналізований в підрозділі 3.1. цієї роботи), проте такі об'єкти знаходяться в стані, коли не лише не підтримують інноваційні підприємства, а й самі потребують підтримки від приватних структур, що і буде обґрунтовано у відповідному підрозділі цього дослідження.

Згадуючи зарубіжний досвід державної підтримки венчурного інвестування та інновацій, слід вказати на Програму інвестування малого бізнесу (Small Business Investment Program), яка розроблена та запроваджена в США. Програма почала діяти з 1958, коли федеральний уряд, вирішив брати активну участь в розвитку та впровадженні інновацій в країні. Було створено Адміністрацію малого бізнесу (далі – Адміністрація), якій дали повноваження вкладати кошти в інвестиційні фонди, що інвестуватимуть в малі підприємства. Суть такого інвестування полягала в тому, що підприємство, в яке інвестувала Адміністрація, отримувало додаткові

гарантії. А саме: для інших (приватних) інвесторів такого інвестиційного фонду це означало, що вони не втратять своїх грошей, навіть, якщо цільове підприємство, куди фонд інвестував свої кошти, збанкрутує [51].

Не дивлячись на позитивність такої ситуації для приватного інвестора, давайте поглянемо глибше в суть цього явища. Оскільки приватний інвестор повністю впевнений, що нічого не втратить, його діяльність перестає бути ризиковою, що розслабляє його, і він вже не хоче приймати активну участь в роботі підприємства, не так активно придивляється до його звітності, та не досліджує зміни ситуації на ринку так ретельно, як робив би це звичайний венчурний інвестор. Для держави це означає, прийняти на себе великий ризик можливих боргів. Що і сталося в середині 80х років. Це змусило Адміністрацію ліквідувати багато компаній, куди були вкладені державні кошти. Невдовзі після цього Програму фактично призупинили. Починаючи з 1992 її почали знову відроджувати [51].

На сьогоднішній день Програма діє в редакції 2011 року. В Програмі вказана мета якої хоче досягнути уряд (а саме: якщо особа виробляє або має намір виробляти інноваційну продукцію, надавати послуги в США, то, надаючи таку підтримку, Адміністрація розумно сподівається на подальше виробництво такої продукції, надання таких послуг та створення робочих місць в США), вимоги до малого підприємства, яке хоче стати учасником програми (організаційно-правова форма, розмір статутного капіталу, дані про учасників і т.д.) та процедура отримання статусу інвестиційної компанії малого бізнесу (small business investment company) [51].

Також необхідною зміною для розвитку венчурного інвестування є удосконалення роботи фондового ринку України. Одним із способів виходу венчурного інвестора з цільового підприємства є IPO (initial public offering) – первинне публічне розміщення цінних паперів підприємства на фондовому ринку. Разом з тим, детальніше про важливість удосконалення механізму IPO для розвитку венчурного інвестування в Україні буде вказано в розділі 3.2. цього дослідження.

Отже, потрібно відзначити, що наявні в Україні правові засоби державного стимулювання венчурного інвестування, є недостатніми. Заслугує на позитивну оцінку те, що вже зроблено, проте, доволі часто положення, що фіксуються в законах та постановах, так і залишаються на папері, так як приймаються без детального вивчення способів економічного стимулювання венчурних інвесторів та без глибокого розуміння суті венчурного інвестування.

З врахуванням викладеного вище та з метою приведення системи державного стимулювання венчурного інвестування в Україні у відповідність з її функціональним призначенням та створенням умов для ефективного виконання державною покладених на неї функцій щодо забезпечення функціонування венчурного інвестування, як важливої складової національної інноваційної системи, слід визначити сукупність першорядних засобів державної економічної політики, що потребують закріплення на господарсько-правовому рівні у сфері стимулювання венчурних інвестицій з урахування потреб обраного країною курсу на економічну та правову інтеграцію до Європейського союзу.

Зокрема, необхідним є розроблення та прийняття довгострокової (до 2030 року) та короткострокової (до 2020 року) комплексних програм стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні.

В короткостроковій програмі стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні слід передбачити кроки щодо:

1) звільнення, на період дії програми, інноваційних підприємств від оподаткування (загальнодержавними та місцевими податками і зборами) за поданням відповідного вищого навчального закладу, при якому створене таке інноваційне підприємство, технопарку або бізнес-інкубатора, при якому функціонує таке інноваційне підприємство, венчурного інвестиційного фонду, який здійснив інвестування такого інноваційного підприємства, з покладенням на суб'єкта подання відповідальності за реалізацію

інноваційним підприємством задекларованих інноваційних розробок, проектів, продуктів тощо.

2) встановлення пільгових умов щодо сплати орендної плати, комунальних платежів тощо, для інноваційних підприємств, які орендують об'єкти нерухомості, що належать державі або територіальній громаді, в особі компетентних органів. Зокрема, встановлення права таких інноваційних підприємств орендувати відповідне нерухоме майно за 1 грн. на рік, та не сплачувати комунальні платежі. Задля уникнення зловживань, тут також доцільно запровадити механізм щодо надання інноваційним підприємствам вказаних пільг за поданням інших суб'єктів (ВНЗ, технопарків, бізнес-інкубаторів або венчурних інвестиційних фондів), як описано в попередньому пункті;

3) запровадження ефективних механізмів взаємодії між венчурними інвестиційними фондами та технопарками, бізнес-інкубаторами, вищими навчальними закладами. Зокрема, запровадження можливості державно-приватного партнерства щодо створення інноваційної інфраструктури, яка частково профінансована державою, а частково приватними інвесторами, з наданням права останнім самостійно визначати порядок діяльності такого об'єкта інноваційної інфраструктури (правила участі інноваційних підприємств, вимоги до учасників, вимоги до строків виконання проекту, рівня проекту та його орієнтованості на відповідний ринок тощо);

4) внесення змін до чинного законодавства України щодо закріплення в діючому законодавстві вимог до інноваційних підприємств-реципієнтів венчурних інвестицій: необхідності реєстрації реципієнтів венчурних інвестицій в Україні, обов'язкового здійснення ними інноваційної діяльності, необхідності бути створеними не більше 10 років до дати венчурного інвестування, відсутності прямого або опосередкованого контролю над венчурним інвестором та / або компанію з управління активами, відсутність реєстрації учасником торгів на фондовій біржі. Такі заходи допоможуть створити правовий механізм необхідний для належного функціонування

венчурного інвестування у відповідності з його економічним змістом (фінансування новостворених інноваційних підприємств) та належної його державної підтримки.

В довгостроковій програмі стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні слід передбачити кроки щодо:

1) створення державного венчурного інвестиційного фонду, що здійснює виключно посівне (seed) інвестування, що допоможе розширити державну присутність в різноманітних сферах економіки та диверсифікувати державні активи, створивши механізм, при якому падіння в ціні класичних сфер державної економіки буде компенсовуватись зростанням в ціні компаній зі сфер ІТ, альтернативної енергетики тощо (в яких буде частка корпоративних прав держави, через здійснені посівні інвестиції). Крім того, державне інвестування на ранніх стадіях, допоможе залишити в Україні, значну кількість інноваційних підприємств, які могли б виїхати за кордон, з метою отримання посівного фінансування від американських або європейських венчурних фондів.

2) створення нових об'єктів інноваційної інфраструктури як виключно за державні кошти, так і шляхом поглиблення державно-приватного партнерства у цій сфері.

3) запровадження механізму державного гарантування венчурних інвестицій, здійснюваних в стратегічно важливій (пріоритенті) сфері інноваційного розвитку економіки країни, що допоможе нівелювати відповідні ризики приватних інвесторів, які погодяться інвестування у скажімо, розробку технологій у космічній галузі, видобування чистої енергії з морських припливів та відпливів, забезпечення екологічно чистих способів утилізації виробів з пластику тощо.

4) запровадження мережі регіональних державних венчурних інвестиційних фондів, які будуть здійснювати спільне інвестування проектів разом з приватними венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, розташовані в відповідних регіонах, що створить додаткові

гарантії отримання фінансування підприємствами, які за звичайних умов залишились би незатребуваними з точки зору приватних інвесторів.

5) розвиток фондового ринку України, що передбачає полегшення доступу українських емітентів до зарубіжних фондових бірж, стандартизація вимог до звітності емітентів цінних паперів згідно зі світовою практикою та запровадження міжнародних стандартів фінансової звітності, підвищення вимог до розкриття емітентами цінних паперів інформації при IPO та після лістингу цінних паперів на біржі.

6) створення правового підґрунтя для забезпечення максимально ефективної взаємодії між венчурними інвестиційними фондами та вищими навчальними закладами щодо венчурного інвестування інноваційних підприємств, створених професорсько-викладацьким та студентським складом вищих навчальних закладів (наукових установ). Зважаючи на значний науковий потенціал, який несе в собі сфера вищих навчальних закладів (наукових установ), така взаємодія з венчурними фондами (достатнім джерелом фінансування, досвідченого менеджменту, зв'язків з консультантами, знанням галузі і т.д.) забезпечить стрімке зростання інноваційного потенціалу вищої освіти в Україні.

7) запровадження механізму, при якому мале або середнє підприємство, що не має самостійних коштів на науково-дослідницькі дослідно-конструкторські роботи, може звернутись до вищого навчального закладу (що є провідним дослідником в потрібній їм сфері) з запитом на розробку потрібної інновації. Держава вступає в процес на етапі фінансування такої розробки, та сплачує 50 % коштів, що знадобились на розробку інновації. Інтерес держави полягає в розвитку малого та середнього інноваційного підприємництва, створенні робочих місць та досягненні інших соціально значущих ефектів. Таким чином, використовується дослідницький потенціал ВНЗ та комерціалізуються розроблені інновації, що має позитивний ефект для економіки в цілому. Для венчурних інвесторів ця ситуація корисна, в тому значенні, що інвестуючи в таке підприємство, вони

інвестують у вже готовий продукт, що перевірений провідними науковцями штату (оскільки він ними і розроблений). Це робить цільове підприємство значно привабливішим для венчурного інвестора, оскільки зменшує потенційний ризик провалу.

Підбиваючи проміжний підсумок викладеному у підрозділі 2.1. цього дослідження, слід вказати на недостатність державної підтримки розвитку венчурного інвестування в Україні, необхідність вдосконалення інструментів державного регулювання та стимулювання діяльності венчурних фондів та суміжних інститутів (малих та середніх інноваційних підприємств, інноваційної інфраструктури тощо).

2.2. Правове закріплення статусу учасників відносин щодо венчурного інвестування та об'єкти венчурного інвестування

В Україні наявні законодавчо закріплені положення як про венчурні інвестиційні фонди, так і про інших учасників інноваційної діяльності, що дає змогу охарактеризувати коло суб'єктів, що приймають участь у венчурному інвестуванні або роблять його можливим, шляхом виконання допоміжної, консультативної та/або інших функцій.

Перш за все, слід визначитись з питанням про те, хто є венчурним інвестором.

В Розділі 1 вже вказувалось, що ринок венчурного капіталу прийнято поділяти на два сектори: неформальний (представлений індивідуальними інвесторами) і формальний (представлений венчурними фондами).

Щодо інституційних інвесторів, то вище вже вказувалось, що Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 26.09.2012 року дає визначення венчурного інвестиційного фонду, яке до того містилось в його попереднику – Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 року. Тобто,

формалізоване визнання законодавцем необхідності такої бізнес одиниці як венчурний інвестиційний фонд вперше відбулось у 2001 році та досі присутнє в чинному законодавстві України. Венчурні інвестиційні фонди поділяються на корпоративні та пайові, порядок їх створення та функціонування врегульовано на законодавчому рівні та окремо тут не аналізуватиметься.

Якщо ж говорити про бізнес-янголів, то тут законодавство не містить жодних положень, які б прямо регулювали відповідні питання щодо здійснення приватних венчурних інвестицій фізичними особами. Варто відзначити, що сьогодні в Україні все активніше розвивається цей сектор інвестування. Зокрема, за результатами 2015 року, бізнес-янгולי в Україні уклали 30 угод на суму в 22 млн. дол. США [128].

Точну кількість неформальних венчурних інвесторів (бізнес-янголів) в Україні на сьогоднішній день вказати проблематично, оскільки в офіційній Українській асоціації бізнес-янголів на 2015 рік налічувалось всього 24 члена, проте очевидно, що незареєстрованих інвесторів, які не є членами відповідної асоціації значно більше [3]. Разом з тим, ситуації в українському секторі бізнес-янголів залишається не втішною. Для прикладу, слід вказати, що станом на 2012 рік, в Україні було близько 50 бізнес-янголів, в той час як в Великій Британії їх приблизно 18 тис. і вони щорічно інвестували близько півмільярда фунтів стерлінгів [99].

Зважаючи на це, необґрунтованою видається відсутність дій законодавця з закріплення особливих положень, що спростили б здійснення венчурних інвестицій бізнес-янголами та додатково про стимулювали власників значних капіталів вкладати свої кошти в інноваційні підприємства.

Виникає справедливе запитання: яким чином вплине на сектор бізнес-янголів введення спеціального правового регулювання їх діяльності?

На користь врегулювання окремих положень щодо діяльності бізнес-янголів говорить можливість залучення більшої кількості фінансів в інноваційну сферу.

Проти детального врегулювання говорить той факт, що у випадку невдалого формулювання законодавцем відповідних положень, це зробить середовище бізнес-янголів, яке ще навіть не встигло остаточно сформуватись, потенційно непривабливим для входження у відповідний сектор нових учасників та зарегульованим.

Купуючи частку в цільовому підприємстві бізнес-янгол наперед знає, що як тільки дана частка буде коштувати суттєво більше ніж коштувала при купівлі, він її продасть. Це основна мотивація та спосіб отримання прибутку від діяльності будь-якого венчурного інвестора. Купуючи частку в підприємстві-реципієнті бізнес-янгол, як правило, приймає особисту участь в діяльності підприємства. Це особливо цінно коли бізнес-янголи з досвідом успішної технічної або ІТ діяльності вкладають кошти саме в технічні або ІТ проекти, надаючи реципієнтам інвестицій також свої знання галузі, досвід, зв'язки з потенційними партнерами і т.д. Тому на ранньому етапі «посівного фінансування» привабливішою виглядає участь саме бізнес-янгولا, а не інституційного венчурного інвестиційного фонду.

Якщо ж говорити про венчурний інвестиційний фонд, то його участь буде кориснішою на етапі розширення або запуску інноваційного продукту. На даних етапах у підприємства вже сформована цілісна ефективна команда, бачення ринку і свого місця на цьому ринку. Венчурний фонд може забезпечити потрібні кола фінансування не втручаючись в оперативну діяльність підприємства-реципієнта, хоча і не позбавлений такої можливості. Поширеною практикою західних країн є закріплення правових положень, щодо можливості венчурним фондом контролювати діяльність отримувача інвестицій шляхом участі в наглядовій раді тощо [72].

Наступними учасниками венчурного інвестування, які відіграють значну роль у становленні цього інституту є професійні та галузеві асоціації венчурного інвестування. У травні 1998 року в Україні за пропозицією Європейської асоціації венчурного капіталу (далі – EVCA) при Українській

асоціації інвестиційного бізнесу (далі – УАІБ) відкрито секцію венчурного капіталу, основне завдання якої - сприяти розвитку венчурного інвестування в Україні [85]. Проте, на даний момент діяльність УАІБ на поприщі венчурного інвестування не можна назвати ефективною. Не проводяться освітні тренінги або семінари, що влаштовувалися б УАІБ. Так само відсутні конференції або різноманітні з'їзди венчурних інвесторів, які влаштовувала б Асоціація.

Разом з тим, в 2014 році в Україні з'явилися дві профільні організації венчурних інвесторів: Українська асоціація венчурного капіталу (UVCA) та Спілка Українських бізнес-янгелів (UANGEL). Основною метою діяльності організацій є покращення умов інвестиційної системи, популяризація українського ринку для іноземних інвесторів, просвітницька робота щодо венчурного інвестування, дослідження ринку венчурного інвестування, лобіювання законів щодо вдосконалення правового регулювання венчурного інвестування в Україні. Крім того, це важливий крок щодо створення платформ, на яких інвестори та інноваційні підприємства будуть зустрічатися для представлення проектів та залучення інвестицій [4; 6].

У світовій практиці такі профільні спілки та асоціації відіграють важливу роль. Наприклад, Європейська асоціація венчурного капіталу щорічно випускає посібники присвячені венчурним інвестиціям, тісно співпрацює з структурами ЄС, що займаються регулюванням венчурного інвестування, надаючи консультації з тенденцій розвитку цієї сфери.

Також відповідні організації можуть розробляти типові контракти та договори про здійснення венчурного інвестування, які хоч і не мають загальнообов'язкової сили, але сприяють уніфікації поведінки учасників відносин щодо венчурного інвестування. Це зумовлено тим, що власне венчурні інвестори, які входять до такої організації (асоціації) і розробляють положення даних договорів.

Крім того, оскільки такі організації не зв'язані довгими бюрократичними процедурами прийняття або внесення поправок в проекти

(шаблони) договорів, вони можуть оперативно реагувати на виклики сучасного ринку та впроваджувати передову практику щодо венчурного інвестування.

Влада країни може підтримувати та заохочувати таку діяльність. Наприклад, при розробленні «Правил регулювання Європейських фондів венчурного капіталу» (EuVECA Regulations), Європейська Комісія звернулась до EVCA з проектом даних «Правил» для отримання висновку зазначеної асоціації.

Наступним учасником відносин щодо венчурного інвестування є компанії з управління активами (далі – КУА). Саме компанія з управління активами здійснює управління активами інституту спільного інвестування, в тому числі венчурного інвестиційного фонду.

КУА здійснює управління активами ІСІ за винагороду, розмір якої встановлюється відповідно до регламенту фонду. Зокрема, на відміну від інших інвестиційних фондів, розмір винагороди КУА, яка здійснює управління активами ВІФ, може визначатись не лише як відсоток вартості чистих активів інституту спільного інвестування, але й як відсоток приросту вартості чистих активів інституту спільного інвестування [150].

Крім того, для здійснення діяльності з управління активами інвестиційного фонду, КУА має отримати відповідну ліцензію від НКЦПФР.

Основні функції компанії з управління активами:

- створення пайових інвестиційних фондів;
- випуск, розміщення та викуп цінних паперів ІСІ;
- залучення агентів, які розміщують/викупувають цінні папери ІСІ серед інвесторів;
- управління активами ІСІ: після надходження грошових коштів на рахунок ІСІ, КУА спрямовує їх на придбання активів для формування структури портфелю даного ІСІ, яка вказана в Інвестиційній декларації;

- аналіз ринку цінних паперів, нерухомості та інших ринків, інструменти яких перебувають у складі активів ІСІ;
- пошук нових об'єктів для інвестицій;
- регулярна переоцінка активів, оформлення договорів придбання і продажу активів, підготовка звітності до державних контролюючих органів;
- забезпечення поточної діяльності ІСІ [193].

Разом з тим, вище в цій роботі вже вказувалось на той факт, що в українському законодавстві не існує спеціально встановлених правил щодо вимог до КУА, які здійснюють управління активами венчурних інвестиційних фондів. Зважаючи на специфіку діяльності ВІФ, таку прогалину законодавства слід вважати недоліком чинного правового регулювання венчурного інвестування в Україні. Зокрема, на відміну від інших інвестицій, венчурне інвестування містить найвищий ступінь ризику, у зв'язку з чим, КУА має дуже ретельно відбирати об'єкти інвестування та мати висококваліфікованих фахівців для оцінки галузевих ризиків кожного реципієнта інвестицій. Доцільним виглядає наближення українського правового регулювання питань діяльності керуючих венчурними інвестиційними фондами до правового регулювання цього питання в ЄС, яке аналізувалось в підрозділі 1.3. цього дослідження.

Важливим учасником правовідносин щодо венчурного інвестування в Україні є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України, яка створена Указом Президента України від 23.11.2011 № 1063/2011, та замінила собою Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку України.

Зокрема, саме НКЦПФР видає відповідні ліцензії Компаніям з управління активами, що керують венчурними інвестиційними фондами.

В поєднанні зі згаданою вище позицією автора про необхідність підвищення професійних стандартів діяльності керуючих ВІФами, вбачається за можливе видання саме НКЦПФР регуляторного акту, який допоможе

запровадити відповідні критерії та здійснювати належний контроль за їх виконанням. Надання таких функцій саме НКЦПФР допоможе забезпечити комплексний підхід у контролі за діяльністю венчурних фондів та КУА, зважаючи на те, що при реєстрації реципієнтом венчурних інвестицій своїх цінних паперів для торгів на фондовому ринку (ІРО), саме НКЦПФР вповноважена контролювати дотримання таким емітентом вимог чинного законодавства України, що пов'язані з такими діями емітента цінних паперів.

У зв'язку з цим, НКЦПФР слід виділити в якості важливого учасника відносин щодо венчурного інвестування в Україні.

Щодо таких учасників інноваційної діяльності як технопарки, технополіси, бізнес-інкубатори та інші інноваційні структури, то вони, безумовно є учасниками системи правовідносин щодо венчурного інвестування, виступаючи в якості «плацдарму» для вирощування потенційних реципієнтів венчурних інвестицій. Разом з тим, безпосередньої участі при інвестуванні та подальших відносинах між венчурним інвестором та реципієнтом інвестицій такі інноваційні структури не беруть. Участь вказаних інноваційних структур проявляється в якості посередника або «плацдарму» для представлення венчурному інвестору потенційно успішного проекту. Детальніше, вказана позиція автора буде розкрита в підрозділі 3.1. цієї роботи.

Щодо таких учасників правовідносин венчурного інвестування як підприємства-реципієнти, то слід вказати на їх подвійну природу. Зокрема, визначати реципієнтів інвестицій виключно в якості учасників відповідних правовідносин є необґрунтованим звуженням тієї ролі, яку вони виконують, так як з точки зору венчурного інвестора підприємство-реципієнт є також і *об'єктом* інвестиції, а не лише партнером з яким виникли відносини стосовно предмета або дії тощо.

У філософії, об'єкт визначається як зовнішній, протилежний суб'єкту предмет, на який спрямовані пізнання і дія суб'єкта. Проте прямолінійно застосовувати це філософське положення до правових, у тому числі й інвестиційно-правових відносин не можна. Інакше склалося б хибне уявлення, що правовідносини – це відносини між суб'єктом і об'єктом. Правовідносини ж розглядаються як відносини між суб'єктами з приводу того чи іншого об'єкта. Вони складаються між особами щодо матеріального або нематеріального блага для задоволення своїх потреб. Тому об'єктом інвестиційних правовідносин може бути те, заради чого суб'єкти вступають у відносини з метою здійснення своїх законних прав та інтересів і на що спрямовані їхня суб'єктивні права та обов'язки [200].

Визначені в ЗУ "Про інвестиційну діяльність" об'єкти інвестування можуть бути поділені на такі групи: матеріальні цінності, цінні папери та майнові права, інтелектуальні цінності. Визначені види об'єктів інвестування можуть бути як об'єктами, в які вкладаються кошти, так і формами, в яких здійснюються вкладення [125].

Безпосередньо поняття «майно» має кілька тлумачень. Зокрема під майном можуть розуміти річ (визначену сукупність речей). Зазвичай саме таке тлумачення поняття «майно» застосовується в нормах, які мають значення для визначення предмету договору. Крім того, під «майном» можуть розуміти сукупність прав конкретної особи та/або визначену сукупність майнових прав і обов'язків, які є взаємопов'язаними.

Проблема застосування цього терміна полягає в тому, що він має важливе значення для визначення конкретних прав та обов'язків сторін в інвестиційних правовідносинах, де майно є об'єктом права, і тому виникає потреба щоразу визначати значення цього терміна шляхом тлумачення тексту правової норми. Також певні труднощі виникають з приводу того, що в деяких галузях законодавства (наприклад, у митному, податковому) об'єкту права – майну може надаватися інше правове значення. Це є надзвичайно важливим, оскільки інвестиційні правовідносини тісно пов'язані з митними,

податковими і можуть бути видом цивільних чи адміністративних правовідносин. І тому законодавець у Законі України «Про інвестиційну діяльність» визначивши, що об'єктом інвестиційної діяльності може бути будь-яке майно (уточнення – не заборонене чинним законодавством), надалі конкретизував: у тому числі основні фонди і оборотні кошти в усіх галузях та сферах народного господарства [200].

Щодо об'єкту венчурного інвестування, то слід чітко розмежовувати, що саме є об'єктом: частка в підприємстві як складному організаційно-майновому комплексі чи інноваційна ідея (оформлена або неоформлена в якості об'єкта інтелектуальної власності).

Є безліч визначень інновацій. Зокрема:

1) Інновація – це нова комбінація. Інновація в економіці, будь-яке нововведення в мистецтві, науці, життєвій практиці – головним чином полягає в рекомбінації концептуальних фізичних матеріалів, які існували на ринку (творче руйнування) [205, С. 84-154].

2) Нововведення – це битва на ринку між новаторами чи атакуючими, – тими, хто намагається зробити гроші, змінюючи порядок речей, – і тими, хто обороняється, захищаючи свої нинішні доходи. Нововведення – це плід зусиль непересічної особистості, надбання ринку, що піддається повторенню [198, С. 27-28].

3) Інновація – це комерційне освоєння нової ідеї [48, С. 7].

4) Інновація – це застосування нового продукту або процесу на практиці [29, С. 19].

Об'єктом венчурного інвестування є не технологія (інновація), що її розробило підприємство, а саме підприємство (частка в підприємстві). Така позиція автора, пояснюється сукупністю факторів.

По-перше, оскільки інвестуються кошти саме в підприємство, а не в проект. Очевидно, що відповідний аргумент носить опосередкований характер, проте така позиція відповідає дійсності та має бути згадана.

По-друге, якби венчурна інвестиція вкладалась виключно в технологію, то інвестор був би в першу чергу зацікавлений в успіху технології, і на етапі коли було б зрозуміло, що інновація діє та є успішною міг би розглядати варіант її продажу зацікавленій компанії. Також венчурний інвестор, всі зусилля спрямовував би на рекламу та просування саме інновації, а не компанії, що її винайшла. Проте, оскільки прибуток ВІФ залежить від ціни частки підприємства-реципієнта і зусилля класичного венчурного інвестора спрямовані саме на забезпечення ефективного управління підприємством-реципієнтом (у вигляді консультування керівництва, прийманні безпосередньої участі в оперативній діяльності підприємства, залученні юристів, бухгалтерів, консультантів тощо для експертної допомоги та підтримки діяльності підприємства), можна зробити висновок, що інновація має важливе, проте, не основне значення при ставці інвестора на компанію. Венчурний інвестиційний фонд (керуючі активами) в країнах з успішно функціонуючим венчурним капіталом інвестують саме в компанію, а не в технологію, так як навіть найкраща інновація буде не реалізована при поганому керівництві.

По-третє, венчурний інвестор на «етапі виходу» продає частку підприємства-реципієнта. Залежно від того, який варіант вигідніший – або шляхом IPO, або стратегічному інвестору. Тут варто підкреслити, що інновація вже комерціалізована, вона вже є на ринку і через це вартість частки венчурного інвестора зросла, порівняно з ціною, за яку її було придбано. Тому у венчурного інвестор з'являється товар на реалізацію – частка в підприємстві-реципієнті. Варто окремо підкреслити – не частка в правах інтелектуальної власності тільки на інноваційний продукт – а саме, частка підприємства, що цей інноваційний продукт розробило та випустило на ринок [186, С. 59].

Для підтвердження тези про те, що об'єктом венчурного інвестування є саме підприємство-реципієнт, а не інновація такого підприємства, доцільно також провести порівняльний аналіз правовідносин щодо венчурного

інвестування та правовідносин краудфандінгу, в якому кошти власне залучаються саме під конкретну ідею підприємством, яке при цьому також може бути «венчурним». Зокрема, на думку деяких авторів: «венчурні фірми – це здебільшого малі підприємства в прогресивних з технологічного погляду галузях економіки, що спеціалізуються у сфері наукових досліджень, розробок, створення і впровадження інновацій, організація яких пов'язана з підвищеним ризиком» [74, С. 40].

Краудфандінг стає все популярнішим способом отримання фінансування проектів, зважаючи на його доступність для підприємств на стадіях наявності лише ідеї – посівних. Українські стартапи, не є винятком та мають свої успішні приклади фінансування розробок шляхом краудфандінгу. Наприклад, український стартап LaMetric зібрав \$258 000 на фінансування вироблення заявленого проекту, що свідчить про актуальність такої форми фінансування, її перспективність та необхідність дослідження питання правової площини, до якої слід віднести правовідносини краудфандінгу [5].

Сфера інтересів венчурних інвесторів та проектів, які фінансуються за допомогою краудфандінгу часто однакова – інноваційні проекти молодих перспективних компаній. Тому, задля створення правового середовища з можливістю максимального отримання результату для інноваційних підприємств, варто порівняти правовідносини щодо венчурного інвестування та краудфандінгу.

Розглядаючи питання правовідносин щодо венчурного інвестування потрібно визнати, що детально це питання в Україні не розроблено. Тому, з метою формулювання необхідних положень, в першу чергу, потрібно звернутись до поняття інвестиційних правовідносин.

На думку О.М. Вінник, правовідносини, що виникають з приводу та в процесі здійснення інвестиційної діяльності (реалізації інвестицій), умовно можна називати інвестиційними правовідносинами. Інвестиційні правовідносини є різновидом господарських правовідносин, що мають особливості, пов'язані зі специфікою інвестиційної діяльності як різновиду

господарської діяльності [89]. Слід погодитись із запропонованим О.М. Вінник визначенням щодо віднесення інвестиційним правовідносин до різновиду господарських правовідносин, та вказати на відповідну належність до господарських правовідносин також відносин щодо венчурного інвестування.

Розвиваючи думку О.М. Вінник, О.В. Гарагонич відзначає, що «інвестиційні відносини – це різновид або складова господарських відносин, які виникають між інвестором та іншими учасниками інвестиційного процесу щодо підготовки, реалізації інвестицій та отримання певного соціально-економічного ефекту (в т.ч. прибутку) з метою задоволення приватних інтересів учасників інвестування та публічних інтересів (суспільства, держави, територіальних громад)» [91]. Аналізуючи визначення О.В. Гарагонича, слід відмітити також важливу вказівку на визначення мети інвестування, яка полягає не лише в отриманні інвестором прибутку, але і в задоволенні публічних інтересів. Зокрема, державна підтримка венчурного інвестування забезпечить створення належних умов для здійснення венчурними інвесторами фінансування інноваційних розробок українських підприємств, що приведе до збільшенні кількості робочих місць, ВВП країни, популяризації української продукції в світі – забезпечення публічних інветерсів.

Визначаючи господарські відносини, що складаються в процесі здійснення венчурного інвестування, потрібно відзначити, що правовідносини щодо венчурного інвестування – це різновид інвестиційних відносин, що виникають між суб'єктами господарювання – венчурним інвестиційним фондом (або бізнес-янголом) та підприємством-реципієнтом інвестицій при придбанні венчурним фондом (бізнес-янголом) частки в статутному капіталі підприємства-реципієнта інвестицій, та участі в управлінні реципієнтом інвестицій з метою отримання прибутку внаслідок продажу частки підприємства після збільшення її вартості.

В свою чергу, відносини щодо краудфандінгу (від англ. – crowdfunding) передбачають фінансування фізичними особами (рідше, юридичними) проектів, що заявлені їх розробниками на спеціально створеному для цього ресурсі (наприклад, www.kickstarter.com). Особа (фізична, юридична чи кілька таких осіб), яка бажає отримати фінансування для свого проекту надає короткий опис його змісту, зазначає мету для якої потрібне фінансування, а також пропонує певну винагороду (у вигляді бонусу) особам, які погодяться надати певну суму на розвиток проекту [34].

В цьому можливо прослідкувати перші відмінності між венчурним інвестуванням та краудфандінгом. По-перше, венчурний інвестор вкладає кошти не в проект (продукт тощо), а саме в підприємство – шляхом викупу частки в ньому. Краудфандінг передбачає безоплатне перерахування коштів (керуючись внутрішніми, соціальними чи іншими мотивами) або отримання бонусу за надані кошти, у вигляді продукції або послуги, що надається/буде надаватись підприємством в рамках проекту виставленого для отримання фінансування. Відносини між сторонами у краудфандінгу вичерпуються з перерахування коштів (або з наданням обумовленого бонусу), а відносини між венчурним інвестором та підприємством-реципієнтом тривають увесь час розвитку компанії до прийняття інвестором рішення про вихід з компанії шляхом продажу своєї частки зацікавленій стороні (або продажу частки шляхом публічного розміщення акцій на фондовому ринку, IPO).

По-друге, постає питання правової площини в якій знаходиться венчурний інвестор (венчурний інвестиційний фонд) та особа, яка фінансує краудфандінговий проект. Не зважаючи на поверхневість та недосконалість правового регулювання венчурного інвестування в Україні, загальні питання пов'язані з, для прикладу, оподаткуванням коштів інвестованих фондом та отриманих внаслідок продажу частки знайшли своє втілення в законодавстві. Так само, питання оподаткування продажу своєї частки в підприємстві-реципієнті бізнес-янголом (не зважаючи на відсутність такої категорії, в

вітчизняному законодавстві), також містяться в загальних положеннях законодавства пов'язаних із продажем корпоративних прав.

Постає питання, щодо правового режиму на якому підприємство повинно зареєструвати отримані через краудфандінгу кошти – чи повинні такі кошти оподатковуватись? Чи можна розглядати отримання бонусу, як винагороди за надані кошти, формою договору купівлі-продажу? Відповідь на ці питання має даватись в дослідженні, що буде присвячене краудфандінгу. Разом з тим, можна стверджувати, що застосовувати до відносин краудфандінгу правила венчурного інвестування видається не обґрунтованим, зважаючи на різну правову природу зв'язку, що виникає між венчурним інвестором і реципієнтом інвестицій та між стороннім вкладником і стартапом, який отримав краудфандінгове фінансування.

По-третє, різниця в елементах ризику. При венчурному інвестуванні ризик несе, як підприємство-реципієнт – чий проект може «не вигоріти», так і венчурний інвестор, який понесе як реальні збитки у випадку невдачі підприємства-реципієнта, так і упущену вигоду. При краудфандінгу, реальні ризики несе лише підприємство, яке збирає кошти на реалізацію проекту, так як більшістю платформ, на яких здійснюється збір коштів по краудфандінговій схемі, передбачена можливість контролю за виконанням підприємством взятих на себе зобов'язань із реалізації заявленого проекту. Ризик осіб, які виділили кошти, як правило проявляється у можливості неотримання очікуваних бонусів (за умови, що вони зазначили своє бажання отримати такі бонуси).

Порівнюючи вказані ризики, можна вказати на їх різну юридичну природу. Зокрема, ризик неможливості реалізувати інноваційний проект підприємства-реципієнта, закладений в самій природі венчурної інвестиції, і, як правило, зафіксований сторонами у договорі про венчурне інвестування. Такий ризик може бути обумовлений в першу чергу економічними причинами (попит на запропоновану продукції, стан на ринку запропонованого товару і т.д.). Ризик, пов'язаний із краудфандінгом,

проявляється, в першу чергу, у відсутності цілісного договору між сторонами (в розумінні нашого законодавства, такі відносини можуть бути сприйняті як односторонній правочин – щодо передачі коштів, або як квазідоговірні відносини – у випадку вимоги щодо надання бонусу за перераховані кошти). Також, ризик неотримання бонусу досить низький, так як їх вартість, як правило, не висока і сам бонус в більшості випадків носить символічний характер у вигляді продукції, яка і так має вироблятися підприємством, що фінансує проект за допомогою краудфандінгу.

Четвертою відмінністю правовідносин щодо венчурного інвестування та краудфандінгу є наявність або відсутність долучення до управління. Як відзначалось вище, венчурний інвестор приймає участь в управлінні підприємством-реципієнтом своїх інвестицій (як мінімум, в якості члена загальних зборів). В той час, як між особою, що надала фінансування через краудфандінговий ресурс та підприємством, яке отримало вказане фінансування зв'язок можна охарактеризувати як «одноразовий» - такий, що не породжує довготривалих зобов'язань по взаємодії та співпраці.

Підбиваючи підсумок, необхідно вказати на різну юридичну природу венчурного інвестування (яке має своїм об'єктом інвестування підприємство-реципієнта) та краудфандінгу (об'єктом інвестування якого є інноваційна ідея), як способів фінансування молодих інноваційних проектів.

На підставі викладеного вище зроблено висновок, що об'єктом венчурного інвестування є саме підприємство-реципієнт разом зі своїми технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління, гудвілом та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які складають унікальність відповідного підприємства порівняно з іншими, які працюють в відповідній сфері.

2.3. Договірне забезпечення венчурного інвестування

Потребує ґрунтовного дослідження можливість застосування в українських правових реаліях напрацювань зарубіжних правників у сфері договірної забезпечення венчурного інвестування.

Основна складність полягає у тому, що кращими досягненнями з правового забезпечення венчурного інвестування володіють на даний момент країни англо-американської правової системи (сім'ї), а саме: США та Велика Британія.

Наведеною вище складністю зумовлена, в тому числі, і неможливість забезпечення в Україні (для прикладу, через суд) дотримання умов стандартних договорів про венчурне інвестування, що успішно використовуються в США та Великій Британії.

Для прикладу, такі загальноприйняті в середовищі венчурних інвесторів положення, як заборона керівництву підприємства-реципієнта продавати свої частки в підприємстві раніше ніж це зробить венчурний інвестор [44], очевидно, суперечать положенням Закону України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 № 514-VI та Закону України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 № 1576-XII. Про «очевидність» такої суперечності стверджується, так як вказаними в попередньому реченні Законами України гарантована можливість вільного виходу учасника (акціонера) з товариства, яка однозначно превалює над договірними обмеженнями.

Проблематиці інвестиційних договорів та, зокрема, договорів венчурного інвестування приділили увагу такі вітчизняні та зарубіжні правники як: А. Ворожевич [90], П. Матюшко [123], П. Матвєєв [122], О. Чабан [199]. та інші.

Згідно з ч.1 ст.9 ЗУ «Про інвестиційну діяльність», основним правовим документом, який регулює взаємовідносини між суб'єктами інвестиційної діяльності, є договір (угода).

Разом з тим, вказаний закон не визначає поняття інвестиційного договору. Тому, в юридичній доктрині не має єдиного визначення інвестиційного договору, яке б визнавалось науковцями як універсальне.

О.Е. Сімсон визначає наступні специфічні кваліфікаційні ознаки інвестиційних договорів: 1) закріплення факту вкладення інвестиції (майна, майнових прав і інших цінностей, що мають ринкову вартість); 2) вкладення здійснюється інвестором безпосередньо в об'єкт інвестування чи шляхом передачі їх реципієнту для реалізації інвестицій; 3) об'єктом інвестування є такі об'єкти підприємницької діяльності, як основні фонди, обігові кошти, статутний фонд; 4) мета - одержання прибутку від використання інвестиції, що може бути зв'язаний з прибутком інвестованого підприємства, а може бути і не зв'язаний, можлива також змішана форма і як правило виражається у відсотках; 5) довгостроковий характер; 6) ризиковий фактор, зв'язаний з довгостроковим використанням інвестиції в підприємницькій діяльності. О.Е. Сімсон визначає інвестиційний договір як це родове поняття й означає договір, хоча б однією стороною якого є інвестор, що регулює відносини з приводу довгострокового і ризикового вкладення майна, майнових прав та інших цінностей, що мають ринкову вартість в обраний об'єкт підприємницької діяльності з метою одержання прибутку (доходу) від реалізації (використання) цих цінностей [177, С. 12].

Запропоноване О.Е. Сімсон визначення інвестиційного договору, не зовсім відповідає вже проаналізованим вище особливостям щодо венчурного інвестування. Зокрема, венчурний інвестиційний цикл завжди завершується реалізацією венчурним інвестором належним йому корпоративних прав реципієнта інвестицій та не передбачає їх довгострокове утримування для збагачення за рахунок дивідендів. Крім того, запропоноване О.С. Сімсон розуміння інвестиційного ризику не передає додатковий ризиковий характер венчурного інвестування, що проявляється у ранніх стадіях здійснення венчурних інвестицій та відсутності у реципієнтів інвестицій жодних способів забезпечення успішного використання отриманого фінансування.

Згідно з позицією П. Матюшка, інвестиційний договір (контракт) – це угода двох або більше учасників інвестиційної діяльності, змістом якої є взаємні права та обов'язки, спрямовані на реалізацію іноземних інвестицій з метою одержання прибутку або досягнення іншого соціального ефекту. На його думку, ключовим критерієм ідентифікації договорів інвестиційного характеру є економічна ефективність, тобто віднесення до категорії інвестиційних саме такої групи договорів, при розповсюдженні на яку відповідного регулювання, буде досягнуто оптимальне співвідношення інтересів інвестора і публічних інтересів держави на всіх стадіях здійснення інвестиційних відносин [123, С. 123]. Слід критично оцінити застосований критерій економічної ефективності, так як він не враховує інтереси також і реципієнта інвестицій, а при венчурному інвестуванні прибуток інвестора має пряму залежність від успішності реципієнта інвестицій. Тому, запропоноване П. Матюшком визначення інвестиційного договору та критерій його виділення, не можуть бути застосовані при формулюванні положень щодо договору венчурного інвестування.

При визначенні договору венчурного інвестування, потрібно враховувати особливості венчурних інвестицій порівняно з іншими видами інвестицій.

Перш за все, по своїй суті венчурні інвестиції з'явилися як інвестиції в інновації. Така особливість передбачає наявність особливого реципієнта інвестицій – інноваційного підприємства, яке здійснює науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи, спрямовані на розробку, вдосконалення, комерціалізацію інноваційного продукту. Крім того, інноваційний характер діяльності реципієнта інвестицій носить загальнодержавне значення, підвищуючи конкурентоспроможність національних виробництв в світовій економіці, що надає інноваційному інвестуванню також соціальний характер (забезпечення публічного інтересу).

Наступною важливою ознакою венчурних інвестицій, яка має бути врахована при формулюванні положень договору венчурного інвестування є

той факт, що венчурні інвестори бажають брати участь в управлінні реципієнтом інвестицій. Питанням, яке в обов'язковому порядку має вирішуватись в договорах венчурного інвестування, є питання про межі впливу венчурного інвестора на діяльність реципієнта інвестицій поза межами тих прав, які і так має венчурний інвестор в якості власника частки статутного капіталу реципієнта. Невирішеним залишається питання про необхідність приведення чинного законодавства України щодо корпоративного управління у відповідність зі світовою практикою структурування угод між венчурними інвесторами та реципієнтами інвестицій, про що буде сказано далі.

А. Ворожевич пропонує в договорах венчурного інвестування використовувати напрацювання англійського права, а саме, так звані ковенанти (contractual covenants) [90, С. 143]. В загальному вигляді ковенант являє собою «обіцянку про майбутню поведінку», «угода між двома або більше сторонами, що укладена в письмовому вигляді, згідно з якою одна зі сторін приймає на себе зобов'язання щодо здійснення певних дій (positive covenants, affirmative covenants) або утримання від їх скоєння (negative covenants) [114].

Розвиваючи питання щодо використання в договорах венчурного інвестування напрацювань англійських ковенантів, варто відзначити ще одну особливість венчурного інвестування, що має бути врахована при погодженні умов відповідного договору.

Основний прибуток венчурного інвестора полягає у різниці ціни акцій (частки) при купівлі венчурним інвестором, і ціни таких акцій (частки) після впровадження інноваційного продукту, коли інвестор вирішує продати свою частку (акції) підприємства-реципієнта іншій особі або особам. Зважаючи на це, особливого значення для венчурного інвестора набуває можливість контролювати обсяги та час продажу частки реципієнта інвестицій, з метою максимізувати свій прибуток. Тому в типових венчурних ковенантах також часто зустрічаються положення, що зобов'язують інших власників

підприємства не вчиняти дій щодо купівлі-продажу часток/акцій підприємства-реципієнта на певний строк (або, скажімо, без дозволу правління, венчурного інвестора тощо).

На початку цього підрозділу, вже відзначалась суперечність типових положень договорів венчурного інвестування чинному законодавству України. Тому потребує подальшого вивчення питання, щодо можливості застосування в українських економічних та юридичних реаліях іноземних правових напрацювань у сфері договорів венчурного інвестування, задля забезпечення гармонізації регулювання венчурного інвестування в Україні зі світовими здобутками (американськими, європейськими тощо).

У зв'язку з викладеним, зроблено висновок, що реалізація положень договорів венчурного інвестування (прийнятих в англо-американській правовій системі), які застосовуються американськими та європейськими венчурними фондами, в Україні є можливою лише у випадку, якщо інвестиційний фонд-нерезидент інвестуватиме в українське підприємство-резидента, а в договорі венчурного інвестування сторони визначать, що застосуванню для вирішення спорів в міжнародному комерційному арбітражному суді підлягає матеріальне право США.

Разом з тим, зважаючи на неефективність застосування відповідних положень до угод між українськими венчурними інвесторами (фондами та бізнес-янглами) та реципієнтами інвестицій-резидентами України, слід зупинитись на можливих способах забезпечення результату вигідної взаємодії між інвестором та реципієнтом в межах українського правового поля.

Одним зі способів забезпечення необхідного результату є використання реципієнтом венчурних інвестицій певної організаційно-правової форми, яка б забезпечувала належним чином можливість структуризації управління стартапом, після отримання ним венчурних інвестицій.

Зокрема, слід детально розглянути таку організаційно-правову форму як приватне підприємство. Згідно зі статтею 113 ГК України, порядок

організації та діяльності приватних підприємств визначається цим Кодексом та іншими законами. Частиною 3 ст.62 ГК України встановлено, що підприємство, якщо законом не встановлене інше, діє на основі статуту або модельного статуту.

Детально, питанню врегулювання діяльності приватних підприємств, в українському законодавстві не присвячено достатньої уваги. Особливості правового регулювання приватних підприємств визначаються статутом відповідного приватного підприємства [78]. Відповідна позиція опосередковано підтримана також і Верховним судом України в Постановах у справах № 6-5цс14 від 19.02.2014р. та № 6-6345св08 від 29.10.2008р.

Оскільки суди займають позицію (наприклад, Постанова Пленуму ВСУ «Про практику розгляду судами корпоративних спорів» від 24.10.2008р. №13 та Постанова Пленуму ВГСУ «Про деякі питання практики вирішення спорів, що виникають з корпоративних правовідносин» від 25.02.2016 року №4), що до приватних підприємств не застосовні правила, встановлені для господарських товариств, отже в статуті відповідного приватного підприємства можливо прописати процедури корпоративного управління, які не передбачені законами «Про господарські товариства» та «Про акціонерні товариства».

Зокрема, вище вже вказувалось, що одним з класичних положень договорів венчурного інвестування є положення щодо неможливості засновників підприємства-реципієнта виходити зі складу підприємства до того, як свою частку відчужить венчурний інвестор.

Реалізація такого положення договору венчурного інвестування є неможливою у випадку, якщо підприємством-реципієнтом буде господарське товариство, так як ЦК України, ЗУ «Про господарські товариства» та ЗУ «Про акціонерні товариства» встановлюють право учасника господарського товариства в будь-який момент вийти з відповідного товариства. У зв'язку з цим, навіть за умови укладення відповідного договору між венчурним інвестором та товариством, інвестор не зможе в судовому порядку

заборонити учасникам товариства відчужувати їх корпоративні права раніше за інвестора.

Отже, відповідні положення договору венчурного інвестування носили б швидше «джентльменський» характер, ніж виконували б роль дієвого правового інструменту хеджування ризиків інвестора.

Разом з тим, у випадку, якщо положення про неможливість засновників приватного підприємства виходити зі складу підприємства буде чітко викладене в статуті приватного підприємства, венчурний інвестор (інвестиційний фонд) зможе відстояти своє право на першочергове відчуження своєї частки в судовому порядку.

Аналогічним чином, організаційно-правова форма приватного підприємства дає законну можливість забезпечити реалізацію таких положень класичного договору венчурного інвестування: заборона зміни керівництва без погодження з венчурним інвестором (в господарських товариствах вирішується загальними зборами без будь-яких обмежень), право прийняття венчурним інвестором блокуючих рішень, які автоматично зобов'язують підприємство викупити частку інвестора (в господарських товариствах міноритарні учасники не мають права блокувати своїм голосом рішення, яке прийняте за наявності кворуму), право самостійно змістити керівника підприємства у випадку, якщо інвестор вважатиме, що останній приділяє недостатньо уваги стартапу (в господарських товариствах вирішується загальними зборами без будь-яких обмежень), а також інші положення.

Згідно з вимогами ЗУ «Про державну реєстрацію юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань», положення статуту підприємства, який подається до державної реєстрації, не мають суперечити вимогам чинного в Україні законодавства. Вище вже вказано, що питанню правового регулювання діяльності приватних підприємств в українському законодавстві приділено недостатньо уваги.

У зв'язку з цим, положення статуту приватного підприємства не мають суперечити загальним вимогам законодавства України щодо юридичних осіб та загальним принципам права.

Наведені вище положення щодо можливості відображення в статуті приватного підприємства окремих положень договору венчурного інвестування, які стосуються порядку управління підприємством, не суперечать вимогам Глави 7 Підрозділу 2 ЦК України та положенням Глави 7 ГК України.

Враховуючи викладене вище, слід вказати, що роль приватних підприємств в забезпеченні залучення іноземних інвестицій для зростання та розвитку національних підприємств, є недооціненою.

Ще одним питанням, яке слід детально розглянути в розрізі договірної забезпечення венчурного інвестування, є питання щодо договірної забезпечення розмивання частки учасників підприємства-реципієнта та першого венчурного інвестора при другому та третьому раундах інвестицій, то тут потрібно відзначити наступне.

Як відзначено в розділі 1.1. цього дослідження, венчурні інвестиції можуть бути класифіковані на стадії (раунди).

При «посівних» інвестиціях, як правило купується 15-25% частка в підприємстві і, залежно від розміру посівної інвестиції, можна зрозуміти, про яку оцінку вартості компанії домовились засновники та бізнес-янгол (рідше, венчурний фонд).

Наприклад: у випадку інвестиції в розмірі 500 тис. дол. США за 20% часту робимо висновок, що компанія коштує 2,5 млн. дол. США. Отже, частки розподілено таким чином: бізнес-янгол – 20%, засновники підприємства-реципієнта – 80%. На наступному раунді венчурного інвестування, залучається венчурний фонд, що купує 25% частку підприємства за 3 млн. дол. США. Отже підприємство-реципієнт коштує 12 млн. дол. США, а частка бізнес-янгота та засновників підприємства

відповідним чином розмивається в межах 10-20%. На другому раунді, процедура повторюється, і ще один фонд купує 25% частку за 8 млн. дол. США – частки засновників та вже наявних інвесторів знову розмились. І на третьому раунді, третій венчурний фонд купує 25% частку за 12 млн. дол. США – частки засновників та вже наявних інвесторів знову розмились [131].

Отже, що у підсумку сталося з частками венчурних інвесторів: частка засновників зменшилась до 25%, частка бізнес-янгота (посівна інвестиція) зменшилась з 20% до 6%, частки венчурних фондів, що фінансували раунди «А» і «Б» зменшились з 25% до 12% і 18% відповідно, а частка венчурного інвестора раунду «С» залишилась на рівні 25% [54].

14% частка, що залишилась неврахованою попереднім абзацом, як правило резервується в якості резервного пулу задля приманювання та втримання в стартапі найкращих та найбільш кваліфікованих працівників, шляхом дарування їм часток в компанії (в якості бонусу тощо).

На відміну від ситуації з багатьма іншими положеннями стандартних договорів про венчурне інвестування, українське законодавство не містить заборони щодо визначення в договорі порядку та розміру розмивання частки кожного з інвесторів при додаткових раундах фінансування.

Тому, зважаючи на викладене вище виглядає доцільним розроблення питання щодо можливості включення до законодавства, що регулює діяльність господарських товариств положень про порядок договірної врегулювання визначення розміру часток в товаристві у випадку отримання таким товариством значних інвестицій від різних суб'єктів господарювання. Включення відповідних положень до законодавства покликане створити також певні механізми стримування недобросовісних інвесторів: (1) від остаточного розмивання частки засновників реципієнта інвестицій на подальших стадіях фінансування та (2) від можливості одного з інвесторів прописати в договорі положення, що його частка не може розмиватись з наступними інвестиціями, і таким чином перекласти весь тягар зменшення

номінального розміру часток на інших інвесторів та засновників підприємства.

Щодо договірного забезпечення взаємовідносин між венчурними інвестиційними фондами та компаніями з управління активами, то слід вказати наступне.

В англо-американській системі, як вже вказувалось у відповідному підрозділі цього дослідження, венчурні фонди створюються у форму LP та ними керують, як правило самі засновники.

Згідно з українським законодавством, що також вже відзначалось вище в цій роботі, активами венчурного інвестиційного фонду має керувати фінансова установа, яка отримала відповідну ліцензію від НКЦПФР – Компанія з управління активами.

Згідно з даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, станом на жовтень 2015р., в Україні функціонувало 318 компаній з управління активами [191].

У зв'язку з такою значною кількістю ВІФів та КУА на ринку України, підлягає дослідженню питання щодо договірного забезпечення відносин між венчурними інвесторами та КУА щодо управління активами венчурного фонду.

Згідно з Положенням про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів, яке затверджене Рішенням НКЦПФР від 06.08.2013р. №1414, договір про управління активами повинен містити: повне найменування сторін та строк дії договору, дату видачі та строк дії ліцензії на провадження діяльності з управління активами, предмет договору - управління активами за винагороду протягом строку дії договору, права і обов'язки, відповідальність сторін, порядок зміни та розірвання договору тощо. Невід'ємним додатком до договору є інвестиційна декларація інституційного інвестора. Договір про управління активами корпоративного інвестиційного фонду укладається між КУА і наглядовою радою

корпоративного інвестиційного фонду та затверджується загальними зборами цього фонду. Управління активами корпоративного фонду має свої особливості, у зв'язку з чим крім вимог до відповідного договору наведених вище, договір про управління активами корпоративного інвестиційного фонду повинен містити положення щодо продовження строку дії договору лише на підставі рішення загальних зборів акціонерів фонду, зобов'язання КУА здійснювати інвестування з метою отримання максимального інвестиційного доходу при мінімально можливих ризиках відповідно до інвестиційної декларації фонду, порядок відшкодування КУА збитків, завданих корпоративному інвестиційному фонду неналежним виконанням умов договору, розмір винагороди КУА, порядок її нарахування та оплати, а також можливість виплати премії КУА, що визначається в регламенті такого фонду відповідно до законодавства [145].

Підбиваючи підсумок викладеному в цьому підрозділі слід вказати на неможливість належного використання в Україні напрацювань американського та британського права щодо правового забезпечення договірних відносин між венчурними інвесторами та реципієнтами інвестицій, зважаючи на поточний стан правового регулювання діяльності венчурних інвестиційних фондів та найпопулярніших в Україні організаційно-правових форм створення підприємств – господарських товариств.

Разом з тим, в українському законодавстві є інші можливості наближення вітчизняного правового регулювання до загальноприйнятих світових стандартів регулювання відповідної сфери та забезпечення одноманітної практики структурування відносин між венчурним капіталом та підприємствами-реципієнтами. Зокрема, інститут приватних підприємств.

Висновки до Розділу 2

В другому розділі цього дослідження дістав свого розвитку аналіз правовідносин щодо венчурного інвестування, його суб'єктно-об'єктний склад, аналіз участі ролі та функцій окремих учасників правовідносин щодо

венчурного інвестування, двояка природа підприємства-реципієнта венчурних інвестицій, роль держави в регулюванні та стимулюванні розвитку венчурного інвестування та моделі виконання таких функцій держави, можливі шляхи вдосконалення правового регулювання сфери трансферу технологій для створення ще одного «плацдарму» взаємодії держави з інноваційними підприємствами та венчурними інвесторами, проаналізовано чинний стан правового регулювання договірного забезпечення венчурного інвестування в Україні та вказано на існуючі суперечності між українським законодавством та загальносвітовою практикою структурування відповідних договорів, запропоновано альтернативні шляхи структурування відносин між венчурним інвестором та реципієнтом інвестицій.

У підрозділі 2.1. проаналізовано існуючі системи взаємодії держави та сфери венчурного інвестування з точки зору державного впливу на розвиток та регулювання відповідної сфери економіки.

Виділено два підходи до ролі держави щодо стимулювання венчурного інвестування: 1) роль держави повинна обмежитись виключно законотворчою діяльністю (правовим регулюванням) та забезпеченням дотримання встановлених правил; 2) крім діяльності, що зазначена в першому пункті, держава також приймає безпосередню участь в здійсненні венчурного інвестування.

Запропоновано кроки щодо вдосконалення відповідного правового регулювання, зокрема, шляхом зміщення акценту лише зі створення ефективних умов діяльності фондів венчурного капіталу, також на лібералізацію умов діяльності малих і середніх інноваційних підприємств. Наприклад, шляхом запровадження податкових канікул за поданням інноваційної структури (технопарку, бізнес-інкубатору, вищого навчального закладу тощо) на період реалізації інноваційного проекту, за виконанням якого буде стежити відповідна інноваційна структура.

Також проаналізовано можливості участі держави в венчурному інвестуванні як відповідного венчурного інвестора (або спів-інвестора), відзначено плюси та мінуси такого підходу на прикладі американської програми фінансування розвитку малого бізнесу.

У підрозділі 2.2. до учасників правовідносин щодо венчурного інвестування віднесено: венчурних інвесторів (інституційних – венчурні інвестиційні фонди, та не інституційних – бізнес-янголів), підприємства-реципієнти венчурних інвестицій, інноваційну інфраструктуру (технопарки, технополіси, бізнес-інкубатори тощо), компанії з управління активами інститутів спільного інвестування (венчурних інвестиційних фондів), Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку та професійна асоціації венчурного інвестування.

Аналізуючи правову природу таких учасників венчурного інвестування як підприємства-реципієнти вказано на те, що виступаючи стороною договору венчурного інвестування з відповідним інвестором, підприємство-реципієнт виступає при цьому також і в ролі об'єкта інвестування, щодо якого власне і виникли правовідносини між сторонами. Зокрема, обґрунтовано, що об'єктом венчурного інвестування є не технологія (інша інновація), що належить реципієнту інвестицій, а безпосередньо саме підприємство-реципієнт зі своїми технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління, гудвілом та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які складають унікальність відповідного підприємства порівняно з іншими, які працюють в відповідній сфері.

Враховуючи викладене в розділі 1 та розділі 2 цього дослідження, сформульовано визначення правовідносин щодо венчурного інвестування як різновиду інвестиційних відносин, що виникають між суб'єктами господарювання – венчурним інвестиційним фондом (або бізнес-янголом) та підприємством-реципієнтом інвестицій при придбанні венчурним фондом (бізнес-янголом) частки в статутному капіталі підприємства-реципієнта

інвестицій, та участі в управлінні реципієнтом інвестицій з метою отримання прибутку внаслідок продажу частки підприємства після збільшення її вартості.

В підрозділі 2.3. проаналізовано поточне правове регулювання та доктринальні напрацювання щодо сутності інвестиційних договорів, їх обов'язкових положень тощо.

Зроблено висновок, що поточне правове регулювання діяльності господарських товариств (які є провідною організаційно-правовою формою утворення суб'єктів господарювання в Україні) не дозволяє структурувати відносини між венчурним інвестором-резидентом та реципієнтом інвестицій-резидентом із застосуванням типових договорів венчурного інвестування, які вже багато років успішно застосовуються в США та Великобританії.

Вказано на відповідні недоліки (невідповідності) чинного українського законодавства, які роблять неможливим застосування загальноприйнятих положень договорів венчурного інвестування. Запропоновано використання організаційно-правової форми приватних підприємств, як законної альтернативи господарським товариствам, яка дозволяє в межах статуту відповідного приватного підприємства-реципієнта венчурних інвестицій встановити всі необхідні положення, які відображатимуть особливості взаємодії між засновниками підприємства та венчурним інвестором.

РОЗДІЛ 3.

ОПТИМІЗАЦІЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ОКРЕМИХ ПРАВОВІДНОСИН З ВИКОРИСТАННЯ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

3.1. Правове забезпечення ефективного використання венчурного капіталу при створенні та функціонуванні інноваційної інфраструктури

Згідно закону України "Про інноваційну діяльність" інноваційна інфраструктура країни являє собою сукупність підприємств, організацій, установ, їх об'єднань, асоціацій будь-якої форми власності, що надають послуги із забезпечення інноваційної діяльності [155].

Слід погодитись з І.П. Мойсеєнко, який, уточнюючи відповідне законодавче визначення, вказує, що під відповідними послугами із забезпечення інноваційної діяльності, слід розуміти фінансові, консалтингові, маркетингові, інформаційно-комунікативні, юридичні, освітні тощо [126].

У зв'язку з цим, слід чітко розмежовувати поняття інноваційної інфраструктури та інноваційних підприємств, які Законом «Про інноваційну діяльність» визначаються як підприємства (об'єднання підприємств), що розробляють, виробляють і реалізують інноваційні продукти і (або) продукцію чи послуги, обсяг яких у грошовому вимірі перевищує 70 відсотків їх загального обсягу продукції і (або) послуг.

Враховуючи той факт, що інноваційна інфраструктура може надавати саме супровідні (менторські, юридичні тощо) послуги, а не безпосередньо здійснювати інноваційну діяльність, є не вірним ототожнювати інноваційні підприємства та інноваційні структури.

На законодавчому рівні поняття інноваційних структур визначалось Постановою Кабінету Міністрів України від 22 травня 1996 р. №549 «Про

затвердження Положення про порядок створення і функціонування технопарків та інноваційних структур інших типів», яка на сьогоднішній день втратила чинність. Згідно з вказаною Постановою КМУ №549: «інноваційна структура – це юридична особа будь-якої організаційно-правової форми, що створена відповідно до законодавства (вид А), або група юридичних осіб, яка діє на основі договору про спільну діяльність без створення юридичної особи та без об'єднання вкладів її учасників (далі – договір про спільну діяльність) (вид Б), з визначеними галуззю діяльності та типом функціонування, орієнтованим на створення та впровадження наукоємної конкурентоспроможної продукції».

Саме розвинена інноваційна інфраструктура є тим середовищем, яке дає змогу підприємству у максимально стислі терміни здійснювати системний пошук та розроблення інноваційних технологій [117, С. 181]. Вона є також основним інструментом і механізмом інноваційної економіки, що здатна піднести економіку країни на високий рівень розвитку [113, С. 10;197, С. 124].

Саме інноваційна інфраструктура забезпечує зростання пропозиції інноваційної науково-технічної продукції, що дає змогу стверджувати про важливу роль, яку вона займає в національній інноваційній системі. Крім того, не слід забувати про один з основних економічних законів: попит породжує пропозицію. Попит на інноваційну продукцію породжує бурхливий розвиток інноваційних підприємства та інноваційної інфраструктури, що дає змогу їм активно розвиватись. На сьогоднішній день не можливо заперечувати наявність глобального попиту на інноваційні рішення в сфері медицини, енергетики, інформатизації, автоматизації процесів управління та надання послуг, тощо.

Наявність розвиненої інноваційної інфраструктури породжує також наявність окремих ринків спеціалізованих послуг, що спрямовані на забезпечення її функціонування: коучінг, консультаційні послуги, послуги з постачання обладнання тощо.

Значну роль в розвитку інноваційної інфраструктури посідають також кошти та інші активи, за які така інфраструктура створюється. Зокрема, венчурні інвестиційні фонди є відомими партнерами центрів інноваційних технологій в багатьох європейських країнах [202, С. 8-58].

Практика взаємодії між інноваційними структурами та венчурними фондами сформована та є ефективною, так як інновація передбачає не лише ідею, наукову частину роботи, але і її подальше комерційне втілення.

У зв'язку з цим підлягає дослідженню правовий режим, в межах якого функціонують відповідні інноваційні структури, задля визначення необхідних кроків правового стимулювання розвитку інноваційної інфраструктури за допомогою використання венчурного капіталу.

Зокрема, під правовим режимом в загальному вигляді можна розуміти певний комплекс заходів правового впливу на конкретну сферу, що має свою специфічну форму та спосіб взаємодії, зв'язок з іншими сферами правового регулювання.

В свою чергу, А.С. Спаський визначає правовий режим, в тому числі, як правову форму, що є сукупністю норм та способів їхньої реалізації у конкретній сфері суспільного життя, за допомогою яких забезпечується порядок динаміки конкретних правовідносин у часі й просторі та визначаються напрями правового регулювання [179, С. 13-16]. О.Р. Зельдіна під спеціальним режимом господарювання розуміє правовий режим, що визначає порядок організації та здійснення господарської діяльності на певній території, у певній галузі економіки, що відрізняється від загального режиму господарської діяльності, передбаченого законодавством, і вводиться державою з певною метою для забезпечення розумного сполучення публічних і приватних інтересів за допомогою встановлення обмежень та/або заохочень для суб'єктів господарювання [109].

Отже, при створенні та функціонуванні об'єктів інноваційної інфраструктури, виникають специфічні правовідносини, які покликані врегулювати відповідну особливу сферу задля максимально ефективного

використання наявних ресурсів та досягнення економічного і соціального ефекту.

М.Д. Василенко вважає [81;84], що такі інноваційні структури як технопарки та технополіси мають свій специфічний правовий режим (спеціальний режим господарювання).

Розвиваючи вказану думку слід вказати, що аналіз досліджень у відповідній сфері дає підстави стверджувати, що створення різноманітних інноваційних структур являє собою закономірний етап розвитку економіки країни. Як наслідок, різноманіття інноваційних структур вимагає ґрунтовного аналізу особливостей правового режиму їх функціонування, а також можливостей використання венчурного капіталу для оптимізації та підвищення ефективності функціонування таких інноваційних структур.

Такі науковці, як М. Портер [135], А. Мазур [121]. та Д. Лук'яненко [119], у своїх працях виділяють чотири найпоширеніші види інноваційних форм ведення бізнесу: бізнес-інкубатори, технологічні парки, технополіси та кластери [188, С. 143].

Згідно з Постановою Кабінету Міністрів України «Про Концепцію створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні» від 14.03.1994р. бізнес-інкубатори віднесені до спеціальних економічних зон, так як в них створюються сприятливі умови для стартапів. Зокрема, передбачалось забезпечення умов для отримання стартапами на пільгових умовах приміщень, обладнання, матеріалів тощо.

Разом з тим, вказана Постанова КМУ втратила чинність в 2004р., в тому числі і зважаючи на те, що на практиці бізнес-інкубатори створювались без використання режиму спеціальної економічної зони [94, С. 380].

На законодавчому рівні поняття бізнес-інкубатора закріплювалось в Постанові КМУ «Про затвердження Порядку реєстрації організацій, діяльність яких спрямована на задоволення потреб суб'єктів малого та середнього підприємництва» від 21.05.2009р. (Постанова втратила чинність).

Зокрема, згідно з вказаною Постановою КМУ:

«бізнес-інкубатор – організація, яка надає на певних умовах і на певний час спеціально обладнані приміщення та інше майно суб'єктам малого та середнього підприємництва, що розпочинають свою діяльність, з метою сприяння у набутті ними фінансової самостійності;

інноваційний бізнес-інкубатор – спеціалізований бізнес-інкубатор, в якому створенні умови для розроблення і застосування суб'єктами малого та середнього підприємництва інноваційних технологій».

Отже, в бізнес-інкубаторах створюються необхідні умови для концентрації підприємств на їх проектах, що забезпечується в тому числі через зниження витрат на оренду, обладнання, а також інші послуги в сфері маркетингу, менеджменту і т.д. Як правило, в обмін на надання таких пільгових умов, менторську та консалтингову допомогу, бізнес-інкубатор отримує частку в статутному капіталі підприємства.

Найвідомішими бізнес-інкубаторами в Україні є EastLabs (створений у 2012 році), iHUB (2013), Happy Farm (2012), GrowthUp (2010), WannaBiz (2012), Voomy IT-парк (2013) і Polyteco (2013). Разом з тим, в Україні офіційно зареєстровано близько 20 бізнес-інкубаторів, з яких реально працюють лише кілька [129].

Відповідна ситуація з стрімким зростанням кількості успішних IT бізнес-інкубаторів починаючи з 2012 року, на жаль не супроводжується створенням відповідної законодавчої бази, яка б належним чином врегулювала відповідні правовідносини щодо сталих правил отримання стартап-проектами фінансування від бізнес-інкубаторів, засад, на яких надається менторська, консультаційна та інша підтримка з боку бізнес-інкубатора. Крім того, однією з найбільших практичних проблем є проблема щодо захисту прав інтелектуальної власності відповідного молодого підприємства.

Зокрема, при проходженні програми навчання в бізнес-інкубаторі, проекти періодично звітують перед керівництвом інкубатора про поточні досягнення та отримані результати (як спосіб контролю бізнес-інкубатора за

ефективністю діяльності стартапу та докладання його учасниками належних зусиль в розвитку проекту).

Разом з тим, часто такі звіти не є належним чином захищеними в якості комерційної таємниці, так як відповідні відносини між стартапом та бізнес-інкубатором регулюються в першу чергу договором між останніми. Такий договір в своїй суті є договором приєднання, та покликаний в першу чергу захищати інтереси бізнес-інкубатора.

У зв'язку з цим, виникає питання щодо захисту інтелектуальної власності стартапу, яке має значення не лише для такого підприємства та перспектив його розвитку, але і для венчурного інвестора, який згодом інвестуватиме кошти в підприємство, яке пройшло курс «інкубації» (акселерації) в відповідному бізнес-інкубаторі.

Зокрема, останнім етапом курсу бізнес-інкубації є залучення інвестицій до проекту. Деякі інкубатори мають власні венчурні фонди, за допомогою яких і інвестують в проект, який пройшов у них курс навчання (наприклад, GrowthUp). А деякі бізнес-інкубатори просто надають послуги з представлення стартапів представникам венчурних інвестиційних фондів, які інвестують у відповідній сфері.

Для венчурного інвестора рішення про здійснення або нездійснення інвестиції залежить від того, наскільки високо він оцінює шанси стартапу досягнути успіху на ринку, унікальності продукту, продуманості бізнес стратегії тощо. У зв'язку з цим, питання щодо захисту інтелектуальної власності стартапу на етапі його інкубації, має для венчурного фонду (що має намір інвестувати в такий проект) колосальне значення.

Отже, у розрізі питання про ефективне реформування національного законодавства з метою створення належних умов для функціонування інституту венчурного інвестування, питання щодо правового врегулювання засад діяльності бізнес-інкубаторів має важливе значення.

Стосовно технологічних парків, слід вказати, що на сьогоднішній день технологічний парк – це єдина державна форма інноваційної структури, яка продовжує виконувати свою інноваційну функцію.

Згідно з Законом України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» [166, С. 57], технологічний парк – юридична особа або група юридичних осіб, що діють відповідно до договору про спільну діяльність без створення юридичної особи та без об'єднання вкладів з метою створення організаційних засад виконання проектів технологічних парків з виробничого впровадження наукоємних розробок, високих технологій та забезпечення промислового випуску конкурентоспроможної на світовому ринку продукції.

Отже, технопарк є потенційно джерелом постачання для венчурних інвестиційних фондів перспективних інноваційних підприємств, які вже зарекомендували себе, реалізуючи проекти технологічних парків.

На думку І. Антипова, технопарк – науково-виробничий територіальний комплекс, головне завдання якого полягає у формуванні максимально сприятливого середовища для розвитку малих і середніх наукоємних інноваційних фірм [73, С. 3]. В свою чергу, Т.М. Боголіб визначає технологічний парк як форму територіальної інтеграції науки, освіти і виробництва у вигляді об'єднання наукових організацій, проектно-конструкторських бюро, навчальних закладів, виробничих підприємств або їх підрозділів [77, С. 36].

Отже, з обох визначень вбачається, що технопарк передбачається наявністю значної території, внутрішньої інфраструктури для використання при реалізації інноваційних проектів (лабораторій, кабінетів, складів, переговорних, зон відпочинку тощо), та штату спеціалістів, які допомагатимуть у розвитку та реалізації проекту. Основною метою створення технопарку є утворення необхідних умов для швидкої розробки та ефективного впровадження науково-технічних розробок та технологічних рішень. Для реалізації вказаної мети, в технопарку створюються умови для

концентрації в одному місці (або під однією егідою) професіоналів різних профілів, технічної бази для провадження дослідної та експериментальної діяльності, а також доступу до інформації та передових технологій для максимізації ефективного виконання проекту технопарку.

Чинним законодавством України про технопарки передбачено, що в технопарках діє спеціальний режим інноваційної діяльності, який передбачає надання державної підтримки щодо стимулювання діяльності технологічних парків, їх учасників та спільних підприємств при реалізації проектів за пріоритетними напрямками діяльності технологічних парків. Відповідний закон передбачає, що спеціальний режим інноваційної діяльності впроваджується на 15 років на час виконання проектів технологічного парку. Держава сприяє інноваційній діяльності технопарку через фінансову державну підтримку та надання цільових субсидій.

Зокрема, однією з причин запровадження відповідного механізму, є визначення пріоритетних напрямів діяльності технопарків. Законом про діяльність технопарків відповідні пріоритетні напрями визначаються як економічно і соціально зумовлені напрями науково-технічної та інноваційної діяльності технологічного парку, що відповідають визначеним законодавством науково-технічним та інноваційним пріоритетам і спрямовані на промислове виробництво конкурентоспроможної високотехнічної та інноваційної продукції і насичення нею внутрішнього ринку та забезпечення експортного потенціалу держави.

Отже, соціальний ефект, який закладає держава при створенні технопарку, проявляється в забезпеченні створення наукоємних технологій та інших інноваційних рішень, які спрямовані на забезпечення зростання національної економіки на внутрішньому та світовому ринках.

Проте, на сьогоднішній день, технопарки в Україні працюють не достатньо ефективно. На думку О. М. Тараненко та С. В. Корновенко, можливо виокремити три етапи розвитку технопарків в Україні:

- 1) становлення та формування законодавчої бази (1997 – 1999 р.р.)

- 2) піднесення (2000 – 2005 р.р.)
- 3) занепад (з 2006 і до сьогодні) [180, С. 45].

Одна з важливих проблем технопарків в Україні, яка є частково «відповідальною» за теперішній занепад, це відсутність належного фінансування. Зокрема, саме недостатність інвестицій стала однією з проблем, що спричинили неефективність функціонування технопарку в м. Броди [110, С. 298].

На сьогоднішній день, саме венчурний капітал є тим ресурсом, який спроможний замінити собою відсутність належного державного фінансування розвитку та впровадження проектів технологічних парків.

Зокрема, згідно з Законом «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» (далі – Закон «Про технопарки») учасниками технологічного парку можуть бути юридичні особи – суб'єкти наукової, науково-технічної, *підприємницької* діяльності, що уклали між собою договір.

Отже, венчурні інвестиційні фонди можуть ставати учасниками технопарків, шляхом укладення відповідного договору про спільну діяльність. Згідно з Законом «Про технопарки», договір про спільну діяльність без створення юридичної особи та без об'єднання вкладів учасників технологічного парку містить положення про склад учасників технологічного парку, їх права та обов'язки, пріоритетні напрями діяльності технологічного парку, органи управління і керівний орган технологічного парку, їх повноваження та порядок прийняття ними рішень, порядок фінансування діяльності органів управління і керівного органу, порядок прийняття нових учасників технологічного парку та виключення з числа учасників технологічного парку, порядок ліквідації технологічного парку (припинення дії договору).

В якості учасника технопарку, венчурний інвестиційний фонд може створювати спільне підприємство для виконання проектів технологічних

парків, даючи власні кошти підприємству-реципієнту, а також залучаючи інші венчурні фонди для спільного інвестування.

Зокрема, у світовій практиці посівного інвестування (seed investment) загальноприйнятою є практика спільного інвестування венчурними фондами стартапів, які знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку. Таким чином забезпечується диверсифікація ризиків обох фондів, хоча і зменшується потенційний прибуток від успішної реалізації відповідного проекту підприємства-реципієнта.

Згідно з Законом «Про технопарки», спільне підприємство – це підприємство, яке створене для виконання проектів технопарку, один із засновників якого є технопарки або його учасник, а іншими – резиденти або нерезиденти, чий внесок до статутного капіталу такого спільного підприємства складе суму, яка еквівалентна не менше ніж 50 тис. дол. США.

Кожен технопарк відповідно до Закону «Про технопарки», реалізує проекти, які розглядаються Президією НАН України та затверджені Міністерством освіти і науки України, згідно з пріоритетними напрямками діяльності технопарків і законами України «Про пріоритетні напрями розвитку науки і техніки» та «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні».

Центральний орган виконавчої влади, який реалізує державну політику у сфері науково-технічної та інноваційної діяльності, здійснює розгляд, експертизу та державну реєстрацію проектів технопарків, за поданням НАН України.

Отже, держава (в особі вповноваженого органу) має можливість самостійно визначати умовну спеціалізацію технопарків, в залежності від ресурсів регіону, в якому розміщено відповідний технопарк. Наприклад, технопарки південного регіону країни, очевидною спеціалізацією мають інноваційні, науково-технічні та технологічні проекти, які пов'язані з морем, морегосподарським комплексом, припортовим виробництвом, морськими

природними ресурсами, судноплавством, морською освітою з використанням інноваційних технологій тощо.

У зв'язку з цим, якісно нову роль можуть зіграти і регіональні венчурні інвестиційні фонди, які діють саме у відповідному регіоні або в якості самостійної одиниці, або в якості учасника відповідного технологічного парку. Детальніше потенціал регіональних венчурних фондів буде висвітлено в підрозділі 3.3. цього дослідження.

Що стосується ВІФ, які діють на території всієї країни, то слід вказати на можливість використання інвестиційних коштів відповідних фондів для фінансової підтримки проектів технологічних парків в обмін на частку в підприємстві, яке здійснює реалізацію відповідного проекту. Іншими словами, йдеться про наближення формату взаємодії між технопарком, венчурним фондом та підприємством, яке реалізує проект технопарку до того формату, за яким діють бізнес-інкубатори, а саме: за результатами умовної «інкубації» інвестор вкладає кошти в перспективні проекти, що дають можливість реципієнтам інвестицій розвивати свій бізнес.

Якісною різницею між бізнес-інкубатором та технопарком, при участі ВІФ в фінансуванні проекту технопарку, виступатиме той факт, що проекти технопарків вже пройшли державну оцінку та експертизу до того, як були взяті технопарком до реалізації. Такий механізм значним чином мінімізує ризики венчурного інвестора.

Разом з тим, зважаючи на потенційну наявність корупційної складової при виборі відповідних проектів державними органами, у приватних інвесторів має бути можливість вибору проектів для фінансування та додатковий механізм диверсифікації ризиків. Наприклад, створення державного венчурного фонду, який фінансуватиме відповідні проекти технопарків разом з приватними фондами.

Так статтею 6 Закону «Про технопарки» передбачено можливість надання фінансової підтримки проектів технопарків з державного бюджету України. Зокрема, шляхом визначення в бюджеті коштів, які спрямовуються

на: повне або часткове (до 50%) кредитування проектів технопарків без сплати відсотків та повну або часткову компенсацію відсотків, які сплачують виконавці проектів технопарку комерційним банкам (іншим фінансово-кредитним установам) за кредитами, взятими для реалізації відповідного проекту.

Проте, враховуючи, що зазначений механізм продемонстрував свою неефективність (зважаючи на теперішній стан технопарків в Україні), а також зважаючи на необхідність дотримання суб'єктами господарювання принципів господарської самостійності та господарського розрахунку, доцільною є зміна чинного механізму державного фінансування проектів технопарків.

Зокрема, у випадку створення державного венчурного фонду для фінансування проектів технопарків, такий фонд вкладатиме свої кошти в зареєстровані за технопарками проекти. Приватні ВІФ (або в якості учасників відповідного технопарку, або будь-які інші ВІФ) зможуть зменшити свої фінансові ризики, інвестуючи свої кошти разом з державним венчурним фондом, що є привабливим моментом для приватних інвесторів. Крім того, в довгостроковій перспективі інвестиції державного венчурного фонду принесуть державі дивіденди, які (в свою чергу) можливо використовувати для подальшого фінансування нових проектів технопарків, що зніме частину тягара такого фінансування з державного бюджету на користь самостійно акумульованих державним фондом коштів.

Крім того, задля вдосконалення взаємодії між венчурними інвесторами та технологічними парками в Україні, пропонується також внести деякі додаткові зміни до Закону України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків».

1. Зважаючи, що в дійсній редакції Закону України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» передбачено обов'язок саме одного з учасників технологічного парку виконувати роль керівного органу, існують обґрунтовані підстави вважати,

що це обмежує коло осіб, що потенційно готові стати засновниками (учасниками) технологічних парків. Пояснюється це тим, що маючи необхідні навички та ресурси задля здійснення необхідного внеску (фінансового, ресурсного, інтелектуального тощо) задля початку роботи технологічного парку, такі особи не мають часу або бажання ставати керівниками технологічного парку.

В такому випадку потенційно зацікавлені особи виявляються зв'язані обов'язком знайти особу, що буде готова прийняти на себе не лише роль керівника, але і зробити свій внесок в якості засновника (учасника) технологічного парку.

Крім того, можливість залучати сторонню особу, яка вже реалізовувала проекти подібні, до проекту, що зареєстрований за технопарком, значно підвищить потенціал реалізації проекту технологічного парку.

У зв'язку з цим, пропонується пункт 4 статті 1 Закону викласти у такій редакції:

«4) керівний орган технологічного парку - юридична особа - один з учасників технологічного парку **або спеціально залучена на підставі договору з учасниками особа**, яка від імені учасників технопарку відкриває спеціальний рахунок технологічного парку і на якого за договором покладені функції поточного керівництва діяльністю технологічного парку, у тому числі щодо оформлення проектів технологічного парку, використання в установленому цим Законом порядку коштів спеціального рахунку технологічного парку, контролю за використанням коштів спеціальних рахунків учасників технологічного парку, перевірки та підготовки пропозицій щодо внесення змін або припинення виконання проектів технологічного парку, підготовки звітів про діяльність технологічного парку, представлення інтересів учасників технологічного парку в органах державної влади та органах місцевого самоврядування,

укладання відповідно до законодавства договорів від імені технологічного парку, та інші функції відповідно до договору».

2. Вище в тексті цього дослідження вже вказувалось, що чинною редакцією Закону України «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» імперативно встановлено вимогу, що учасниками спільного підприємства технопарку можуть бути резиденти або нерезиденти, які сумарно внесли кошти у розмірі не менше еквіваленту 50 тис. дол. США (якщо вони не є учасниками технопарку).

Зважаючи на те, що встановлення мінімального розміру внеску жодним чином не визначає, яку роль буде грати особа, що вклала кошти, в управлінні утвореним підприємством, доцільним є зміщення акценту у вказаному підпункті статті на частку корпоративних прав спільного підприємства, яку отримає вкладник (вкладники).

Зокрема, задля забезпечення привабливості здійснення подібних інвестицій у спільні підприємства, необхідно гарантувати потенційним вкладникам, що вони матимуть як мінімум блокуючу частку в управлінні новоутвореним підприємством. Тобто не ефемерну гарантію, що проект технопарку колись буде реалізований спільним підприємством, а чітке право впливати на процес реалізації спільним підприємством такого проекту.

Разом з тим, доцільним є встановлення і верхньої допустимої межі інвестицій не від учасників технологічного парку, так як втрата можливості впливати на порядок реалізації спільним підприємством проекту технологічного парку суттєво підірве саму принципову суть утворення спільних підприємств при технологічних парках.

У зв'язку з цим, пропонується пункт 5 статті 1 Закону викласти у такій редакції:

«5) спільне підприємство - підприємство, створене для виконання проектів технологічного парку, одним із засновників якого є технологічний парк або учасник технологічного парку, а іншими - резиденти чи

нерезиденти, *сумарний внесок яких до статутного капіталу становить не менше 15 та не більше 49 відсотків статутного капіталу спільного підприємства».*

3. Зважаючи на те, що однією з причин виділення будь-яких інноваційних структур (в тому числі таких як технопарки) та їх розмежування, є запровадження для них пільг задля виконання поставлених завдань, доцільною є деталізація конкретних заходів, які передбачає під собою «спеціальних режим інноваційної діяльності», який запроваджується в технологічних парках.

У зв'язку з цим, пропонується пункт 7 статті 1 Закону викласти у такій редакції:

«7) спеціальний режим інноваційної діяльності - правовий режим, який передбачає надання державної підтримки щодо стимулювання діяльності технологічних парків, їх учасників та спільних підприємств при реалізації проектів за пріоритетними напрямками діяльності технологічних парків, *яке полягає у фінансовій, організаційній та іншій визначеній цим Законом підтримці реалізації технологічними парками затверджених проектів».*

4. Недоцільним є обмеження напрямів діяльності технологічного парку виключною спрямованістю на «промислове» виробництво продукції, зважаючи на зростаюче змістовне становленні ІТ сфери в Україні.

Не можна розумно виключати можливість, що однією з основних статей експорту України стануть саме інформаційні та інші технології, а не промислова продукція, тому необґрунтоване звуження пріоритетних напрямів діяльності технологічних парків, може призвести до їх «випадіння» з учасників національної інноваційної системи, які забезпечують розвиток провідних інноваційних сфер, що базуються на ІТ технологіях, а не матеріальних товарах.

У зв'язку з цим, пропонується виключити слово «промислових» та викласти пункт 8 статті 1 Закону у такій редакції:

«8) пріоритетні напрями діяльності технологічного парку – економічно і соціально зумовлені напрями науково-технічної та інноваційної діяльності технологічного парку, що відповідають визначеним законодавством науково-технічним та інноваційним пріоритетам і спрямовані на виробництво конкурентоспроможної високотехнологічної та інноваційної продукції і насичення нею внутрішнього ринку та забезпечення експортного потенціалу держави».

5. Вище вже наводились аргументи щодо неефективності теперішньої системи державного фінансового стимулювання діяльності технопарків. Крім того, необхідно враховувати поточну фінансову ситуацію в країні, а також загальносвітову практику залучення венчурного капіталу для створення будь-якої високотехнологічної інноваційної продукції. Фінансове стимулювання інноваційного розвитку має здійснюватися не лише з державного та місцевого бюджетів, а й з приватного сектора, що має потенціал значних інвестицій.

У зв'язку з цим, пропонується частину 2 статті 6 Закону викласти у такій редакції:

«Для реалізації проектів технологічних парків щорічно в Державному бюджеті України за бюджетною програмою підтримки діяльності технологічних парків визначаються кошти, що спрямовуються на:

створення Державного венчурного інвестиційного фонду для інвестування в проекти технологічних парків;

повне або часткове гарантування інвестицій, здійснюваних інвестиційними фондами в спільні підприємства, що є виконавцями проектів технологічних парків».

6. Безумовно, податкове стимулювання інноваційної діяльності, в тому числі шляхом налагодження ефективної діяльності технологічних парків, є не єдиною, проте важливою складовою інноваційної політики будь-якої держави.

Тому створюючи можливість надавати податкові пільги підприємствам, для яких основним видом діяльності¹ є реалізація проекту технологічного парку, держава забезпечує значно вищу інвестиційну привабливість таких спільних підприємств технопарків для інвесторів, що не є учасниками технологічного парку.

Детально пільги, очевидно, мають бути визначені безпосередньо в Податковому кодексі України (наприклад, шляхом трирічних податкових канікул для підприємств, що реалізують зареєстровані проекти технопарків). Проте, закладення потенційної можливості надання зазначених пільг у профільному законі, що регулює діяльність технологічних парків, закладе підґрунтя подальшому розвитку державного стимулювання розвитку інноваційної інфраструктури в Україні.

У зв'язку з цим, пропонується частину 4 статті 8 Закону викласти у такій редакції:

«Реалізація проекту технологічного парку не може бути підставою для зниження податкових зобов'язань за основним видом діяльності виконавця цього проекту технологічного парку, ***крім випадків коли реалізація проекту технологічного парку є основним видом діяльності виконавця проекту технологічного парку***».

Викладені вище пропозиції дозволять вдосконалити правове регулювання участі венчурних інвесторів в діяльності технологічних парків, а також функціонування системи технопарків в цілому.

Ще однією формою інноваційних структур, є взаємодія між вищими навчальними закладами (далі – ВНЗ) та інноваційними технологічними стартапами, які створюються студентсько-викладацьким складом на базі навчального закладу, з використанням його обладнання тощо.

¹ Слід скористатись юридичною технікою обґрунтування «основної діяльності», яка викладена в Законі України «Про інноваційну діяльність», та визначити, що основною діяльністю підприємства, визнається діяльність по реалізації проекту технологічного парку, якщо не менше 70 відсотків загальної продукції та послуг підприємства – продукція та послуги, що вироблені (надаються) на виконання проекту технологічного парку.

Вищі навчальні заклади є важливою ланкою у процесу побудови національної інноваційної системи будь-якої країни. Зважаючи на той факт, що національна інноваційна система України знаходиться в процесі становлення, необхідно створити недвозначні правові умови для можливості ефективного та чіткого функціонування вищих навчальних закладів (далі – ВНЗ) та наукових установ як складової інноваційної системи країни.

На думку Т.М. Боголіба, економічні умови, в яких перебувають університети, вимагають пошуку нових джерел фінансування, нових технологій управління ВНЗ і нових рольових схем учасників університетської діяльності. Комерціалізація результатів навчальної та наукової діяльності примушує по-іншому подивитися на процеси, що відбуваються в університетах. Комплекс освітньої та наукової діяльності при цьому доповнюється технологічними, фінансовими і комерційними аспектами. У сучасних умовах комерціалізація діяльності університету є не просто необхідністю, а ще і формулою його успішного розвитку. Проблема комерціалізації наукових розробок університетів повинна насамперед перебувати у правовій площині [77, С. 36].

На сьогоднішній день в Україні функціонує розгалужена нормативна база, що регулює розвиток науки та техніки в країні, а також має важливе суміжне значення для регулювання комерціалізації інновацій ВНЗ. Зокрема, можливо навести наступні приклади: Закон України «Про охорону прав на винаходи і корисні моделі», Закон України «Про охорону прав на промислові зразки», Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження типового положення з планування, обліку і калькулювання собівартості науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт», Національний стандарт №4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності», Закон України «Про загальнодержавну комплексну програму розвитку високих технологій», Закон України «Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій», Закон України «Про наукові парки» [137; 140; 157; 159; 160; 144; 153].

Разом з тим, відповідних законодавчих актів не вистачає для того, щоб запровадити ефективний механізм взаємодії між ВНЗ та інноваційними стартапами, що зможе принести взаємну вигоду як учасникам таких відносин, так і державі.

В якості прикладу успішної взаємодії між ВНЗ та стартап середовищем, можна вважати молодіжний IT бізнес-інкубатор Polyteso, що створений на базі Національного університету «Київський політехнічний інститут», діяльність якого спрямована на комерціалізацію розробок вузу та стартапів Polyteso. Технічну підтримку стартапам в Polyteso надають фахівці та вчені КПП, економічну, юридичну чи стратегічну експертизу здійснюють ментори – представники українських та зарубіжних компаній [206].

М. В. Сорока та І. В. Петрик визначаючи поняття академічного бізнес-інкубатора (до якого можна віднести Polyteso), вказують, що це організаційна інноваційна структура, метою якої є формування сприятливих умов для стартового розвитку малих підприємств через надання їм певного комплексу послуг і ресурсів: надання консультацій з бізнес-планування, юридичних, податкових та інших питань; надання офісних, виробничих, лабораторних та інших площ в оренду; технічно-адміністративне обслуговування, пов'язане з поштовими послугами, доступом до Інтернету, телефону, факсу; допомога в пошуку інвесторів, залучення кредитів, стартове фінансування новостворених компаній; послуги бухгалтера, фінансиста, економіста, маркетолога, менеджера та інші економічні послуги; проведення презентацій, виставок, конкурсів, конференцій; допомога у впровадженні нових технологій, ноу-хау, інноваційних продуктів; проведення тренінгів, курсів перепідготовки, навчання за програмою різних економічних дисциплін, необхідних для ведення бізнесу; створення баз даних, передавання нових інформаційних технологій, інтернет-центрів і мереж; допомога у пошуку роботи, внесення до бази даних професій і вакансій, підготовка резюме, підготовка до співбесіди з роботодавцями; видання буклетів, рекламних проспектів, листівок, новітніх методичних розробок [178, С. 162].

Тобто, академічний бізнес-інкубатор виконує ті ж функції, що і звичайний бізнес-інкубатор, відрізняючись лише складом учасників. Зокрема, на «інкубацію» до академічного бізнес-інкубатора потрапляють стратапи професорсько-викладацького та студентського академічного середовища. Така ситуація дає можливість максимально ефективної реалізації науково-дослідного та інноваційного потенціалу вищих навчальних закладів та подальшої комерціалізації таких розробок, за умов отримання належного фінансування.

Зокрема, з прийняттям нового Закону України «Про вищу освіту» від 01.07.2014р. №1556-VII (далі – ЗУ «Про вищу освіту»), вищі навчальні заклади отримали можливість бути засновниками юридичних осіб, основною метою діяльності яких є комерціалізація інновацій, що були розроблені такими вищими навчальними закладами (ч.1 ст.68 Закону).

Зазначені положення ЗУ «Про вищу освіту» сприяють виробленню чіткого та ефективного механізму використання вищими навчальними закладами свого наукового та творчого потенціалу спрямованого на задоволення пріоритетних напрямів інноваційного розвитку держави, та потреб малого, середнього та великого бізнесу у створенні інноваційних технологій.

В сучасних умовах динамічного розвитку інформаційних технологій, вагомого значення набуває можливість своєчасної та ефективної комерціалізації розроблених інновацій, в тому числі розроблених при ВНЗ, з метою отримання практичної користі від розробки.

Зважаючи на значний інтелектуальний та винахідницький потенціал ВНЗ, не викликає сумнівів той факт, що працівники таких ВНЗ, залучені співробітники, студенти та інші особи можуть акумулювати великий обсяг необхідних знань, вмінь та навичок, яких потребує створення інновацій. Проте, без забезпечення фінансування інноваційних розробок, зазначене положення Закону щодо створення юридичних осіб з метою комерціалізації інновацій, залишається виключно декларативним.

Розроблена інновація, права інтелектуальної власності на яку не зареєстровані належним чином, та яка не знаходить практичного втілення, не приносить користі ні розробнику такої інновації, ні економіці держави. А тому не виконує власне інноваційної функції щодо забезпечення свого комерційного втілення.

Вище вже наводилась позиція «батька» поняття інновації Й. Шумпетера, згідно з якою: «інновації – це комерційне впровадження нової продукції чи нових засобів виробництва» [205, С. 100].

Отже, можна зробити висновок про необхідність правового забезпечення цілісного механізму, що передбачає шлях від розроблення інновації або навіть ідеї інноваційної розробки, аж до комерційного втілення інновацій. Зазначений правовий механізм має ефективно врегульовувати практичну можливість якісного переходу інноваційної розробки до етапу інноваційної продукції.

Одним зі шляхів реалізації розроблених при ВНЗ інновацій є їх використання в підприємствах, заснованих таким вищим навчальним закладом самостійно та/або в партнерстві. Також розроблені ВНЗ інновації можуть знаходити втілення в діяльності інших суб'єктів господарювання, що замовили та профінансували створення такої інновації вищим навчальним закладом.

При цьому слід відзначити, що ЗУ «Про вищу освіту» не встановлено заборони ВНЗ залучати інвесторів до заснованих навчальним закладом юридичних осіб, у випадку якщо власних коштів задля втілення інновації в інноваційний продукт не достатньо. Також не встановлено заборони для ВНЗ виступати інвестором, шляхом внеску розробленої навчальним закладом інновації до вже існуючої юридичної особи, яка створена сторонніми особами.

Створені при ВНЗ підприємства, неймовірно потребуватимуть додаткового фінансування на теперішньому етапі, коли коштів в державному бюджеті та українській економіці загалом стало значно менше [104]. Про

потребу таких юридичних осіб у сторонніх джерелах фінансування можна стверджувати зважаючи на новизну та відсутність практичного досвіду широкого функціонування такого механізму в межах України – і, відповідно, відсутність на сьогодні як у ВНЗ, так і в бюджетах різних рівнів спеціально виділених коштів для комерціалізації інноваційних розробок ВНЗ.

Факт необхідності значного фінансування для налагодження ефективного функціонування національної інноваційної системи, до якої залучені вищі навчальні заклади, підтверджується також європейським досвідом становлення національних інноваційних систем Швеції, Польщі, Португалії, Великої Британії [202, С. 8-58].

Тому доцільним є залучення також альтернативних (крім бюджетного) джерел фінансування розробки та комерціалізації інновацій, а саме: венчурного капіталу, який визнається одним з найефективніших способів фінансування інноваційної діяльності в зарубіжних країнах та забезпечення розвитку національної інноваційної системи і економіки країни в цілому.

Для забезпечення подальшого розвитку взаємодії ВНЗ та середовища інноваційних підприємств, слід внести окремі зміни до Закону України «Про вищу освіту». Зокрема, потребує вирішення низка проблемних питань чинного Закону «Про вищу освіту»:

1) Чинний Закон «Про вищу освіту» передбачає значне розширення самоврядування ВНЗ, разом з тим містить перелік повноважень центрального органу виконавчої влади у сфері освіти та науки. Перелік повноважень виглядає неповним без врахування інтересів розвитку інноваційної системи за участі ВНЗ як її складової.

На державному рівні вповноваженим органом визначаються пріоритетні напрями інноваційного розвитку країни. Закономірно, що центральний орган виконавчої влади у сфері освіти та науки зацікавлений у реалізації таких пріоритетних напрямів інноваційного розвитку. Тому необхідно закріпити можливість максимального сприяння центральним органом інноваційній діяльності ВНЗ, що відбувається в пріоритетних

напрямах інноваційного розвитку країни. Саме тому пропонується доповнити список повноважень що центрального органу виконавчої влади у сфері освіти та науки положеннями щодо сприяння реалізації ВНЗ пріоритетних напрямів інноваційної діяльності в Україні.

У зв'язку з цим, пропонується доповнити ч. 1 ст. 13 ЗУ «Про вищу освіту» пунктом 25 такого змісту:

«25) сприяє реалізації пріоритетних напрямів інноваційної діяльності в Україні;»

Відповідно вважати пункт 25 ч.1 ст. 13 ЗУ «Про вищу освіту» пунктом 26.

2) ЗУ «Про вищу освіту» ВНЗ надається широка автономія, порівняно з тією, яка існувала до цього. І хоча в статті присвяченій правам ВНЗ і міститься пункт, що передбачає можливість «самостійно розробляти та запроваджувати власні програми освітньої, наукової, науково-технічної та інноваційної діяльності», проте це положення не видається достатнім для успішного та ефективного стимулювання інноваційної діяльності ВНЗ.

Варто пам'ятати, що до завдання та можливостей ВНЗ входить не лише безпосередня розробка та впровадження інновацій, а й широкий спектр засобів для розвитку інноваційної системи країни в цілому. Зокрема, сюди входить популяризація інноваційної діяльності шляхом проведення спеціалізованих семінарів щодо впровадження інновацій для бізнесу, проведення освітніх заходів з метою ознайомлення широкого кола людей з важливістю та перспективністю інноваційної діяльності для бізнес одиниць та для конкурентоспроможності країни загалом. Тому пропонується:

доповнити ч. 2 ст. 32 ЗУ «Про вищу освіту» після пункту 24 новим пунктом такого змісту:

«25) популяризувати серед широких верств населення провадження інноваційної діяльності та впроваджувати в систему підготовки фахівців у вищих навчальних закладах (наукових установах) спеціальні курси, семінари, тренінги тощо з метою формування та удосконалення навичок, необхідних

для ефективної комерціалізації наукових розробок, управління правами інтелектуальної власності, інноваційними процесами та проектами»

Відповідно вважати пункт 25 ч. 2 ст. 32 ЗУ «Про вищу освіту» пунктом 26.

3) Важливість залучення додаткового фінансування для проведення наукових досліджень та розробок інноваційних продуктів, не викликає сумнівів. Пояснюється це не в останню чергу великим інноваційним потенціалом ВНЗ, що не реалізується в силу недостатності бюджетних коштів та власних коштів ВНЗ. Зважаючи на це, потребує законодавчого закріплення можливість співпраці ВНЗ з суб'єктами господарювання, зокрема у сферах проведення наукових досліджень, експериментальних та інноваційних розробок, створенні науково-навчальних, науково-дослідних об'єднань, інноваційних структур та інших організаційних форм кооперацій, впровадженні створених інноваційних продуктів у виробництво, інші галузі економіки тощо. Зважаючи на це, пропонується:

Викласти пункти 2, 3, 4 ч. 2 ст. 66 ЗУ «Про вищу освіту» в такій редакції:

«2. проведення спільних наукових досліджень, експериментальних та інноваційних розробок тощо, у тому числі за рахунок державного бюджету, коштів суб'єктів господарювання та власних надходжень;

3. участь, в тому числі разом з суб'єктами господарювання, у створенні науково-навчальних, науково-дослідних об'єднань, інноваційних структур та інших організаційних форм кооперацій;

4. впровадження спільно створених, в тому числі разом з суб'єктами господарювання, інноваційних продуктів у виробництво, інші галузі економіки тощо».

4) Важливою складової інноваційної діяльності ВНЗ повинна бути подальша комерціалізація розроблених інновацій – особиста, або за участі суб'єктів господарювання, компетентних державних органів, що замовляли дослідження тощо. Зважаючи на це, пропонується:

Викласти ч. 4 ст. 67 ЗУ «Про вищу освіту» в такій редакції:

«4. Держава економічно заохочує підприємства різних форм власності до співпраці з вищими навчальними закладами щодо виконання науково-інноваційних проектів та подальшої комерціалізації інновацій на умовах визначених сторонами, підготовки і перепідготовки фахівців з вищою освітою, проведення практики студентів».

5) ЗУ «Про вищу освіту» передбачається можливість створення ВНЗ юридичних осіб, предметом діяльності яких є виключно доведення результатів наукової і науково-технічної діяльності вищого навчального закладу до стану інноваційного продукту та його подальша комерціалізація. Також передбачена можливість створення наукових парків та малих інноваційно-орієнтованих підприємств.

Задля того, щоб вказані положення набули практичного значення, а не залишались декларативними, необхідно вирішити питання з джерелом фінансування створення передбачених Проектом юридичних осіб. Тут варто вказати, що коло осіб зацікавлених у створенні таких підприємств і комерціалізації розроблених ВНЗ інновацій не варто замикаати лише на коштах самих ВНЗ та бюджетних коштах. Світова практика демонструє приклади успішної взаємодії між ВНЗ та приватними суб'єктами господарювання, в тому числі спеціалізованими інвестиційними фондами, зокрема венчурними. Закріплення відповідних положень, щодо залучення коштів приватних інвесторів для впровадження розроблених технологій не лише сприятиме розвитку інноваційної діяльності ВНЗ, а й розвитку сектору венчурного інвестування в Україні. Зважаючи на це, пропонується:

Доповнити ст. 68 ЗУ «Про вищу освіту» частиною 4 такого змісту:

«4. Фінансування створення та діяльності юридичних осіб та організаційних структур інноваційної діяльності, передбачених частиною 1 даної статті, здійснюється за рахунок власних коштів вищих навчальних закладів(наукових установ), органів до відання яких належать вищі навчальні

заклади та інших заінтересованих осіб, венчурних інвестиційних фондів тощо. Фінансування здійснюється на підставі договору».

Враховуючи викладене, можливо виділити наступний суспільний результат від діяльності інноваційних структур: реалізація державної політики у сфері підтримки та розвитку початкового малого підприємництва шляхом сприяння формуванню ефективної інфраструктури його підтримки; забезпечення умов для розвитку і збільшення внеску малого бізнесу в економіку регіону; створення сприятливих умов для стартового розвитку малих підприємств; зростання числа суб'єктів малого підприємництва, підвищення їх життєздатності; підвищення інноваційної активності бізнесу, впровадження нових технологій і ноу-хау; оздоровлення економічної активності регіону і розвиток внутрішніх ринків, диверсифікація регіону; розширення бази оподаткування регіону і країни; раціональне використання ресурсів регіону (трудові, виробничі, технологічні, природні та ін.); створення і зміцнення зв'язків між малим бізнесом та іншими секторами економіки (крупний бізнес, державний, фінансовий сектор та ін.), а також міжрегіональних та міжнародних зв'язків, що сприяють зміцненню економічних систем; забезпечення населення товарами і послугами споживчого попиту і зростання зайнятості та рівня життя населення [67].

Підбиваючи проміжний підсумок викладеному в підрозділі дослідження, слід відзначити, що на сьогоднішній день функціонування інноваційних структур в Україні знаходиться на неналежному рівні як в частині фактичного виконання ними обумовлених функцій, так і в частині належного правового регулювання їх діяльності, яке дозволяло б таким структурам залучати сторонні ресурси, кошти, радників, венчурних інвесторів для налагодження та розвитку національної інноваційної системи України.

Слід визнати, що український законодавець недооцінює потенціал венчурного інвестування як джерела фінансування розвитку інноваційних

структур та інноваційних підприємств, які розвиваються на базі таких структур, що зумовлює відставання національної економіки від світових тенденцій та невикористання українського потенціалу.

3.2. Правові засоби (шляхи) вдосконалення порядку відчуження венчурним інвестором частки підприємства-реципієнта шляхом первинного публічного розміщення (ІРО)

Логічним етапом «життя» венчурної інвестиції після досягнення підприємством-реципієнтом комерційного успіху, є вихід інвестора зі складу учасників такого підприємства, а саме: продаж належної венчурному інвестору частки заінтересованим особам [184, С. 73].

Слід виділити три основні стратегії виходу венчурного інвестора з підприємства:

- викуп частки інвестора засновниками підприємства для повернення повного контролю над ним;
- продаж венчурним інвестором своєї частки стратегічному інвестору (наприклад, продаж частки в компанії Instagram на користь компанії Facebook);
- реєстрація акцій підприємства-реципієнта для торгівлі на фондовому ринку (Initial public offering, далі – ІРО).

Разом з тим, для забезпечення можливості ефективно скористатись будь-якою із перерахованих стратегій виходу венчурного інвестора з підприємства, необхідною є наявність відповідного правового забезпечення такої можливості.

Від держави вимагається створення відповідного інституціонального середовища (нормативно-правового забезпечення корпоративного управління, прав власності, розвитку ринку капіталу, удосконалення оподаткування, прозорість інформації, забезпечення контролю і т.д.), та

забезпечення детінізації економіки. Методологія сучасної інституціональної теорії розвитку економіки [175, С. 89; 201, С. 12]. передбачає визначення «точок» зростання економіки країни, пріоритетів у розвитку його секторальних та регіональних підсистем, через те, що держава не в змозі однаковою мірою підтримувати одночасно всі галузі економіки [130, С. 39-45].

Іншими словами – в першу чергу допомогу отримують галузі, які приносять реальний прибуток, та як наслідок, найбільше сприяють наповненню бюджету, забезпечують зростання (або, принаймні, стримують зменшення) кількості робочих місць, підтримують національну валюту (шляхом забезпечення її реальним товаром та засобами виробництва).

Разом з тим, ми бачимо, що сучасні тенденції економічного зростання зазнали змін, разом зі зміною геополітичного устрою та вдосконаленням технологій, інформатизацію не лише окремих сфер, а суспільства в цілому. Зокрема, з поглибленням можливостей доступу до ринків збуту, які не обмежені кордонами, торговими війнами тощо, конкуренція у всіх сферах реального виробництва зросла неймовірно, а зменшення купівельної спроможності населення викликає, в тому числі, кризу перевиробництва.

У зв'язку з цим, доцільною є переорієнтація державної підтримки та її належного правового забезпечення в першу чергу на сектори, в яких Україна має стратегічну перевагу, а не ті, в яких національні виробники програють іноземним або на полі технологій (наприклад, країнам західної Європи та США), або на полі вартості робочої сили (наприклад, країнам далекого Сходу).

Як відзначає Л.Д. Оліфіренко, обираючи стратегію промислового розвитку та враховуючи досвід Японії, Франції, Німеччини, Фінляндії, Нідерландів та інших країн [36], особливо важливо забезпечити інноваційно-інвестиційне стимулювання «точок» економічного зростання – інноваційних виробництв, продукція яких має масовий попит, і регіональних центрів їх розміщення [130, С. 39-45].

Разом з тим, як вже неодноразово відзначалось в цьому дослідженні, без належного фінансування, забезпечити зростання відповідних «точок» не вдасться. Як вбачається із теперішньої економічної ситуації в Україні [204, С. 6], на можливість ефективного державного фінансування розраховувати не доводиться. У зв'язку з цим, держава повинна забезпечити (шляхом впровадження необхідних правових інститутів) належні умови для участі приватного сектору – венчурних інвесторів (як інституційних, так і бізнес-янголів) у відновленні та розвитку економіки України. Відповідне якісне зростання української економіки можливо досягнути шляхом масового розвитку успішних інноваційних проектів, здатних забезпечити глобальну конкурентоспроможність національних підприємств.

Як відзначалось вище в цьому дослідженні, одним з факторів привабливості реципієнта інвестицій в країні, є забезпечення відповідного правового регулювання, що зробить «правила гри» зрозумілими, прозорими та вигідними для венчурного інвестора.

Щодо забезпечення державою належного правового поля, для можливості «виходу» венчурного інвестора з підприємства-реципієнта, слід вказати наступне.

Правове забезпечення викупу частки венчурного інвестора засновниками підприємства, а також процедура (порядок) продажу частки стратегічному інвестору, на сьогоднішній день, хоч і поступаються в окремих моментах свого правового регулювання американській або британській моделі, але є (в своїй більшості) зрозумілими як для українських підприємств, так і для західних інвесторів.

Тому, для подальшого приведення українського законодавства у відповідність з вимогами інтеграції до світових бізнес-процесів та євро інтеграції, слід детальніше зупинитись на поточному правовому регулюванні механізму IPO в Україні, а також на правовому забезпеченні можливості венчурного інвестора вигідно скористатись саме таких шляхом «виходу» зі складу реципієнта інвестицій.

IPO вважається сьогодні одним з найважливіших механізмів на ринках капіталу. Це одночасно і канал для отримання молодими компаніями нового капіталу, і спосіб інвесторів реалізувати прибутки на свої інвестиції [76, С. 153].

На сьогодні термін IPO трактують досить широко. Початково, «Initial Public Offering» означало первинне публічне розміщення (допуск до обігу на біржі, лістинг та подальший продаж) цінних паперів компанії на фондовій біржі з доступом до таких цінних паперів всіх зацікавлених. Сьогодні, під IPO розуміють також приватне розміщення серед наперед визначеного кола інвесторів [120, С. 6].

Отже, якщо тлумачити термін IPO в широкому сенсі, можливо вказати на певне «злиття» між продажем частки стратегічному інвестору та виходом з акціями на фондову біржу, так як в межах наперед визначеного кола покупців, можливо передбачити саме стратегічного інвестора (або коло стратегічних інвесторів, які згодом зможуть вступити в боротьбу за контроль над реципієнтом, тим самим підвищуючи вартість акцій останнього, що вигідно для компанії та володільців її акцій).

Прийняття в 1991р. Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» дало початок створенню ринку цінних паперів в Україні. Саме тоді на законодавчому рівні закріплено основних учасників фондового ринку, інструменти державного впливу на відповідну сферу та контролюючі органи. Згодом, відносини щодо фондового ринку врегульовано Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок». Наступними кроками стали: (1) Указ Президента України, яким 12 червня 1995 року було утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР) [139].; (2) Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», яким визначено завдання, функції, повноваження, права, відповідальність ДКЦПФР та відносини з іншими державними органами з питань регулювання та контролю на ринку цінних паперів [138].; (3) Указ Президента України №1063/2011 від 23.11.2011 року про утворення

Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) [158]. [88].

На сьогоднішній день, фондовий ринок України досі перебуває на етапі свого змістовного становлення.

Така позиція автора обґрунтовується відсутністю стабільності на фондовому ринку країни, незначною кількістю акцій (в порівнянні з іншими видами цінних паперів), які котируються на українських біржах, відсутністю правового забезпечення можливості функціонування кількох паралельних майданчиків для IPO (наприклад, один з вимогами рівня LSE або NASDAQ, які передбачають обов'язкові міжнародні стандарти фінансової звітності (далі – МСФЗ) або прирівняні до них стандарти, а інший майданчик – з послабленими вимогами для альтернативних інвестицій в межах України (на зразок AIM при LSE)), відсутністю належної та надійної репутації у цінних паперів, зареєстрованих на українських біржах, серед провідних бірж світу, а також відсутність правового механізму для оцінки репутації біржі та цінних паперів.

Згідно з даними Української Фондової Біржі (далі – УФБ), сектор первинного ринку в 2012 році скоротився до 36,94%, в порівнянні з 81,75 % в 2011 році [68]. А за даними аналітичного огляду 2013 року його частка становила 21,85%. Разом з тим, як відзначається в Аналітичному огляді діяльності Української фондової біржі за 2013 рік: «За підсумками 2013 року обсяг біржової торгівлі на УФБ збільшився на 2,98 млрд. грн. (у 8 разів) в порівнянні з 2012 роком» [69]. Тобто, хоча частка первинного ринку і скоротилась, але грошовий обсяг вказаних операцій зріс.

Проте, вже за підсумками 2014 року обсяг біржових торгів на УФБ зменшився у 7,4 рази в порівнянні з 2013 роком, а за результатами 9 місяців 2015 року обсяг біржових торгів на УФБ зменшився на 14% у порівнянні з аналогічним показником 2014 року [70; 71]. Така тенденція в першу чергу обумовлена наявною українською політичною та економічною ситуацією.

Разом з тим, слід вказати, що протягом 2014 року через інструменти фондового ринку в економіку України залучено інвестицій на суму 217,25 млрд. грн. Зазначений показник в 2014 році збільшився порівняно з 2013р. на 76,06 млрд. грн. Проте, вже у січні-листопаді 2015 року до економіки України через інструменти фондового ринку залучено лише 90,18 млрд. грн., що менше на 86,53 млрд. грн. порівняно з відповідним періодом 2014 роком, інвестиції за який становили 176,71 млрд. грн. [112].

Отже, за тенденцією 2015р. вбачається зменшення інструментів фондового ринку (в тому числі IPO) в Україні для залучення капіталу або купівлі-продажу корпоративних прав підприємств. З врахуванням тенденції до зменшення кількості акцій та збільшення кількості облігацій в «асортименті» цінних паперів якими торгують на українському фондовому ринку, а також зважаючи на відсутність в Україні належної правової бази для ефективного та поширеного застосування в договорах між венчурним інвестором та реципієнтом інвестицій інституту конвертованих облігацій, вбачається необхідність вдосконалення правового регулювання IPO в Україні. Державне стимулювання, в тому числі, шляхом вдосконалення правового регулювання фондового ринку України, допоможе дати позитивний поштовх не лише сфері венчурного інвестування, але і економіці в цілому, збільшуючи кількість фінансових ресурсів та фінансових інструментів, покращуючи ситуацію на валютному ринку (шляхом залучення іноземних інвесторів) тощо.

Перш за все, при виході на фондові біржі рівня американської NASDAQ або британської LSE, або іншої глобальної біржі з хорошою репутацією серед інвесторів, однією з умов є відповідність звітності компанії (яка здійснює IPO) вимогам Міжнародних стандартів фінансової звітності. У зв'язку з цим, компанії, які прагнуть здійснити IPO зобов'язані привести свою звітність за поточний та попередній періоди у відповідність з зазначеними стандартами, для чого як правило залучаються сторонні аудиторські компанії, що дають свою незалежну оцінку щодо поточного

стану справ компанії, темпів її зростання та наявних активів. Зазначені компанії (в тому числі ті, що надають професійні бухгалтерські послуги) надають консультації і щодо належного дотримання компанією стандартів фінансової звітності.

В Україні, на сьогоднішній день відсутня вимога про дотримання МСФЗ компаніями, чії цінні папери зареєстровані для торгів на українському фондовому ринку. У зв'язку з цим, вихід на фондовий ринок України, може зайняти для компанії менший проміжок часу, ніж необхідний для приведення звітності останніх років у відповідність з вимогами МСФЗ (як було б у випадку, якби МСФЗ були обов'язковими).

Разом з тим, така ситуація підриває довіру іноземних інвесторів до цінних паперів, що котируються на українському фондовому ринку, а також значною мірою перешкоджає можливості резидентів ефективно розмістити свої цінні папери як на українській, так і на іноземній біржах, без того щоб нести додаткові витрати. Зокрема, у випадку забезпечення чинним законодавством уніфікованих з європейськими правил розміщення цінних паперів на фондовому ринку, підготовка підприємства до розміщення цінних паперів на українському ринку одночасно дозволила б йому ефективно розмістити свої цінні папери і на іноземних майданчиках, що неминуче підвищило б капіталізацію компанії (крім іншого, через те, що на іноземних майданчиках цінні папери були б придбані за іноземну валюту, що згодом надійшла б в Україну).

Здійснення первинного публічного розміщення акцій на біржі має низку переваг для підприємства-емітента, зокрема, грошові кошти підприємство отримує на довгостроковий період, що створює можливості для здійснення масштабних інновацій емітента, розвиток експортного потенціалу тощо; диверсифікація джерел фінансування інновацій, які не обтяжені чіткими зобов'язаннями по їх поверненню; емісія цінних паперів дає можливість емітенту не залучати кредитні кошти і, разом з цим, забезпечує найбільш привабливі умови кредитування; створення біржової історії і

репутації підприємства на публічному фінансовому ринку сприяє зростанню капіталізації акцій; випуск простих акцій не пов'язаний з фіксованими зобов'язаннями; більш широкі можливості фінансового конструювання, перехід емітента до проектування серій фінансових продуктів з умовами, що змінюються в залежності від стану ринку і продуктових ліній; публічне розкриття інформації і обертання на ринку цінних паперів створює для підприємства національний канал маркетингу та його торговельних марок; підвищення статусу підприємства дозволяє залучати найкращу робочу силу і укладати контракти на більш вигідних умовах тощо [124, С. 2-3; 132].

Емітент, який планує розміщення власних цінних паперів на фондовій біржі, зобов'язаний розкрити про себе певну особливу інформацію. Зокрема, такий суб'єкт господарювання подає до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) відповідний набір документів, що необхідний для реєстрації останньою проспекту емісії цінних паперів. Емітент зобов'язаний розкрити інформацію, що міститься у проспекті емісії цінних паперів, після реєстрації такого проспекту емісії в НКЦПФР не менш як за 10 днів до дати початку укладення договорів з першими власниками, визначених проспектом емісії цінних паперів [149]. Слід позитивно оцінити необхідність розкриття емітентами інформації щодо фактів, викладених в проспекті емісії цінних паперів, так як відповідні вимоги допомагають мінімізувати небезпеку утворення чергових «бульбашок» на фондовому ринку, які спричинили світову фінансову кризу 2008 року. Зокрема, обов'язок розкрити всю інформацію при емісії цінних паперів дає можливість прослідкувати наявність у емітента достатніх активів, прибутковості, рівень дебіторської та кредиторської заборгованості тощо, що в сукупності зумовлює прийняття покупцем цінних паперів рішення про купівлю або відмову від неї.

Говорячи про фондову біржу для емісії цінних паперів, слід зазначити, що континентальна Європа може запропонувати компаніям більше десяти якісних торгових майданчиків (Deutsche Borse, Euronext, Мілан, Варшава,

Копенгаген, Афіни). Проте, Лондон вже не перший рік вважається недосяжним лідером, що зосередив більшість європейських і світових IPO. Діючий у рамках Лондонської фондової біржі (LSE) альтернативний ринок інвестицій (AIM), в свою чергу, є внутрішнім лідером по залученню нових компаній. Причина полягає у більш лояльних вимогах до компанії-емітента при вході на майданчик альтернативних інвестицій, порівняно з вимогами для входу на основний майданчик LSE. Головний документ, який потрібен від компанії, – admission document, або проспект емісії. Правила AIM в цьому документі потребують розкриття найрізноманітнішої інформації про компанію: суть бізнесу й юридична структура, директорат і вищий менеджмент, причини виходу на фондовий ринок, деталі розміщення (кількість акцій, їх вартість, загальний капітал), принципи корпоративного управління, чинники ризику для компанії та її бізнесу, трирічна фінансова звітність або звітність від початку створення компанії (якщо компанії менше трьох років), висновки спеціального аудитора (reporting accountant) про достовірність поданої у фінансовій звітності інформації й оборотного капіталу для потреб компанії у 12-місячній ретроспективі, перелік власників значних пакетів акцій (більше 3%), процедури щодо призначення, заміни та повноважень директорів компанії, операції зі зв'язаними сторонами, опис значущих угод компанії й багато іншого [105, С. 45]. Отже, навіть на альтернативному ринку інвестицій при Лондонській фондовій біржі, існують значні вимоги щодо розкриття інформації про емітента цінних паперів, що зменшує ризик «непередбачуваності» дій емітента для інвесторів. Зокрема, окрім фінансових показників, розкривати які також необхідно і в Україні, AIM вимагає також розкриття корпоративної складової емітента (всіх значних учасників, порядку призначення і зміни керівного складу тощо). Це має значення для покупців акцій емітента, та для венчурного інвестора, який таким чином реалізує свою частку в статутному капіталі емітента. Як приклад важливості не лише фінансових показників, але і інформації про керівників компанії, можна приводити компаній Tesla Motors і Space X (які

маючи збитковий платіжний баланс, при цьому є дуже популярними серед інвесторів завдяки керівнику компаній Ілону Маску) та Apple Inc. (в часи керівництва Стіва Джобса, акції компанії подешевшали після новини про його хворобу і можливу заміну на посту генерального директора компанії).

Що стосується допуску цінних паперів до лістингу (включення їх до списку цінних паперів, торгівлю якими здійснюють на фондовій біржі) на українській фондовій біржі, слід вказати, що ініціатором внесення до біржового списку цінного паперу та іншого фінансового інструменту в процесі розміщення можуть бути: емітент або член фондової біржі, що є андеррайтером згідно з умовами розміщення. Допуск до розміщення на українській фондовій біржі (далі – УФБ) здійснюється на підставі: заяви; ксерокопії документу, що підтверджує реєстрацію НКЦПФР випуску цінного паперу або іншого фінансового інструменту; рішення емітента про розміщення цінних паперів або зареєстрований НКЦПФР проспект емісії цінних паперів або інших фінансових інструментів в паперовій та електронній формах; екземпляру друкованого органу з публікацією проспекту емісії цінних паперів; анкети цінного паперу; копії платіжного доручення про внесення на рахунок УФБ плати за допуск цінних паперів до торгівлі без включення до біржового реєстру згідно з преїскурантом тарифів [195]. Разом з тим, існуючі лістингові вимоги щодо фінансових показників діяльності підприємств-емітентів не враховують реального фінансового стану переважної більшості українських підприємств і тим самим призводять до штучного обмеження кількості цінних паперів в біржовому обігу. Складність організації та проведення первинних публічних розміщень фінансових інструментів на українському фондовому ринку значно звужує можливість доступу інвесторів до об'єктів інвестування [172]. Задля забезпечення прозорості надаваної емітентами інформації, а також полегшення можливості доступу емітентів до фондового ринку, слід розробити детальну концепцію щодо зміни поточного правового регулювання емісії цінних паперів.

Зокрема, необхідним є наближення українського законодавства до світових стандартів, що полегшить не лише доступ українських підприємств на іноземні фондові ринки, але і підвищить їх інвестиційну привабливість для іноземних інвесторів, які готові будуть вкладати кошти на українському фондовому ринку за умови розуміння всіх ризиків емітента, що проявляється в повному наданні необхідної інформації емітентом.

Окремо слід відзначити надмірну зарегульованість питання щодо допуску цінних паперів українських емітентів до іноземних фондових ринків. Зокрема, чинним Порядком надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України, що затверджений Рішенням НКЦПФР від 20.06.2013 № 1105 (далі – Порядок №1105) передбачено наступне.

Український емітент має право на розміщення та/або обіг своїх цінних паперів за межами України, лише у випадку отримання відповідного дозволу від НКЦПФР. Крім того, вітчизняний емітент має право розмістити свої цінні папери на іноземних біржах лише після проведення реєстрації випуску цінних паперів та допущення того самого виду цінних паперів відповідного емітента до біржових торгів на одній з українських фондових бірж [152]. Отже, українське підприємство-реципієнт венчурних інвестицій (в тому числі іноземних) позбавлене права відразу розміщувати свої цінні папери на фондових ринках глобального масштабу (Нью-Йоркська, Лондонська, Гонконгська фондові біржі і т.д.). А враховуючи, що можливий обсяг коштів, які будуть залучені таким емітентом (підприємством-реципієнтом) в Україні, значно менший, ніж аналогічний обсяг коштів, що можуть бути залучені в обмін на ті самі цінні папери при їх розміщенні в першокласних фондових біржах, доцільність обрання IPO в Україні, в якості стратегії «виходу» інвестора з підприємства-реципієнта, відчутно знижується.

Додатковим ускладненням для можливості ефективного IPO українського емітента на іноземному фондовому ринку, є також те, що згідно з вказаним вище Порядком №1105, існує обмеження на кількість акцій, щодо

яких планується здійснення розміщення та обігу за межами України. Зокрема, п.5 Порядку №1105 містить пряму заборону на розміщення за межами України більше ніж 75 відсотків від загальної кількості акцій відповідного випуску [152]. Отже, у випадку необхідності додаткової капіталізації компанії вже на етапах її глобалізації та розширення, можливість залучення коштів шляхом додаткової емісії акцій для їх розміщення на провідних світових фондових біржах все-одно буде обмежена 75% таких акцій, що створює додаткові складнощі при обґрунтуванні реципієнтом венчурних інвестицій можливості ефективного розвитку компанії в межах України.

Така позиція автора дослідження пояснюється тим, що будь-який венчурний інвестор не в останню чергу зацікавлений в успішності своїх проектів (реципієнтів), оскільки успішність його інвестицій забезпечує такому інвестору (керуючому фондом/безпосередньо фонду) репутацію досвідченого та прозорливого гравця на відповідному ринку. Належна репутація інвестора автоматично розширює коло потенційних партнерів, а також коло підприємств, які нададуть перевагу інвестиціям саме такого інвестора (фонду).

Відповідно, більшість венчурних інвесторів (фондів) дуже ретельно відбирає реципієнтів своїх інвестицій, так як часи «швидкого збагачення (зростання) і швидкого виходу» в венчурній індустрії минули разом зі зростанням кількості венчурних інвесторів та значущості інноваційного сегменту в світовій економіці.

На сьогоднішній день визнані венчурні фонди та інвестори дорожать своєю репутацією «провидців», які змогли роздивитись та проінвестувати той проект, на який іншій гравці ринку не звернули уваги. Здійснення такими фондами інвестицій в молоді стартапи майже неминуче підвищує широкий інтерес до продукції таких реципієнтів інвестицій, що, в свою чергу, грає значну роль на етапі становлення стартапу і завоювання ним свого ринку і споживачів.

У зв'язку з викладеним, значення ефективності правового регулювання економічних процесів в країні (в тому числі і механізму IPO), з кожним роком отримує все більшого значення не лише в сфері глобальної економічної конкуренції держав, але і в сфері венчурного інвестування та конкуренції країн за залучення їх резидентами венчурних інвестицій.

Необхідність змін існуючої системи допуску цінних паперів іноземних емітентів для обігу на території України та дозволу на обіг цінних паперів українських емітентів за кордоном визнає і регулятор відповідного ринку – НКЦПФР [172].

Разом з тим, вказівка на необхідність послаблення правового регулювання сфери допуску українських емітентів до глобальних ринків не означає, що в деяких інших сферах законодавство навпаки не потребує посилення регулювання.

Зокрема, йдеться про створення правових інструментів, які допоможуть забезпечити розширення прозорості інформації, яка має надаватись учасниками фондового ринку, а також забезпечення належної можливості доступу до неї всіма зацікавленими особами (а не лише працівниками НКЦПФР).

В першу чергу йдеться про професійних учасників фондового ринку, а також власників цінних паперів компаній-емітентів, оскільки відсутність швидкого та ефективного доступу до останніх відомостей компанії про стан її управління, фінансові результати, заборгованості, затверджені стратегії розвитку тощо, позбавляє заінтересованих осіб можливості приймати зважені ефективні рішення.

Для усунення цього, а також інших недоліків правового регулювання ринку цінних паперів, що допоможе ефективному залученню венчурного капіталу в Україні, необхідно здійснити ряд кроків, спрямованих на:

- 1) зближення законодавства щодо фондового ринку України з законодавством Європейського союзу;

2) визначення обов'язковості застосування МСФЗ українськими емітентами, які здійснюють розміщення цінних паперів на фондовому ринку;

3) підвищення відповідальності компаній та їх посадових осіб за повноту і достовірність інформації, яка надається акціонерам, НКЦПФР та іншим професійним учасникам фондового ринку;

4) створення сектору альтернативних інвестицій при провідних фондових біржах України, що матимуть дещо послабленіші вимоги стосовно фінансових показників компанії, яка планує IPO на відповідному альтернативному ринку при біржі;

5) розвиток ринку недержавного пенсійного забезпечення, що зумовить виникнення значної кількості потенційних покупців цінних паперів на фондовому ринку України;

6) зняття заборон щодо допуску цінних паперів українських емітентів на іноземні фондові біржі;

7) розроблення та впровадження механізмів, які дозволяти б значному колу не інституційних (тих, що не є професійними учасниками фондового ринку) інвесторів здійснювати купівлю-продаж цінних паперів на фондовому ринку. Зокрема, забезпечити доступ не інституційних інвесторів до цінних паперів компаній з найвищим рейтингом надійності цінних паперів, який щоденно оновлюється та контролюється НКЦПФР;

8) правове забезпечення розвитку інституту професійних консультантів, які надаватимуть консультації не інституційним інвесторам, що бажають придбати цінні папери на фондовому ринку;

9) інші кроки, щодо поглиблення прозорості і доступності фондового ринку як для професійних учасників, так і для не інституційних інвесторів.

Зокрема, в проекті Програми розвитку фондового ринку України на 2015-2017 роки, НКЦПФР також пропонує ряд кроків, що спрямовані на зближення українського правового регулювання фондового ринку з правовим регулювання, яке на сьогоднішній день діє в ЄС, вказуючи, що імплементація положень Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та

Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони, передбачає, зокрема, необхідність підвищення інституційної, фінансової та операційної незалежності регулятора фондового ринку [173]. Враховуючи викладене вище, слід вказати, що у випадку посилення національного фондового ринку, забезпечення вільного доступу українських емітентів до іноземних фондових бірж, підвищення прозорості фінансової звітності українських емітентів, розвитку правового регулювання процедури IPO щодо розмежування основних та альтернативних ринків цінних паперів, ринок венчурного капіталу зреагує відповідним чином. Зокрема, шляхом збільшення кількості компаній з венчурними інвестиціями, які використовують IPO в якості ефективного інструменту «виходу» з компанії.

В свою чергу, відповідна практика забезпечить розвиток національного економіки країна в цілому, шляхом посилення її фінансової стійкості через національний фондовий ринок.

Щодо зближення українського законодавства в сфері фінансових послуг та ринків капіталу з законодавством Європейського союзу, не можна не згадати Угоду про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони, яка вчинена 21 березня 2014 року та 27 червня 2014 року в м. Брюсселі та ратифікована Законом України № 1678-VII від 16 вересня 2014 року (далі – Угода про асоціацію).

Зокрема, С. 133 Угоди про асоціацію містить зобов'язання України забезпечити поступове приведення у відповідність своїх чинних законів та майбутнього законодавства до *Acquis communautaire* (*acquis*) Європейського Союзу [194].

Зокрема, можна вже говорити про деякі позитивні кроки в цьому напрямку, зважаючи на наявність Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року, яка затверджена Постановою Правління Національного банку України від 18.06.2015 № 391. Зазначена

Комплексна програма передбачає імплементацію значної кількості положень Директив та Регламентів ЄС в сфері цінних паперів та фондового ринку, що допоможе уніфікувати правове регулювання та зробити його зрозумілим для зовнішніх венчурних інвесторів, удосконалити системи регулювання та нагляду за фінансовим сектором, посилити вимоги щодо платоспроможності та ліквідності учасників фінансового сектору, забезпечити прозорість діяльності та звітності учасників фінансового сектору тощо.

Крім того, апріорі зробить доступнішим для українських венчурних інвестиційних фондів доступ до європейських реципієнтів інвестицій, враховуючи уніфікацію «правил гри» на відповідному ринку.

В свою чергу стаття 145 Угоди про асоціацію також вказує на наявність зобов'язань щодо забезпечення вільного руху капіталу, який пов'язаний з надходженням прямих інвестицій. Крім того, Україна взяла на себе зобов'язання здійснити лібералізацію операцій з капіталом та інших фінансових операцій для забезпечення їх рівня лібералізації як в Європейському союзі [194].

Такі положення слід розцінювати дуже позитивно, зважаючи на існуючу на сьогоднішній день правову зарегульованість здійснення транскордонних платежів в Україні, які фактично унеможливлюють тривале якісне співробітництво українського реципієнта інвестицій з іноземними фондами, зважаючи на значну заформалізованість всіх фінансових операцій та валютне законодавство України.

Україна та ЄС взяли на себе зобов'язання сприяти забезпеченню вільного руху капіталу, у зв'язку з чим, можливо вітчизняним законодавцем буде зроблено кроки на зняття значної частини валютних та інших фінансових обмежень побудови ефективного транскордонного бізнесу (акти приймання-передачі скріплені підписами і печатками сторін, контракти скріплені саме «мокрою» печаткою замість її факсимільного відтворення, неможливість ефективної репатріації іноземних інвестицій тощо).

Стосовно вже згадуваних вище положень про необхідність наближення українських стандартів бухгалтерської звітності до МСФЗ, слід також відзначити положення ст. 387 Угоди про асоціацію, в якій вказано на домовленість України та ЄС: «співробітничати з питань захисту прав акціонерів, кредиторів та інших заінтересованих сторін відповідно до вимог ЄС у цій сфері, впровадження на національному рівні відповідних міжнародних стандартів та поступового наближення до права ЄС у сфері бухгалтерського обліку та аудиту, з питань подальшого розвитку політики корпоративного управління відповідно до міжнародних стандартів, а також поступового наближення до правил та рекомендацій ЄС у цій сфері» [194].

Отже, з точки зору правового забезпечення наближення українського законодавства в сфері ринків фінансового капіталу та IPO до світових, зокрема Європейських, стандартів та створення для венчурних інвестиційних фондів умов, за яких інвестиції в українські підприємства не будуть невиправдано ризиковими, слід позитивно оцінити Угоду про асоціацію та тенденції до зміни вітчизняного законодавства, які нею викликані.

3.3. Правове регулювання венчурного інвестування при забезпеченні регіонального розвитку країни

Фінансове стимулювання інноваційного розвитку регіонів в умовах внутрішньодержавної економічної конкуренції має здійснюватися не лише з державного та місцевого бюджетів, а й з приватного сектора, що має потенціал значних інвестицій.

Саме концентрація в одному місці професіоналів у програмно-комп'ютерній сфері та значної кількості венчурного капіталу зробили можливим виникнення у США феномену «силіконової долини». Без належних правових механізмів утворення венчурних фондів, що можуть слугувати фінансовою базою інвестування у цій сфері, сподіватися на

успішне реформування галузі не доводиться. Тому потребує окремого дослідження питання щодо правового забезпечення створення та функціонування в Україні регіональних венчурних інвестиційних фондів.

Необхідність розроблення питання щодо регіональних венчурних інвестиційних фондів виникає через неефективність здійснення інноваційного інвестування зареєстрованими в Україні венчурними фондами. Оскільки, через відсутність помітного прояву виконання венчурними інвестиційними фондами очікуваної ролі інвесторів в молоді інноваційні підприємства, можна стверджувати про існуючу необхідність в удосконаленні підходу до використання та, відповідно, правового регулювання застосування венчурного капіталу.

Зокрема, заслуговує на увагу існуючий зарубіжний досвід щодо зміщення території потенційного зосередження діяльності венчурного фонду до певного регіону. Таким шляхом Франція та Велика Британія змогли задовольнити реально існуючу потребу регіонів *(або інших адміністративно-територіальних одиниць)* у венчурному капіталі, що фінансував би молоді інноваційні підприємства.

Однією з проблем при формулюванні положень про правовий статус регіонального венчурного інвестиційного фонду (далі – ВІФ) є відсутність закріпленої у законодавстві спеціалізації кожного регіону на певному виді інноваційної діяльності, що дозволило б визначати відповідну спеціалізацію регіонального ВІФ, що працює в цьому регіоні. Сюди можна було б віднести спеціалізацію певних областей *(регіонів)* на впровадженні інноваційних технологій у сільському господарстві, енергетиці та альтернативних джерелах енергії, морегосподарських операціях, розробці нових способів перевезень тощо. В свою чергу, під **регіональними ВІФ** слід розуміти **фонди, які інвестують виключно в межах певного регіону країни, не виходячи за межі області та (в певних випадках) областей, які безпосередньо з нею межують** [183, С. 135].

До «певних випадків» слід відносити випадки, коли на загальнодержавному (Верховною радою України або Кабінетом Міністрів України) або на місцевому рівні (обласні ради відповідних сусідніх областей) визначається інноваційна спеціалізація кількох межуючих областей (регіону).

Регіональні ВІФи виступають специфічним видом венчурних фондів, які мають територіальні, а іноді і інші обмеження.

Наприклад, французькі регіональні венчурні фонди зобов'язані, крім територіального обмеження інвестування виключно в об'єкти розташовані в регіоні реєстрації фонду, інвестувати не менше 10% свого капіталу в нові підприємства, що засновані менше п'яти років тому [38]. Тобто, французький регіональний венчурний фонд вимушений відчутним чином диверсифікувати власні інвестиції, що, враховуючи викладену в попередньому реченні вимогу, побічно забезпечує наявність доступного капіталу для молодих компаній, що тільки розробляють інноваційний продукт.

В Україні відсутність регіональної спеціалізації адміністративно-територіальних одиниць, що була б визначена на нормативно-правовому рівні, перешкоджає створенню чіткої системи підтримки та фінансування розвитку регіону саме в спеціалізованому напрямку. Зокрема, у Законі України «Про стимулювання розвитку регіонів», зазначається лише про можливість самостійного затвердження органами місцевого самоврядування власних програм економічного та соціального розвитку, але не встановлюється обов'язку дотримуватись обраної спеціалізації області протягом певного періоду. Зважаючи на сьогоднішні українські реалії, місцева влада зможе щороку затверджувати нову програму пріоритетного розвитку регіону, що унеможливить побудову ефективної системи економічного розвитку регіону.

Зважаючи на об'єктивну неможливість однаково якісного усестороннього розвитку всіх територіальних одиниць країни, не вбачається доцільним витрачати додаткові державні та комунальні ресурси задля

розвитку сфери, до якої значно організаційно краще пристосований сусідній регіон (*область*).

Запровадження спеціалізації регіону (*області*), разом з тим, дозволило б усунути питання невизначеності очікувань майбутнього розвитку як у підприємств регіону, так і у потенційних інвесторів. Вкладаючи кошти в підприємство, яке працює в економічному напрямі, на якому спеціалізується регіон (*область*), інвестор апріорі відчував би себе більш захищеним. Про апріорність такої захищеності можна стверджувати, враховуючи, що для держави та місцевої громади забезпечення збереження та розвитку закріпленої сфери спеціалізації регіону є пріоритетним. Пріоритетними збереження та розвиток є, оскільки передбачають можливість виділення додаткових субвенцій та асигнувань на підтримку закріпленої сфери як з державного, так і з місцевого бюджетів.

Зважаючи на викладене в попередньому абзаці, виглядає доцільним закріплювати відповідну спеціалізацію регіонів (*областей*) не конкретної діяльності, а саме напрямку господарської діяльності (*наприклад, сільське господарство, а не виробництво зернових; енергетика, а не виробництво атомної електроенергії, тощо*). Пам'ятаючи, про взаємозв'язок, який на сьогодні існує між всіма областями країни, той факт, що різні області ґрунтовно розвивають різні сфери лише втілюватиме одні з фундаментальних принципів господарювання – ефективності та оптимізації господарської діяльності.

Саме тому створення регіональних ВІФ є значним кроком до вирішення потреби у фінансуванні стартапів, які орієнтовані на локальний ринок. В першу чергу, регіональні ВІФ заповняють прогалину саме у «посівних» інвестиціях, які практично неможливо отримати від звичайного або, тим більше, міжнародного ВІФ. «Посівна» стадія інвестування означає наявність у підприємця лише бізнес-плану, ідеї та передбачає необхідність проведення додаткових досліджень, створення тестової моделі перед

виходом на ринок. Саме «посівні» інвестиції, як правило, є прерогативою бізнес-янголів або регіональних ВІФ.

Оскільки інститут бізнес-янголів в Україні на даному етапі економічного розвитку все ще перебуває в процесі становлення, створення регіональних ВІФ потенційно дасть значний поштовх розвитку стартапів по всій території країни.

Відсутність законодавчо закріпленого визначення регіонального ВІФ не становить значної проблеми. Цілком доцільно використовувати визначення ВІФ, що закріплене в Законі «Про інститути спільного інвестування» також і для регіональних ВІФ в частині, що стосується визначення організаційно-правової форми такого інституту спільного інвестування.

Проте положення щодо регіонального ВІФ потребуватимуть доповнення в частині вказування специфічних ознак його діяльності. Зокрема, щодо територіального обмеження розташування компаній, в які має право інвестувати такий ВІФ. Адже без встановлення такої особливості неможливо буде забезпечити розосередження венчурного капіталу по всій території країни.

Доступ саме до регіонального венчурного капіталу має значення в розрізі того, що регіональний ВІФ вимушений будувати свою діяльність на глибокому аналізі та розумінні тієї сфери господарювання, на якій спеціалізуються підприємства регіону місця його реєстрації. А розуміння регіональними ВІФами ринкових процесів щодо підприємств їх регіону сприятиме більш якісним та вдалим інвестиціям в підприємства-реципієнти. І, що головніше, регіональні ВІФи якісніше зможуть надавати супровідні послуги підприємству-реципієнту: консультації щодо стратегії роботи в галузі господарювання, рекомендація кваліфікованих юристів, аудиторів та маркетологів, що є фахівцями саме у сфері господарювання, на якій спеціалізується регіон місця реєстрації ВІФ.

ВІФ не є широковідомою (*за виключенням середовища стартап-підприємств*) формою фінансової підтримки молодих підприємств в Україні. І це, в широкому розумінні, є одним з факторів неефективності діяльності ВІФ в Україні. А саме: широкий загаль не знає чого можна і варто очікувати від діяльності ВІФ, які ризики несе для підприємця співпраця з таким фондом, який механізм взаємодії між ВІФ та підприємством-реципієнтом. Автору зрозуміло, що недостатня інформованість потенційних споживачів венчурного капіталу – це не зовсім правова проблема.

Разом з тим, існує правовий механізм, що сприятиме становленню ВІФ (*в тому числі, регіональних ВІФ*) як важливої складової української національної інноваційної системи. Таким механізмом є фінансова участь держави у формуванні статутного капіталу регіональних ВІФ.

Вкладаючи кошти в регіональний ВІФ, держава не лише надасть «ресурси» для здійснення майбутніх інвестицій. Разом з переданням таких коштів відбудеться формалізований акт визнання важливої та ефективної ролі ВІФ (*регіональних ВІФ*) в економічному житті країни.

Такий прояв зацікавленості держави в ВІФ дасть позитивний сигнал тим підприємствам, що потенційно є реципієнтами венчурних інвестицій. В силу теперішньої непоширеності інноваційного інвестування ВІФів, такі потенційні підприємства-реципієнти можуть насторожено ставитись навіть до зацікавленого венчурного інвестора. Однак, коли фонд інвестуватиме в підприємство-реципієнт також і державні кошти (*як складову свого статутного капіталу*) – це викличе більший кредит довіри у реципієнта інвестицій.

Зрозуміло, що де-факто, від того, що частина проінвестованих ВІФом коштів належала державі, правовий зв'язок між фондом і реципієнтом інвестицій суттєвих змін не зазнає, так як зв'язок виникає саме між ними (*фондом і реципієнтом*), а не між вкладниками фонду і підприємством-реципієнтом. Але, враховуючи ризиковий характер венчурного інвестування, необхідно враховувати кожну деталь, що може забезпечити надійне (*в тому*

числі правове) функціонування венчурного капіталу в Україні. А перевірений спосіб продемонструвати зацікавленість держави в венчурному інвестуванні – самій стати венчурним інвестором [28].

Тому виглядає доцільним створювати регіональні ВІФ із обов'язковим значним внеском з державного або місцевого бюджету (*скажімо, в межах 30%-50% статутного капіталу регіонального ВІФ*). Щоправда, при цьому вимагатиме внесення змін п. 3 ч. 1 ст. 4 ЗУ «Про інститути спільного інвестування», яким встановлено заборону державі або територіальній громаді, а також юридичним особам, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25 відсотків, бути учасниками інституту спільного інвестування.

Можна сміливо стверджувати, що це не вірний підхід – забороняти державі бути учасником венчурного інвестиційного фонду (*або регіонального ВІФ*). Для прикладу можна навести країни Європейського союзу, де тривалий час ефективно функціонує ринок венчурного інвестування, в яких саме держава здійснює «посівні» інвестиції в стартапи [2].

Держава, як ніхто інший, має бути зацікавлена в стимулюванні інноваційного розвитку країни та її регіонів. І тут мало лише доповнити нормативні акти положеннями щодо регіональних ВІФ. Необхідною є також і особиста участь держави в фінансуванні створення інноваційних продуктів молодими компаніями.

Необхідно пояснити необхідність створення регіональних ВІФ, як доповнення до діючих в Україні ВІФ.

Регіональний ВІФ, якщо врахувати викладені на початку розділу положення щодо нормативного закріплення спеціалізації регіонів (*областей*), буде більш активним гравцем на ринку ніж загальнодержавний ВІФ. Ця позиція впливає з наступного.

Оскільки регіональний фонд у здійсненні своїх інвестицій обмежений певною територією, у керівництва фонду не залишається іншого виходу, крім як значним чином диверсифікувати власні інвестиції. Диверсифікація

відбуватиметься шляхом розподілу коштів фонду між більшою кількістю компаній одного і того ж регіону. Якщо регіон таки матиме свою спеціалізацію, то логічно, що регіональний ВІФ вкладатиме більшість коштів саме в компанії, які працюють у сфері спеціалізації регіону (*пояснення щодо причин такого вибору об'єктів для інвестування наводились вище*).

В свою чергу для загальнодержавного ВІФ значно ефективніше буде інвестувати в підприємство-реципієнт в наступному раунді фінансування, коли реципієнт (*вже профінансований регіональним ВІФ*) демонструватиме значний потенціал свого зростання. Таким чином можливо буде забезпечити розподіл функціональних ролей між регіональними та загальнодержавними ВІФ, а також, що головніше, підвищити ефективність застосування венчурного капіталу в Україні.

Як приклад успішної реалізації вказаної стратегії, доцільно відзначити досвід створення регіональних ВІФ в Англії. Під керівництвом Комітету з питань бізнесу, інновацій та навичок в дев'яти регіонах Англії були створені регіональні ВІФ, основними завданнями яких є:

1) Забезпечити існування принаймні одного життєздатного, комерційного фонду в кожному з дев'яти регіонів Англії, які виправлять існуючий розрив у використанні венчурного капіталу – коли кошти фондів не були доступні на ринку малого та середнього підприємництва (*далі – МСП*).²

2) Збільшення кількості ризикового капіталу доступного для МСП, що розвиваються, щоб дати їм можливість повністю реалізувати свій потенціал зростання.

3) Переконатися, що кожен регіон в Англії має доступ до життєздатного, створеного на регіональній основі венчурного фонду, що функціонує на основі інвестицій у статутний капітал МСП.

4) Продемонструвати потенційним інвесторам, що існує можливість отримувати дохід від діяльності венчурних фондів, що інвестують в МСП,

² Ця мета була досягнута і фонди в даний час діють в кожному регіоні.

сприяючи тим самим розвитку приватного сектора індустрії венчурного капіталу.

5) Збільшити кількість кваліфікованих керуючих фондами венчурного капіталу [16].

Слід вказати, що значна частина з перерахованих цілей вже досягнута. Отже, позитивний вплив створення регіональних ВІФ знайшов також своє емпіричне підтвердження [16].

Як вказівку на те, що український законодавець також закладає підґрунтя для можливості реалізації подібних стратегій розвитку, варто вказати наступне.

Вище в цьому дослідженні вже згадувалось, що Постановою КМУ від 12.12.2011 року створено Державну інноваційну небанківську фінансово-кредитну установу «Фонд підтримки малого інноваційного бізнесу», яка з економічної точки зору є державним венчурним фондом, що має свої регіональні відділення, які наповнюються з місцевих бюджетів. Тобто, фактично комунальні регіональні венчурні інвестиційні фонди.

ВІФ слід вважати регіональним, якщо в інвестиційній декларації такого фонду та в договорі між компанією з управління активами та ВІФ зазначено, що активи такого фонду можна використовувати лише для інвестування в підприємства, що створені, функціонують або мають філію на території визначеної в договорі адміністративно-територіальної одиниці або регіону (із зазначенням адміністративно-територіальних одиниць, що до нього входять). Вдалим кроком, буде створення ВІФ чиї активи складатимуться з коштів регіонального ВІФ та регіонального відділення Фонду (тобто, вони виступатимуть фондами фонду) із подальшим інвестуванням таких коштів в інноваційні підприємства даного регіону. Це знижує ризик втрати коштів для ВІФ, та разом з тим, виконує соціально важливу функцію, що буде становити основний інтерес для місцевої влади. Тобто, взаємовигідне партнерство як з комерційного боку, так і опосередковано, враховуючи загальнодержавний інтерес, через пряме задоволення інтересу регіонального значення.

Крім того, розглядаючи значення венчурних інвестицій в регіональному розвитку країни, потрібно відзначити важливість визначення на загальнодержавному та регіональному рівні основних сфер, які потребують додаткового фінансування. В свою чергу держава та місцеві органи можуть надавати підприємствам, що працюють в таких сферах додаткові пільги.

Отож, розглянемо питання, щодо стимулювання вкладення венчурними фондами коштів в найбільш важливі для держави та для певних регіонів сфери. Пріоритетними на сьогоднішній день сферами інноваційного розвитку є сфери альтернативних джерел енергії, екологічних технологій, аграрний сектор; на регіональному рівні, як приклад, можна навести важливість додаткового фінансування розвитку морських портів у південному регіоні нашої країни [161]. Крім того, подальшого дослідження потребують додаткові пільги від місцевої влади, у випадку реєстрації інноваційним підприємством проекту, що має значення для містоутворюючого підприємства або значне соціальне значення для жителів регіону.

Зупинимось детальніше на кожній з наведених вище пропозицій. Зокрема, щодо сфер економіки які є пріоритетними для інвестування, і саме тому заслуговують на пільги – тут потрібно розглянути або *додаткові* пільги для венчурних інвестиційних фондів (далі - ВІФ), які інвестують у галузі економіки визначені в Законі України «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні» від 08.09.2011р., або варто запровадити механізм, згідно з яким пільги поширюються *лише* на такі ВІФ. До галузей передбачених таким Законом належать: 1) освоєння нових технологій транспортування енергії, впровадження енергоефективних, ресурсозберігаючих технологій, освоєння альтернативних джерел енергії; 2) освоєння нових технологій високотехнологічного розвитку транспортної системи, ракетно-космічної галузі, авіа- і суднобудування, озброєння та військової техніки; 3) освоєння нових технологій виробництва матеріалів, їх оброблення і з'єднання, створення індустрії наноматеріалів та

нанотехнологій; 4) технологічне оновлення та розвиток агропромислового комплексу; 5) впровадження нових технологій та обладнання для якісного медичного обслуговування, лікування, фармацевтики; 6) широке застосування технологій більш чистого виробництва та охорони навколишнього природного середовища; 7) розвиток сучасних інформаційних, комунікаційних технологій, робототехніки.

Кабінетом міністрів України, в рамках Програми може бути визначено пільги для підприємств, що працюють у вказаних сферах і як наслідок це створюватиме додаткові гарантії для ВІФ, що інвестуватимуть в такі підприємства, так як інвестувати у зазначені підприємства стане безпечніше.

Щодо існуючих пільг для ВІФ (зокрема, податкових), то тут можливий механізм поділу ВІФ на два типи: ті, які працюють у визначених Програмою сферах, і як наслідок отримують податкові пільги, та ті, які працюють у всіх інших сферах, та вказаних пільг не отримують. Мається на увазі збільшення для решти інститутів спільного інвестування ставки податку, що сплачується при виплаті дивідендів або ж про ліквідування податку на виплату дивідендів для ВІФ, що інвестують в сфери визначені в Програмі. Тобто, необхідно створити умови, при яких венчурне інвестування в потрібні для забезпечення загальногосподарського інтереси сфери буде максимально привабливим для ВІФ. Наприклад, внести до Податкового кодексу України наступні зміни:

1) викласти п.п.167.5.1. п. 167.5. ст. 167 ПК України в такій редакції: «167.5.1. 18 відсотків - для пасивних доходів, у тому числі нарахованих у вигляді дивідендів по акціях та/або інвестиційних сертифікатах, що виплачуються інститутами спільного інвестування (крім зазначених у підпункті 167.5.2 та 167.5.4. цього пункту)».

2) доповнити п. 167.5. ст. 167 ПК України пунктом 167.5.4. наступного змісту: «167.5.4. 5 відсотків - для пасивних доходів, у тому числі нарахованих у вигляді дивідендів по акціях та/або інвестиційних сертифікатах, що виплачуються інститутами спільного інвестування, які здійснюють інвестиції виключно в підприємства, які не менше 70% свого доходу отримують від

господарської діяльності у стратегічних пріоритетних сферах інноваційної діяльності, визначених законодавством України про інноваційну діяльність».

Відповідні зміни допоможуть чіткіше визначити необхідні державі сфери, які потребують першочергово розвитку та фінансування з боку приватних інвесторів.

Крім того, О.А. Акопян відзначає, що для ефективного функціонування венчурного капіталу потрібні максимальні пільги для інноваційних підприємств, а не для венчурних інвестиційних фондів [66, С. 146]. Як приклад відповідних пільг можливо навести знижки, що надаватимуться таким підприємствам-реципієнтам венчурних інвестицій при оренді державного і комунального майна, тощо.

Потрібно відзначити, що питання створення регіональних ВІФ та створення правової бази для ефективної діяльності таких фондів у напрямку фінансування інноваційних розробок підприємств, що розташовані в одному регіоні (*області*) з фондом є актуальним. Потенційно такі ВІФ зможуть принести позитивні зміни у процес регіонального розвитку України, адже наближеність до об'єктів інвестування (*підприємств-реципієнтів*) забезпечує можливість більш тісної взаємодії регіонального ВІФу та підприємств-реципієнтів. Також територіальні обмеження, змушують ВІФи давати фінансування тим проектам, які не потрапили б у шортлист венчурного інвестора, якби він обирав реципієнтів в масштабах країни.

Серед положень, які необхідно закріпити у законодавстві в першу чергу, слід визначити у Законі України «Про інститути спільного інвестування» положення щодо поняття регіонального ВІФ, скасувати заборону участі держави та територіальних громад у ВІФ, закріпити порядок розподілу та структуру активів регіональних ВІФ в рамках спільної участі бюджету певного рівня та приватного капіталу, особливостей управління таким фондом, в частині обмежень щодо території та господарської сфери здійснення фондом венчурних інвестицій.

Реалізація таких положень дозволить дати поштовх розвитку інноваційної діяльності значно більшого кола суб'єктів господарювання, шляхом отримання ними реальних можливостей доступу до регіонального венчурного капіталу.

Зокрема, пропонується доповнити Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012р. наступними положеннями:

1) доповнити ст.1 ч.1 Закону пунктом 17 наступного змісту:

«17. регіональний венчурний інвестиційний фонд – недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб, в інвестиційній декларації якого вказано конкретну область або групу (не більше трьох) межуючих одна з одною областей, в межах яких фонд має право здійснювати свої інвестиції».

Пункти 17 та 18 ч.1 ст. 1 Закону вважати пунктами 18 та 19 відповідно.

2) пункт 3 частини 1 ст. 4 Закону виключити.

3) доповнити Закон статтею 64-1 наступного змісту:

«64-1. Особливості управління регіональним венчурним інвестиційним фондом

1. Компанія з управління активами, яка здійснює управління активами регіонального венчурного інвестиційного фонду, має бути зареєстрована в тій самій області, що і відповідний фонд (фонди) активами якого керує така компанія з управління активами.

2. Компанія з управління активами не може інвестувати кошти регіонального венчурного інвестиційного фонду за межами області (областей), що визначена в інвестиційній декларації такого регіонального фонду.

3. У випадку участі держави або місцевої громади (в особі уповноважених органів) в формуванні капіталу регіонального венчурного інвестиційного фонду, компанія з управління активами при розподілі дивідендів між вкладниками фонду, в першу чергу здійснює розподіл

дивідендів на користь фізичних осіб та юридичних осіб, заснованих на приватній формі власності».

Відповідні доповнення допоможуть належним чином визначити роль та місце регіональних венчурних інвестиційних фондів в національній інноваційній системі України.

В контексті регіонального інноваційного розвитку заслуговують на згадку програми такого розвитку, що приймаються місцевими органами влади. Для прикладу можна навести такі прийняті програми: «Регіональна програма інноваційного розвитку Дніпропетровської області на період до 2020 року», затверджена Розпорядженням Голови обласної державної адміністрації від 04.03.2008 року № Р-82/0/3-08, а також Рішенням Дніпропетровської обласної ради від 23 травня 2008 року №386 -15/V; «Програма розвитку науково-технічної та інноваційної діяльності області до 2015 року», затверджена Рішенням Івано-Франківської обласної ради від 05.06.2009 року №803-30/2009; «Програма науково-технічного розвитку Донецької області на період до 2020 року», затверджена Рішенням Донецької обласної ради від 22.03.2002 року №3/25-656 [181, С. 319].

У кожній із наведених програм вказані певні причини відсутності активності у сфері інноваційної діяльності в області. Виділяючи причини, що є спільними для більшості регіонів країни, варто вказувати на: відсутність належного фінансування інноваційних проектів, відсутності стимулювання підприємств до зайняття інноваційною діяльністю, відсутність інноваційної інфраструктури, відсутність дієвих стимулів для залучення венчурних інвестицій. У вказаних вище Регіональних програмах згадується і венчурний капітал, як джерело фінансування інноваційної діяльності в регіоні (в тому числі і створення інноваційної інфраструктури) [162; 163; 164].

Також варто згадати Проект Регіональної цільової економічної програми розвитку в Одеській області інноваційної інфраструктури на 2009-2013 роки. Однією із пропозицій Проекту Регіональної програми було створення Фонду сприяння розвитку венчурних інвестицій у малі інноваційні

підприємства – Венчурного фонду, що створювався б на базі державно-приватного партнерства. Передбачалось, що 50% його паїв належатиме державі в особі некомерційної організації «Фонд сприяння розвитку венчурних інвестицій у малі інноваційні підприємства Одеської області» і є бюджетними коштами, що складаються з обласного і державного бюджетів, та ще 50% залучаються за рахунок приватних інвесторів. Довірче управління коштами мала би здійснювати відібрана за конкурсом компанія з управління активами [174].

Підбиваючи підсумок потрібно вказати, що як на рівні загальнодержавних нормативно-правових актів, так і на місцевому визнається доцільність використання венчурних інвестицій для фінансування розробки та впровадження інновацій, створення інноваційної інфраструктури. Разом з тим, чітко сформульовані напрями реальних дій в рамках розроблених загальнодержавних та регіональних програм інноваційного розвитку, що були б спрямовані на створення умов за яких венчурні інвестиції в інновації будуть привабливими для інвесторів та доступними для підприємств, що розробляють інноваційні продукти, у вказаних Програмах відсутні.

Видається доцільним, запровадження механізму стимулювання підприємств, що працюють у визначених відповідним Законом пріоритетних напрямках інноваційної діяльності в Україні, а також подальше розроблення питання щодо створення регіональних венчурних інвестиційних фондів (в тому числі у рамках державно-приватного партнерства).

Висновки до Розділу 3

В підрозділі 3.1. цього дослідження проаналізовано питання можливості ефективної взаємодії між українськими інноваційними структурами, вищими навчальними закладами та венчурними інвесторами, а також окремі аспекти правового забезпечення відповідної взаємодії.

Особливу увагу приділено налагодженню ефективної взаємодії між вищими навчальними закладами та венчурними інвесторами, які зможуть

надавати ефективну фінансову підтримку в розробці та комерціалізації інновацій, що створюються науково-викладацьким колективом закладу та/або студентським середовищем на базі відповідного навчального закладу.

Проаналізовано особливості правового режиму діяльності технопарків, як єдиної на сьогоднішній день, відносно ефективної державної інноваційної структури та можливості підвищення успішності діяльності вітчизняних технопарків у випадку лібералізації чинного законодавства «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» та залучення фінансування і досвіду від венчурних інвестиційних фондів, для яких такі технопарки стануть своєрідною «посівною грядкою» для вибору майбутніх реципієнтів інвестицій на більш пізніх стадіях (А, Б).

Відзначено потенційні ризики, які несе стартап, взаємодіючи з бізнес-інкубатором за відсутності належного правового регулювання діяльності бізнес-інкубаторів в Україні. Зокрема, в першу чергу йдеться про захист комерційної таємниці та інтелектуальної власності щодо уникнення витоку інформації стартапу до засновників бізнес-інкубатору або інших стартапів, які проходять «інкубацію».

Підрозділ 3.2. присвячено аналізу потенціалу використання інституту первинного публічного розміщення (IPO), як засобу значним чином підвищити інвестиційну привабливість вітчизняних реципієнтів інвестицій.

Зокрема, приділено увагу чинним обмеженням на розміщення цінних паперів українських емітентів на іноземних фондових біржах. А саме: необхідності отримання дозволу від Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, необхідності розмістити на українській фондовій біржі цінні папери того самого виду.

Отже, українське підприємство-реципієнт венчурних інвестицій (в тому числі іноземних) позбавлене права відразу розміщувати свої цінні папери на фондових ринках глобального масштабу (Нью-Йоркська, Лондонська, Гонконгська фондові біржі і т.д.), що гарантувало б венчурному інвестору та підприємству-реципієнту значно вищий обсяг коштів, які будуть залучені в

обмін на аналогічні цінні папери, ніж обсяг, який навіть потенційно можливо буде отримати в Україні. У зв'язку з цим, запропоновано скасувати відповідне обмеження та надати можливість українським емітентам розміщувати свої цінні папери відразу на міжнародних фондових ринках (або принаймні на фондових біржах з бездоганною репутацією – LSE, NASDAQ тощо).

Разом з тим, посилення правового регулювання потребують вимоги щодо обов'язкового використання українськими підприємствами, які мають намір скористатись механізмом IPO, Міжнародних стандартів фінансової звітності, міжнародних стандартів розкриття інформації та оприлюднення своїх фінансових показників, що буде слугувати додатковою гарантією успішності реалізації акцій такого суб'єкта господарювання після їх первинного розміщення та посилення довіри до української фінансової системи в цілому.

У підрозділі 3.3. цього дослідження аналізується роль та значний потенціал запровадження інституту регіональних венчурних інвестиційних фондів в Україні.

Зважаючи на відсутність такої правової категорії у вітчизняному законодавстві, автором сформульоване авторське визначення, яке запропоновано включити до чинного Закону України «Про інститути спільного інвестування».

Зокрема, пропонується під регіональним венчурним інвестиційним фондом розуміти недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб, в інвестиційній декларації якого вказано конкретну область або групу (не більше трьох) межуючих одна з одною областей, в межах яких фонд має право здійснювати свої інвестиції.

Запропоновано доповнити Закон «Про ІСІ» статтею 64-1, яка визначатиме особливості управління регіональним венчурним інвестиційним фондом компанією з управління активами.

Крім того, вказано на недоцільність існуючої законодавчої заборони щодо участі держави та органів місцевого самоврядування у формуванні статутного капіталу (можливості бути учасником) інститутів спільного інвестування, в тому числі венчурних інвестиційних фондів. За вдалим прикладом Великобританії, саме державні венчурні інвестиційні фонди змогли забезпечити ефективне фінансування регіональних проектів.

Разом з тим, враховуючи фінансову ситуацію України, запропоновано саме механізм спів фінансування державою (місцевим самоврядуванням) разом з приватними інвесторами підприємств, проекти яких окрім комерційної успішності (що важливо для венчурного інвестора), мають також значне соціальне або економічне значення для розвитку регіону країни.

ВИСНОВКИ

У дослідженні розв'язано важливе наукове завдання визначення напрямів та способів господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування в Україні.

Основні висновки роботи полягають у таких положеннях:

1. Необхідно вилучити з законодавства України (Закону України «Про інститути спільного інвестування») положення щодо дискримінаційного обмеження доступу фізичних осіб до участі у венчурних інвестиційних фондах (ч.2 ст. 4 Закону «Про ІСІ») порівняно з умовами, які існують для юридичних осіб.

2. Запропоновано доповнити п. 2 ст. 326 Господарського кодексу України положенням наступного змісту: *«Венчурне інвестування, що здійснюється в підприємства, які займаються інноваційною діяльністю, в розумінні цієї глави».*

3. Слід доповнити ГК України статтею 236-1 *«Венчурне інвестування»* наступного змісту:

«1. Венчурні інвестиції - це інвестиції, які вкладаються венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, а також в розробку та подальшу комерціалізацію інновацій суб'єктами господарювання в обмін на частку в статутному капіталі отримувача інвестицій.

2. Суб'єкти господарювання, що є отримувачами венчурних інвестицій:

1) повинні бути зареєстровані в Україні;

2) повинні здійснювати інноваційну діяльність;

3) не повинні прямо або через пов'язаних осіб контролювати венчурний інвестиційний фонд, що здійснює інвестиції в такого суб'єкта господарювання, або компанію з управління активами, яка керує активами такого венчурного інвестиційного фонду;

4) не повинні бути зареєстровані учасниками торгів на українській або іноземній фондовій біржі;

5) повинні бути створені менше десяти років від дати здійснення інвестування та не повинні прямо або побічно контролювати суб'єктів господарювання, що створені більше ніж десять років від дати здійснення інвестування;

б) повинні відповідати іншим вимогам, що встановлені законом.

3. Суб'єкти господарювання, що є отримувачами венчурних інвестицій, користуються пільгами з орендної плати за користування об'єктами державної та комунальної власності, податковими пільгами, іншими заходами державної підтримки відповідно до закону.

4. Питання щодо порядку створення венчурних інвестиційних фондів та управління ними, а також інші відносини з венчурного інвестування, що не врегульовані цією статтею Кодексу, регулюються законом».

4. Запропоновано доповнити ч.10 ст.7 Закону «Про ІСІ» відповідним абзацом:

«Венчурний інститут спільного інвестування зобов'язаний дотримуватись в своїй діяльності наступних вимог:

1. має інвестувати не менше 70% свого капіталу в цінні папери та частки інноваційних підприємств, що можуть бути реципієнтами венчурних інвестицій відповідно до закону;

2. не може інвестувати більше 35% свого капіталу в одне підприємство».

5. Виділено два підходи до ролі держави щодо стимулювання венчурного інвестування: 1) роль держави повинна обмежитись виключно законотворчою діяльністю (правовим регулюванням) та забезпеченням дотримання встановлених правил; 2) крім діяльності, що зазначена в першому пункті, держава також приймає безпосередню участь в здійсненні венчурного інвестування.

6. Господарсько-правове стимулювання венчурного інвестування в Україні – система заходів публічно-правового та приватно-правового впливу на сферу правовідносин щодо венчурного інвестування з метою досягнення правового, економічного та соціального ефекту створення правового середовища використання венчурних інвестицій для фінансування малих та середніх інноваційних підприємств, розвитку національної інноваційної системи України, пріоритетних сфер інноваційного економічного розвитку держави та регіонів, забезпечення конкурентоспроможності українських інноваційних підприємств на світових ринках та підвищення ефективності виконання науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт національними інноваційними підприємствами.

7. На господарсько-правовому рівні у сфері стимулювання венчурних інвестицій з урахування потреб євроінтеграції, потребує розроблення та прийняття концепції *короткострокового (до 2020 року) стимулювання розвитку венчурного інвестування в Україні, яка передбачатиме:* (1) звільнення, на період дії програми, інноваційних підприємств від оподаткування (загальнодержавними та місцевими податками і зборами) за поданням відповідного вищого навчального закладу, при якому створене таке інноваційне підприємство, технопарку або бізнес-інкубатора, при якому функціонує таке інноваційне підприємство, венчурного інвестиційного фонду, який здійснив інвестування такого інноваційного підприємства, (2) встановлення пільгових умов щодо сплати орендної плати, комунальних платежів тощо, для інноваційних підприємств, які орендують об'єкти нерухомості, що належать державі або територіальній громаді, в особі компетентних органів, (3) запровадження ефективних механізмів взаємодії між венчурними інвестиційними фондами та технопарками, бізнес-інкубаторами, вищими навчальними закладами, (4) внесення змін до чинного законодавства України щодо закріплення в діючому законодавстві вимог до інноваційних підприємств-реципієнтів венчурних інвестицій; та *довгострокового (до 2030 року) стимулювання розвитку венчурного*

інвестування в Україні, яка передбачатиме: (1) створення державного венчурного інвестиційного фонду, що здійснює виключно посівне (seed) інвестування, (2) створення нових об'єктів інноваційної інфраструктури як виключно за державні кошти, так і шляхом поглиблення державно-приватного партнерства у цій сфері, (3) запровадження механізму державного гарантування венчурних інвестицій, здійснюваних в стратегічно важливі (пріоритенті) сфери інноваційного розвитку економіки країни, (4) запровадження мережі регіональних державних венчурних інвестиційних фондів, які будуть здійснювати спільне інвестування проектів разом з приватними венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, розташовані в відповідних регіонах, (5) розвиток фондового ринку України, що передбачає полегшення доступу українських емітентів до зарубіжних фондових бірж, стандартизація вимог до звітності емітентів цінних паперів згідно зі світовою практикою та запровадження міжнародних стандартів фінансової звітності, підвищення вимог до розкриття емітентами цінних паперів інформації при IPO та після лістингу цінних паперів на біржі, (6) створення правового підґрунтя для забезпечення максимально ефективної взаємодії між венчурними інвестиційними фондами та вищими навчальними закладами щодо венчурного інвестування інноваційних підприємств, створених професорсько-викладацьким та студентським складом вищих навчальних закладів (наукових установ), (7) запровадження механізму, при якому мале або середнє підприємство, що не має самостійних коштів на науково-дослідницькі дослідно-конструкторські роботи, може звернутись до вищого навчального закладу (що є провідним дослідником в потрібній їм сфері) з запитом на розробку потрібної інновації, а держава компенсує 50% вартості такої розробки.

8. До учасників правовідносин щодо венчурного інвестування віднесено: венчурних інвесторів (інституційних – венчурні інвестиційні фонди, та не інституційних – бізнес-янголів), підприємства-реципієнти венчурних інвестицій, інноваційну інфраструктуру (технопарки, технополіси,

бізнес-інкубатори тощо), компанії з управління активами інститутів спільного інвестування (венчурних інвестиційних фондів), Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку та професійні асоціації венчурного інвестування.

9. Підприємства-реципієнта венчурних інвестицій мають подвійну правову природу, виступаючи суб'єктом, з яким у венчурного інвестора виникли правовідносини щодо венчурного інвестування, та одночасно об'єктом, щодо якого такі правовідносини виникли.

10. Венчурні інвестиції – інвестиції, які вкладаються венчурними інвестиційними фондами в інноваційні підприємства, а також в розробку та подальшу комерціалізацію інновацій суб'єктами господарювання в обмін на частку в статутному капіталі отримувача інвестицій.

11. Правовідносини щодо венчурного інвестування – різновид інвестиційних відносин, що виникають між суб'єктами господарювання – венчурним інвестиційним фондом (або бізнес-янголом) та підприємством-реципієнтом інвестицій при придбанні венчурним фондом (бізнес-янголом) частки в статутному капіталі підприємства-реципієнта інвестицій, та участі в управлінні реципієнтом інвестицій з метою отримання прибутку внаслідок продажу частки підприємства після збільшення її вартості.

12. Запропоновано включити до чинного Закону України «Про інститути спільного інвестування» правове визначення українських регіональних венчурних інвестиційних фондів, під якими слід розуміти венчурні інвестиційні фонди, які інвестують виключно в межах певного регіону країни, не виходячи за межі області та (в певних випадках) областей, які безпосередньо з нею межують.

13. Пропонується доповнити Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012р. наступними положеннями:

1) доповнити ст.1 ч.1 Закону пунктом 17 наступного змісту:

«17. регіональний венчурний інвестиційний фонд – недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно

приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб, в інвестиційній декларації якого вказано конкретну область або групу (не більше трьох) межуючих одна з одною областей, в межах яких фонд має право здійснювати свої інвестиції».

Пункти 17 та 18 ч.1 ст. 1 Закону вважати пунктами 18 та 19 відповідно.

2) пункт 3 частини 1 ст. 4 Закону виключити.

3) доповнити Закон статтею 64-1 наступного змісту:

«64-1. Особливості управління регіональним венчурним інвестиційним фондом

1. Компанія з управління активами, яка здійснює управління активами регіонального венчурного інвестиційного фонду, має бути зареєстрована в тій самій області, що і відповідний фонд (фонди) активами якого керує така компанія з управління активами.

2. Компанія з управління активами не може інвестувати кошти регіонального венчурного інвестиційного фонду за межами області (областей), що визначена в інвестиційній декларації такого регіонального фонду.

3. У випадку участі держави або місцевої громади (в особі уповноважених органів) в формуванні капіталу регіонального венчурного інвестиційного фонду, компанія з управління активами при розподілі дивідендів між вкладниками фонду, в першу чергу здійснює розподіл дивідендів на користь фізичних осіб та юридичних осіб, заснованих на приватній формі власності».

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. 24Канал. Єврокомісія схвалила створення венчурного фонду в Франції [Електронний ресурс]. / 24Канал – Режим доступу до ресурсу: http://24tv.ua/yevrokomisiya_shvalila_stvorenniya_venchurnogo_fondu_v_frantsiyi_n87944
2. AIN.UA. EastLabs проводить перезапуск: нынешняя модель не окупается [електронний ресурс]. / AIN.UA. – Режим доступу до ресурсу: <http://ain.ua/2014/07/04/531505>
3. AIN.UA. UAngel подвел итоги: в 2015 году ангелы закрыли 21 сделку на сумму более \$1,6 млн [Електронний ресурс]. / AIN.UA. – Режим доступу до ресурсу: <http://ain.ua/2015/06/29/588485>
4. AIN.UA. В Украине появилось сообщество бизнес-ангелов UAngel [Електронний ресурс]. / AIN.UA. – Режим доступу до ресурсу: <http://ain.ua/2014/06/20/529491>
5. AIN.UA. Новый украинский рекорд на Kickstarter: LaMetric собрал \$258 000 и превзошел Petcube [електронний ресурс]. / AIN.UA. – Режим доступу до ресурсу: <http://ain.ua/2014/07/03/531229>
6. AIN.UA. По инициативе Андрея Колодюка в Украине создается ассоциация венчурного капитала [Електронний ресурс]. / AIN.UA. – Режим доступу до ресурсу: <http://ain.ua/2014/08/26/538092> .
7. ASSEMBLY BILL No. 250 «California Innovation Hub Program» [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill_id=201320140AB250
8. Bauer A. F. Venture capital investment in Germany: market and regulatory overview [електронний ресурс]. / A.F. Bauer. – Режим доступу до ресурсу: http://crossborder.practicallaw.com/6-500-9525?q=*&qp=&qo=&qe=#a234249

9. Bundesrepublik Deutschland. Handelsgesetzbuch [Электронный ресурс]. / Bundesrepublik Deutschland. – Режим доступа до ресурсу: <https://dejure.org/gesetze/HGB>
10. Cet outil de capital-risque s'adresse à des investisseurs fortunés désireux de diversifier leur patrimoine avec un placement à risque [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://votreargent.lexpress.fr/opcvm/fcpr-fonds-commun-de-placement-a-risque_8804.html
11. Code général des impôts [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: [http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte= LEGITE XT000006069577](http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEX000006069577)
12. Code of Federal Regulation: Title 17, Chapter II , Part 275 , Section 275.203(l)-1 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/275.203%28l%29-1>
13. Community guidelines on state aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:194:0002:0021:EN:PDF>
14. Covington&Burling llp. European venture capital fund regulation - an overview [электронный ресурс]. / Covington &burling llp. – Режим доступа до ресурсу: http://www.cov.com/files/Publication/57593c07-2ce0-4d85-8bb9-bd66ce372e0f/Presentation/PublicationAttachment/cc600c80-250c-4cb2-8b9a-c17a0f88491a/European_Venture_Capital_Fund_Regulation_An_Overview.pdf
15. CrunchBase. All Funding Rounds [Электронный ресурс]. / CrunchBase. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.crunchbase.com/funding-rounds>.
16. Department for Business Innovation & Skills. Regional Venture Capital Funds [электронный ресурс]. / Department for Business Innovation & Skills. – Режим доступа до ресурсу: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.berr.gov.uk/whatwe>

- do/enterprise/enterprisesmes/info-business-owners/access-to-finance/regional-venture-capital-funds/page37596.html
17. Deutscher Bundestag. Rahmenbedingungen für Wagniskapital in Deutschland [Электронный ресурс]. / Deutscher Bundestag // Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. Thomas Gambke, Kerstin Andreae, Annalena Baerbock, weiterer Abgeordneter und der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. – Режим доступа до ресурсу: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/012/1801266.pdf>
 18. Einkommensteuergesetz (EStG) [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.juraforum.de/gesetze/estg/>
 19. Ernst&Young. European venture capital and social entrepreneurship funds proposed [электронный ресурс]. / Ernst&Young. – Режим доступа до ресурсу: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European_venture_capital/\\$FILE/European%20venture%20capital_brochure.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/European_venture_capital/$FILE/European%20venture%20capital_brochure.pdf)
 20. European Commission. Report of Expert Group on Removing Tax Obstacles to Cross-border Venture Capital [Электронный ресурс]. / European Commission. – Режим доступа до ресурсу: http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/company_tax/initiatives_small_business/venture_capital/tax_obstacles_venture_capital_en.pdf
 21. European Commission. Access to finance. Venture capital [Электронный ресурс]. / European Commission. – Режим доступа до ресурсу: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/venture-capital/>
 22. European Commission. COMMISSION DELEGATED REGULATION supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision [Электронный ресурс]. / European Commission. – Режим доступа до ресурсу:

- http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/20121219-directive/ia_en.pdf
23. European Private Equity Activity Data 2007-2014 / EVCA [электронный ресурс]. // режим доступа: <http://www.evca.eu/research/evca-publications/#s>
 24. European private equity and venture capital association. Yearbook 2012. Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe [электронный ресурс]. / European private equity and venture capital association. – Режим доступа до ресурсу: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf
 25. EVCA [электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://evca.eu/>
 26. German Venture Capital Bill [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.deloitte-tax-news.de/german-tax-legal-news/german-venture-capital-bill.html>
 27. Gewerbesteuergezet (GewStG) [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.juraforum.de/gesetze/gewstg/>
 28. Gompers P.A. The Rise and Fall of Venture Capital [электронный ресурс]. / Paul A. Gompers. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.thebhc.org/publications/BEHprint/v023n2/p0001-p0026.pdf>
 29. Hatter V.L. U. S. high technology trade and competitiveness: Staff report / V.L. Hatter // Office of Trade and Investment Analysis, International Trade Administration, U.S. Department of Commerce. – 1985. – P. 19.
 30. Her Majesty's Treasury. The Venture Capital Trust Regulations 1995 [электронный ресурс]. / Her Majesty's Treasury. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/1995/1979/contents/made>
 31. HM Revenue and Customs. VCM50010 - VCT: overview of the VCT scheme [Электронный ресурс]. / HM Revenue and Customs. – Режим

- доступу до ресурсу:
<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual/vcm50010.htm>.
32. Income Tax Act 2007 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2007/3/part/6> .
33. Invest Europe. Who we are [Электронный ресурс]. / Invest Europe – Режим доступа до ресурсу: <http://www.investeurope.eu/about-us/who-we-are/>
34. Kickstarter [электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.kickstarter.com/>
35. Körperschaftsteuergesetz (KStG) [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.juraforum.de/gesetze/kstg/>
36. Kwang K. Technology sector tore up IPO recovery [[электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.6wp/zdnetasia.com/search/>
37. Limited Partnerships Act [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/contents>
38. Lowtax. France: Types of Company. Venture Capital Companies [электронный ресурс]. / Lowtax. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.lowtax.net/lowtax/html/offon/france/fravent.html>
39. McGowan P. Venture capital funds – recent European developments [Электронный ресурс]. / P. McGowan, K. Everitt // Journal of Investment Compliance, Vol. 13 Iss: 2, pp.57 - 59. – 2012. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.proskauer.com/publications/client-alert/venture-capital-funds-recent-european-developments/>
40. MoneyTree report Q1 2014 [электронный ресурс]. // режим доступа: <https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/moneytree/filesource/displays/notice-D.html>
41. MoneyTree™ Report 2014 full year // PricewaterhouseCoopers and National Venture Capital Association [электронный ресурс]. – режим доступа: https://www.pwcmoneytree.com/Reports/FullArchive/National_2014-4.pdf

- 42.NVCA Yearbook 2013 [электронный ресурс]. / NVCA. – режим доступа до ресурсу: http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103
- 43.NVCA. 2015 NVCA Yearbook [электронный ресурс]. / NVCA. – Режим доступа до ресурсу: <http://nvca.org/research/stats-studies/>
- 44.NVCA. What Are The NVCA Model Venture Capital Financing Documents? [электронный ресурс]. / National venture capital association. – Режим доступа до ресурсу: http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=108&Itemid=136
- 45.Periodical and other reports Act [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78m>
- 46.PWC. MoneyTree Report Q4 2012. Full year 2012 [электронный ресурс]. / PWC. – Режим доступа до ресурсу: https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/moneytree/filesource/exhibits/Q4%202012_Full%20Year%202012_MoneyTree_Summary_Report.pdf
- 47.Regional innovation program [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/3722>
- 48.Riggs H.E. Managing high-technology companies / Henry E. Riggs. – Belmont, Calif. : Lifetime Learning Publications, 1983. - P. 7
- 49.Romans A. The French Venture Capital Scene – league tables of most active French VCs – part of my European VC blog series [Электронный ресурс]. / Andrew Romans – Режим доступа до ресурсу: <http://rubicon.vc/the-french-scene-league-tables-of-most-active-french-vcs-part-of-my-european-vc-blog-series/>
- 50.Science and Engineering Indicators 2004 [электронный ресурс]. / National Science Board. – режим доступа до ресурсу: <http://www.nsf.gov/statistics/seind04/c6/c6s5.htm>
- 51.Small business investment program [электронный ресурс]. // режим доступа: - <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/chapter-14B>

52. Smith S. Now is the time to venture forth for great tax benefits [электронный ресурс]. // Pulse № 39 / S. Smith. – Режим доступа до ресурсу:
<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=22efe682-3a64-42c5-ad54-64a9497fb4ec%40sessionmgr12&vid=2&hid=19>
53. Smith S. Venture forth after new rules for VCTs [электронный ресурс]. // Pulse №68 / Stuart Smith. – Режим доступа до ресурсу:
<http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=e03bede0-5297-4e75-a9e1-adf0f024a555%40sessionmgr4&vid=5&hid=19>
54. Suster M. Understanding How Dilution Affects You At A Startup [электронный ресурс]. / M. Suster. – Режим доступа до ресурсу:
<http://techcrunch.com/2011/10/13/understanding-how-dilution-affects-you-at-a-startup/>
55. The european parliament and the council of european union. Regulation (eu) № 345/2013 on european venture capital funds [электронный ресурс]. / the european parliament and the council of european union. – Режим доступа до ресурсу:
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0345>
56. The european parliament and the council. Directive 2011/61/eu of on alternative investment fund managers [электронный ресурс]. / the european parliament and the council of european union – режим доступа до ресурсу:
<http://eur-lex.europa.eu/lexuriserv/lexuriserv.do?uri=oj:l:2011:174:0001:0073:en:pdf>
57. The general assembly of pennsylvania house bill no. 898 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: -
<http://www.legis.state.pa.us/CFDOCS/Legis/PN/Public/btCheck.cfm?txtType=HTM&sessYr=2013&sessInd=0&billBody=H&billType=B&billnbr=0898&pn=1039>
58. The Little book of private equity [электронный ресурс]. / EVCA. – режим доступа до ресурсу: <http://evca.eu/what-is-private-equity/>

59. Uniform limited partnership act [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-088.html>
60. Venture capital investment in Germany: market and regulatory overview [Электронный ресурс]. / Petra Eckl, Matthias Möller, Oliver Glück, GSK Stockmann + Kollegen. – Режим доступа до ресурсу: <http://uk.practicallaw.com/6-500-9525?source=relatedcontent#a504654> .
61. What exactly is a Venture Capital Trust [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://city.uk.com/blog/what-exactly-is-a-venture-capital-trust.html>
62. WKBG - Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.juraforum.de/gesetze/wkbg/>
63. Yearbook 2012. Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe [электронный ресурс]. / European private equity and venture capital association. – режим доступа до ресурсу: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf
64. Zwillling M. 7 Seed-Stage Funding Sources That Might Finance Your Startup [Электронный ресурс]. / Martin Zwillling. – 2015. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.entrepreneur.com/article/250921> .
65. Айзексон У. Стив Джобс / У. Айзексон. – М.: Астрель: Corpus, 2012. – 688 с. – ст.94
66. Акопян О.А. Правовое регулирование инвестиций в инновационный сектор экономики (венчурные инвестиции) // Журнал российского права. 2008. № 5. — С. 144-150. – ст. 146.
67. Алексина И. С. Технопарк – инновационная парадигма поддержки и развития малого предпринимательства [электронный ресурс]. / И. С. Алексина – режим доступа до ресурсу: <http://www.sworld.com.ua/konferm1/362.pdf> .

68. Аналітичний огляд діяльності Української фондової біржі за 2012 рік [Електронний ресурс]. // Офіційний веб-сайт Української фондової біржі. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://ukrse.com.ua/analitika>
69. Аналітичний огляд діяльності Української фондової біржі за 2013 рік [Електронний ресурс]. / Офіційний веб-сайт Української фондової біржі. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: <http://ukrse.com.ua/analitika>
70. Аналітичний огляд діяльності Української фондової біржі за 2014 рік [Електронний ресурс]. / Офіційний веб-сайт Української фондової біржі. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://ukrse.com.ua/analitika>
71. Аналітичний огляд діяльності Української фондової біржі за 9 місяців 2015 року [Електронний ресурс]. / Офіційний веб-сайт Української фондової біржі. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: <http://ukrse.com.ua/analitika>
72. Ангелы vs венчурные фонды: к кому пойти стартапу? / Українська асоціація інвестиційного бізнесу [електронний ресурс]. // режим доступу: http://www.uaib.com.ua/news/mass_media/169
73. Антипов І. Інноваційний розвиток національної економіки в контексті створення інноваційних інфраструктур в освітній галузі / І. Антипов // Збірник наукових праць Донецького державного університету управління. – 2010. – Вип. 148. – С. 1 – 8. – ст.3.
74. Антонюк Л. Л., Поручник А. М., Савчук В. С. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації: Монографія. – К.: КНЕУ, 2003. – 394 с. – ст. 40.
75. Атаманова Ю.Є. Основні проблеми системного господарсько-правового регулювання відносин в інноваційній сфері: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. юрид. наук: : спец. 12.00.04 "господарське право; господарсько-процесуальне право" / Атаманова Ю.Є. – Х., 2009. – ст.12, 21

- 76.Бардіна Ю. Первинна публічна пропозиція акцій (ІРО) / Ю. Бардіна // Вісник Львівського університету. Серія економічна. – Випуск 37 (1). – Львів, 2007. – С. 153-154. – ст. 153.
- 77.Боголіб Т.М. Комерціалізація наукових розробок університетів / Т. М. Боголіб // Економіка України . - 2014. - № 1. - С. 33-50. – ст. 36.
- 78.Бойко О.С. Правове становище приватних підприємств [електронний ресурс]. / О.С. Бойко. – Режим доступу до ресурсу: <http://old.minjust.gov.ua/7392>
- 79.Брикова І.В. Венчурне фінансування як ключовий механізм комерціалізації інновацій в межах регіональної інноваційної системи [електронний ресурс]. / І.В. Брикова. – режим доступу до ресурсу: https://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:VS_wyXU1Eo0J:kneu.kiev.ua/data/upload/publication/main/ua/124/venchurne_finans.doc+&hl=uk&gl=ua&pid=bl&srcid=ADGEESj0wsf2Q9J82sL500zF9YrxGaCDomAlYcqXJjNVlIzwHT_2p5j0upD0fGwCHQs9czHESGUw02P6yQ7fitodKUL1JrUBgQjGonOeIXInSc5ht8C4h4GgvqKIvy7t5MjavK6qdA7n&sig=AHIEtbTGsMuC4SmaTfQs7L0r-HUSyGZLkg
- 80.Буркова Анастасія. Развитие венчурного финансирования в Европейском Союзе» [Електронний ресурс]. / А. Буркова. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.worldbiz.ru/analytics/detail.php?ID=804>
- 81.Василенко М. Д. Концептуальні засади господарсько-правового режиму технопарків і технополісів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. юр. наук : спец. 12.00.04 "господарське право; господарсько-процесуальне право" / Василенко Микола Дмитрович – Одеса, 2014. – 36 с.
- 82.Василенко М.Д. «Система» в господарському праві: технологічні парки та інші інноваційні структури [електронний ресурс]. / Василенко М.Д. – режим доступу до ресурсу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/dip/2009_46/5-5.pdf

- 83.Василенко М.Д. Господарсько-правове «руйнування» технологічних парків в контексті незабезпечення інноваційного законодавства України [електронний ресурс]. / Василенко М.Д. – режим доступу до ресурсу:
http://archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/App/2012_44/Vasulenko.pdf
- 84.Василенко М.Д. Спеціальний режим господарювання: адміністративно-правове регулювання технопарків [Електронний ресурс]. / Микола Дмитрович Василенко – Режим доступу до ресурсу:
<http://pravoznavec.com.ua/period/article/12800/%CC> .
- 85.Венчурне інвестування (огляд) [електронний ресурс]. // NoveKolo.info. – Режим доступу до ресурсу:
http://www.novekolo.info/ua/news/publications/?_m=publications&_t=rec&id=1436&s=print
- 86.Взять Деньги. Спрос на венчурный капитал [електронний ресурс]. / Взять Деньги. – Режим доступу до ресурсу:
<http://getthemoney.ru/stati/spros-na-venchurnyy-kapital.html>
- 87.Висоцький Д.Є. Правове забезпечення інноваційної діяльності: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук: спец. 12.00.04 "господарське право; господарсько-процесуальне право" / Висоцький Д.Є. – Донецьк, 2010. – ст. , 7-10, 12
- 88.Відомості про фондовий ринок України / Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України [Електронний ресурс].. – Режим доступу до ресурсу:
<http://www.nssmc.gov.ua/fund/info>
- 89.Вінник О.М. Інвестиційне право: Навчальний посібник [електронний ресурс]. / О.М. Вінник. - К. : Юридична думка, 2005. - 568 с. – Режим доступу до ресурсу: <http://uchebniki-besplatno.com/uchebniki-investitsionnoe-pravo/ponyattya-zmist-vidi-investitsiynih.html>

90. Ворожевич А.С. Договор венчурного инвестирования: сущность, конструкция, проблемы минимизации рисков инвесторов / А.С. Ворожевич // Закон. – 2013. - №4. – ст. 139-147. – ст. 143.
91. Гарагонич О.В. Інвестиційні відносини [електронний ресурс]. / О.В. Гарагонич. – Режим доступу до ресурсу: <http://bnc.in.ua/nvestitsiyne-pravo/nvestitsiyni-vidnosini/>
92. Глоссарий венчурного предпринимательства [електронний ресурс]. / Российская ассоциация венчурного инвестирования. – режим доступу до ресурсу: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Glossary-2011/>
93. Горохов Б.А. Проблемы финансирования НИОКР и нововведений в промышленно развитых странах / Горохов Б. А., Иванов Н. Н. // РЖ ИНИОН. Социальные и гуманитарные науки. Сер. 2. Экономика. – 2003. – №1. – С. 28–41.
94. Господарське право України: Навчальний посібник / За заг. ред. проф. Н.О.Саніахметової. – Х.: «Одіссей», 2005. –608 с. – ст. 380.
95. Господарський Кодекс України: затверджений Законом України від 16 січня 2003 року. № 436-IV (із змін. та доп.) // Відомості Верховної Ради України. - 2003. - №18. - С. 144 ;
96. Гриньов Б.В, Гусев В.А. Аналізуємо проект нової редакції закону України «Про інноваційну діяльність» [електронний ресурс]. / Б.В. Гриньов, В.А. Гусев. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.inno.kharkov.ua/wp-content/uploads/2009/05/statjya1.pdf>
97. Гудіма Т.С. Венчурна діяльність як правова категорія // Економіка та Право. – 2012. - №1 (37). – ст. 67-71. – с. 69.
98. Гудіма Т.С. Правове регулювання венчурного інвестування: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юр. наук : спец. 12.00.04 "господарське право; господарсько-процесуальне право" / Гудіма Тетяна Сергіївна – Київ, 2015. – ст. 14

99. Де шукати бізнес-ангелів? [електронний ресурс]. // Телеканал BUSINESS. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.youtube.com/watch?v=nyXH4vFPwnw>
100. Денисенко О.П. Державна політика розвитку венчурного інвестування: зарубіжний досвід [електронний ресурс]. / О.П. Денисенко. – Режим доступу до ресурсу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Nvamu_upravl/2011_2/25.pdf
101. Державна регіональна політика України: особливості та стратегічні пріоритети: монографія; за ред. З.С. Варналія. – К. : НІСД, 2007. – 768 с.;
102. Дехтяр Н. А. Механізм управління фінансовим забезпеченням інноваційної діяльності підприємств [Текст]. / Н. А. Дехтяр, Н. Г. Пігуль, О. В. Люта // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». – 2014 . – Вип. 7. Ч. 5. -С. 9-13. – ст. 10.
103. Довгополый Д. Горе от ума, как проблема отрясли [електронний ресурс]. / Д. Довгополый. – Режим доступу до ресурсу: http://dennydov.blogspot.com/2014/10/blog-post_26.html
104. Довгополый Д. Что случилось на украинском венчурном рынке с начала 2014 года [електронний ресурс]. / Денис Довгополый. – Режим доступу до ресурсу: <http://ain.ua/2014/09/29/542528>
105. Драгун Д. Трезвый расчет очарованного странника / Д. Драгун, Н. Арутюнян, С. Евланчик // Компаньон. -2006. - №5. - С. 44-46. – ст. 45
106. Дудкін П. Формування та розвиток регіональних інноваційних структур як нова парадигма співпраці вищих навчальних закладів і бізнесу [Електронний ресурс]. / П. Дудкін, О. Дудкіна // Соціально-економічні проблеми і держава. – 2013. – Вип. 2 (9). – С. 58-66. – ст. 64.
107. Дюгованець О.М. Світова практика державного фінансування венчурної діяльності [електронний ресурс]. / О.М. Дюгованаць. –

- Режим доступу до ресурсу:
<http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/32024/12-Dyuhovanets.pdf?sequence=1>
108. Європейська Економічна Комісія ООН. Компендіум передової практики в сфері заохочення розвитку, заснованого на знаннях [електронний ресурс]. / ЄЕК ООН. – Режим доступу до ресурсу: http://www.unecsc.org/fileadmin/DAM/ceci/documents/2007/session2/ece_ceci_2007_4_r.pdf
 109. Зельдіна О.Р. Теоретичні аспекти спеціального режиму господарювання : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. юр. наук : спец. 12.00.04 "господарське право; господарсько-процесуальне право" / Зельдіна Олена Романівна – Донецьк, 2007.
 110. Інноваційна інфраструктура в контексті національної інноваційної системи (економіко-правові проблеми): монографія / за науковою редакцією О. Б. Бутнік-Сіверського: кол. авторів: О. П. Орлюк, О. Б. Бутнік-Сіверський, С. Ф. Ревуцький, В. І. Нежиборець, Г. О. Андрощук та ін. – К.: НДІ ІВ НАПрНУ, «Лазурит-Поліграф», 2011. – 414 с. – ст. 298.
 111. Інноваційний розвиток промисловості як складова структурної трансформації економіки України : аналіт. доп. / О. В. Собкевич, А. І. Сухоруков, А. В. Шевченко [та ін.]. ; за ред. Я. А. Жаліла. – К. : НІСД, 2014. – 152 с. – (Сер. «Економіка», вип. 15) [Електронний ресурс].. – Режим доступу: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/Ekomika_15-694c8.pdf .
 112. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-грудня 2014 року [Електронний ресурс]. // Офіційний веб-сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>

113. Князевич А.О. Механізм функціонування складових елементів інноваційної інфраструктури / А. О. Князевич // Економіка. Фінанси. Право . - 2013. - № 9. - С. 9-13. – ст. 10, 12.
114. Конюшевич В. Позитивные и негативные ковенанты [електронний ресурс]. // режим доступу: <http://www.lidings.com/ru/articles2?id=44>
115. Костюченко В.М. Концептуальні засади розвитку венчурного бізнесу в контексті забезпечення економічного суверенітету України // Вісник ЖДТУ. – 2012. - № 3 (61). – ст. 316-320.
116. Кузнецова І.С. Інститут венчурних інвестицій: стан та перспективи розвитку в Україні / І.С. Кузнецова // Наука та інновації. – 2008. – Т 4. № 1. – С. 87–95. – ст.93-94.
117. Кузьмін О. Є. Сутність та види інноваційної інфраструктури / О. Є. Кузьмін, Т. М. Шотік // Вісник Національного університету "Львівська політехніка". Проблеми економіки та управління. – № 628. – 2008.– С. 180–185. – ст. 181.
118. Кухта Г.М., Кравченко С.І. Особливості українських венчурних фондів [електронний ресурс]. // режим доступу - <http://masters.donntu.edu.ua/2012/iem/kukhta/library/article1.htm> ;
119. Лук'яненко Д.Г. Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку: монографія : у 2 т. – Т. І . / Д.Г. Лук'яненко, А.М. Поручник, Л.Л. Антонюк та ін.; за заг. ред. Д.Г. Лук'яненка, А.М. Поручника. – К. : КНЕУ. – 2006. – 816 с.
120. Лукашов А. IPO от I до O. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / Андрей Лукашов, Андрей Могин. – 2-е изд. переработанное и дополненное. – М: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 361с. – ст. 6, 72 – 80.

121. Мазур А.А. Современные инновационные структуры и коммерциализация науки / Под ред. А.А. Мазура. – Харьков : Полиарт, 2000. – 254 с.
122. Матвеев П. Особливості правового застосування інвестиційних договорів в умовах інноваційного розвитку України / П. Матвеев // Підприємництво, господарство і право. – 2013. - №6. – ст. 29-31. – ст. 30, 31.
123. Матюшко П. Правові особливості договорів інвестиційного характеру / П. Матюшко // Юридичний журнал: Аналітичні матеріали. Коментарі. Судова практика. – 2006. - №10. – ст. 123 – 128. – ст. 123.
124. Миркин Я. Методические рекомендации для эмитентов по подготовке IPO / Я. Миркин, С. Лосев // Корпоративные стратегии: правовые, управленческие, финансовые аспекты. - Ч. 1. - 2006. - №2. - С. 2-3.
125. Мойсеєнко І.П. Інвестування: Навч. посіб. / Мойсеєнко І.П. – К., 2006. – 490 с [електронний ресурс]. // режим доступу: http://pidruchniki.com/13340203/investuvannya/innovatsiyna_infrastruktura#288
126. Мойсеєнко І.П. Інвестування: Навч. посіб [Електронний ресурс]. / І.П. Мойсеєнко. – К., 2006. – 490 с. – Режим доступу до ресурсу: http://pidruchniki.com/15941024/investuvannya/obyekti_investuvannya
127. Москвін С.О. Венчурні фонди інноваційного розвитку / С.О. Москвін //Актуальні проблеми економіки. – 2009. – №2. – с.89-95. – ст.92
128. Наталия Березовская, UAngel: Нам не надо сравнивать себя с Европой, нам надо сравнивать себя с Луной [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://thinkinginvestor.org/berezovskaya-uangel/>.
129. Національна освітня інфраструктура удосконалення інноваційної та підприємницької діяльності ІТ-студентів. Порівняльний аналіз

функціонування найбільш затребуваних ІТ бізнес-інкубаторів України [Електронний ресурс]. / Національна освітня інфраструктура удосконалення інноваційної та підприємницької діяльності ІТ-студентів. – Режим доступу до ресурсу: <http://tempus.nung.edu.ua/uk/news/%D0%BF%D0%BE%D1%80%D1%96%D0%B2%D0%BD%D1%8F%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D0%B8%D0%B9-%D0%B0%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D1%96%D0%B7-%D1%84%D1%83%D0%BD%D0%BA%D1%86%D1%96%D0%BE%D0%BD%D1%83%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D1%8F-%D0%BD%D0%B0%D0%B9%D0%B1%D1%96%D0%BB%D1%8C%D1%88-%D0%B7%D0%B0%D1%82%D1%80%D0%B5%D0%B1%D1%83%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%85-%D1%96%D1%82-%D0%B1%D1%96%D0%B7%D0%BD%D0%B5%D1%81-%D1%96%D0%BD%D0%BA%D1%83%D0%B1%D0%B0%D1%82%D0%BE%D1%80%D1%96%D0%B2-%D1%83%D0%BA%D1%80%D0%B0%D1%97%D0%BD%D0%B8> .

130. Оліфіренко Л.Д. Механізми державного регулювання інвестиційної діяльності промислових компаній / Л.Д. Оліфіренко // Вісник Чернігівського державного технологічного університету . – 2010. – № 44. – С. 39–45.
131. Пеганов С. Все, что вы хотели знать про размытие доли в стартапе [електронний ресурс]. / С. Пеганов. – Режим доступу до ресурсу: <http://siliconrus.com/2013/05/vse-chto-vyi-hoteli-znat-pro-razmyitie-doli-v-startape-no-boyalis-ili-ne-znali-gde-sprosit/>
132. Петухова О. М. Забезпечення інноваційного розвитку підприємств шляхом використання первинного публічного розміщення акцій [Електронний ресурс]. / О.М. Петухова, Г.В. Сілакова // Проблеми системного підходу в економіці. – 2012р. – випуск 1. –

- Режим доступу до ресурсу:
http://www.nbuv.gov.ua/ejournals/PSPE/2012_1/Petuhova_112.htm
133. Податковий Кодекс України: затверджений Законом України від 02.12.2010 року. № 2755-VI (із змін. та доп.) // Відомості Верховної Ради України. - 2011. – № 13-14, № 15-16, № 17. - ст.112
 134. Поліщук О. А. Венчурне інвестування в Україні та фактори, які стримують його розвиток [Електронний ресурс]. / О. А. Поліщук, В. А. Мельник – Режим доступу до ресурсу:
http://www.rusnauka.com/35_OINBG_2010/Economics/76395.doc.htm.
 135. Портер М. Международная конкуренция / М. Портер. – М. : Междунар. Отношения. –1993. – 896 с.
 136. Правові засоби стимулювання інноваційного розвитку України в умовах євроінтеграції: монографія / [О.П. Подцерковний, М.Д. Василенко, Д.В. Зяті на, Л.Д. Романадзе та ін.]; за заг.ред. С.В. Ківалова, О.П. Подцерковного. – Одеса: Фенікс, 2015. – 270с.
 137. Про державне регулювання діяльності у сфері трансферу технологій : Закон України від 4 вересня 2006 р. № 143_V // Голос України. – від 14.11.2006р. - №213.;
 138. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30.10.1996 року №448/96-ВР // Голос України. – 1996р. – № від 26.11.1996р.
 139. Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ від 12.06.1995 року №446/95, Президент України // Урядовий кур'єр. – від 20.02.1997 р. – №125.
 140. Про загальнодержавну комплексну програму розвитку високих технологій: Закон України від 9 квітня 2004 р. № 1676_IV // Голос України. – від 15.06.2004р. - №108.;
 141. Про затвердження Державної програми активізації розвитку економіки на 2013-2014 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 27.02.2013 року // Урядовий кур'єр. - від 10.04.2013 р. - № 67

142. Про затвердження Державної цільової економічної програми "Створення в Україні інноваційної інфраструктури" на 2009-2013 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 14.05.2008 // Офіційний вісник України. – від 30.05.2008. - № 36;
143. Про затвердження Державної цільової науково-технічної програми розроблення новітніх технологій створення вітчизняних лікарських засобів для забезпечення охорони здоров'я людини та задоволення потреб ветеринарної медицини на 2011-2015 роки: Постанова Кабінету Міністрів України від 22.06.2011 // Офіційний вісник України. – від 22.07.2011. – № 53
144. Про затвердження Національного стандарту № 4 «Оцінка майнових прав інтелектуальної власності»: Постанова Кабінету Міністрів України від 3 жовтня 2007 р. № 1185 // Урядовий кур'єр. – від 17.10.2007р. – №191.
145. Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів: Рішення від 06.08.2013р. №1414, Національна комісія з Цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2013р. - № 72. – стор. 64.
146. Про затвердження Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів): Рішення від 02.07.2002 року, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2013р. - № 72. – стор. 17.
147. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду: Рішення від 24.11.2009 року, Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2009р. - № 101, /№5, 2010, – стор. 181.

148. Про затвердження Положення про порядок розміщення, обігу та викупу цінних паперів інституту спільного інвестування: Рішення від 30.07.2013, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2013р. - № 74. – стор. 50;
149. Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів: Рішення від 03.12.2013р. №2826, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2013р. – від 31.12.2013р. – №100.
150. Про затвердження Положення про склад і розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів інституту спільного інвестування: Рішення від 13.08.2013 року № 1468, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2013р. - №72. – стор. 76
151. Про затвердження Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування: Рішення від 10.09.2013 року №1753, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2013р. - №79. – стор. 133
152. Про затвердження Порядку надання дозволу на розміщення та/або обіг цінних паперів українських емітентів за межами України: Рішення від від 20.06.2013 № 1105, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Офіційний вісник України. – 2013р. – від 27.08.2013р. – №63.
153. Про затвердження типового положення з планування, обліку і калькулювання собівартості науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт [Електронний ресурс]. / Постанова Кабінету Міністрів України від 20 липня 1996 р. №83. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/830-96-%D0%BF>;
154. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 р. // Відомості Верховної Ради України. -1991. - N 47.- ст.646

155. Про інноваційну діяльність: Закон України від 04.07.2002 року // Відомості Верховної Ради України. - 2002. - N 36. - ст.266.
156. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 р. // Урядовий кур'єр. - від 26.09.2012. - № 174
157. Про наукові парки: Закон України від 25 червня 2009 р. № 1563_VI // Голос України. – від 12.08.2009р. - №149.;
158. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23.11.2011 року №1063/2011 // Урядовий кур'єр. – 2011р. – №228.
159. Про охорону прав на винаходи і корисні моделі: Закон України від 15 грудня 1993 р. № 3687-XII // Голос України. – від 03.02.1994р.;
160. Про охорону прав на промислові зразки: Закон України від 15 грудня 1993 р. № 3688_XII // Голос України. – від 16.02.1994р.;
161. Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні: Закон України від 08.09.2011 року // Відомості Верховної Ради України. – 2012. - N19-20. - ст.166
162. Про Програму науково-технічного розвитку Донецької області на період до 2020 року: Рішення Донецької обласної ради від 22.03.2002 року №3/25-656 [електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://donoda.gov.ua/?lang=ua&sec=03.04&iface=Public&cmd=view&args=id:1096>
163. Про Програму розвитку науково-технічної та інноваційної діяльності області до 2015 року: Рішення Івано-Франківської обласної ради від 05.06.2009 року №803-30/2009 [електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.if.gov.ua/?q=page&id=19374>
164. Про Регіональну програму інноваційного розвитку Дніпропетровської області на період до 2020 року: Розпорядження Голови обласної державної адміністрації від 04.03.2008 року № Р–82/0/3-08, а також Рішення Дніпропетровської обласної ради від 23

- травня 2008 року №386 -15/V [електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.oblrada.dp.ua/official-records/decisions/0/74>
165. Про розвиток та державну підтримку малого і середнього підприємництва в Україні: Закон України від 22.03.2012 року // Відомості Верховної Ради України. – 2013. - № 3. - ст.23
 166. Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків: Закон України від 16.07.1999 // Офіційний вісник України. – 1999. - № 32. - стор. 57.
 167. Про стимулювання інвестиційної діяльності у пріоритетних галузях економіки з метою створення нових робочих місць: Закон України від 06.09.2012 року // Голос України. - від 06.10.2012 р.. - № 188 ;
 168. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011-2015 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.09.2010 року // Урядовий кур'єр. - від 06.10.2010 р. - № 185
 169. Про схвалення Концепції реформування державної політики в інноваційній сфері: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 10.09.2012 року // Урядовий кур'єр. - від 04.10.2012 р.. - № 180
 170. Про утворення Державної інноваційної небанківської фінансово-кредитної установи «Фонд підтримки малого інноваційного бізнесу»: Постанова Кабінету Міністрів України від 12.12.2011 // Офіційний вісник України. – від 30.01.2012. - №6. – стор.39;
 171. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.06.2006р. №3480-IV // Урядовий кур'єр. – від 19.04.2006р. - №75.
 172. Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2011-2015 роки [Електронний ресурс]. / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу до ресурсу: <http://ssmsc.odessa.gov.ua/Main.aspx?sect=Page&IDPage=29664&id=292>

173. Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015-2017 роки [Електронний ресурс]. / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу до ресурсу: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>
174. Проект Регіональної цільової економічної програми розвитку в Одеській області інноваційної інфраструктури на 2009-2013 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://oin.org.ua/sites/default/files/materials/normativnye_akty/odessa/general_programs/oblast/program3.pdf
175. Ринкова трансформація господарства регіону (кластерний підхід): Навч. посіб. /Заболотний Г.М., Ступницький А.М., Захарченко В.І., Дідик О.М. – Вінниця: Діло, 2006. – 395 с. – ст. 89.
176. Романішин О. В. Перспективи венчурних фондів в Україні як джерела фінансування інноваційної діяльності підприємств / О. В. Романішин // Наука молода. – 2004. – № 2. – Тернопіль, 2004. – С. 158 – 163. – ст. 159
177. Сімсон О.Е. Правові особливості договорів інвестиційного характеру: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. юр. наук : спец. 12.00.04 "господарське право; господарсько-процесуальне право" / Сімсон Ольга Едуардівна. – Харків. – 2001. – ст. 12.
178. Сорока М.В. Маркетингове забезпечення діяльності академічних бізнес-інкубаторів як осередків малого бізнесу / М. В. Сорока, І. В. Петрик //Вісн. Нац. ун-ту "Львів. політехніка". - 2011. - № 706. - С. 159-166. – ст. 162.
179. Спаський А.С. Категорія “правовий режим”: ознаки та поняття / А. С. Спаський // Право України. – 2008. – № 7. – С. 13–16.
180. Тараненко О. М. Технопарки в Україні як елемент інноваційної інфраструктури / О. М. Тараненко, С. В. Корновенко // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. – 2014. – С. 44–48.

181. Тарнавський Р.В. Потенціал використання венчурного інвестування в пріоритетних напрямках інноваційної діяльності та регіонального розвитку [текст]. / Р.В. Тарнавський // Юридичний вісник. – 2014. – № 4. – 316-320.
182. Тарнавський Р.В. Про закріплення положень щодо венчурного інвестування в Господарському кодексі України / Тарнавський Р.В. // "10 років застосування Господарського кодексу України: сучасний стан та перспективи вдосконалення кодифікації" [Текст]. : збірник доповідей науково-практичної конференції (14 листопада 2014 р., м. Київ) / гол. ред. кол. О. П. Подцерковний. - Одеса : Юридична література, 2014. - 400 с.
183. Тарнавський Р.В. Регіональні венчурні інвестиційні фонди: окремі аспекти правового статусу [текст]. / Р.В. Тарнавський // Порівняльно-аналітичне право. – 2014. - №6. – 135-137
184. Тарнавський Р.В. Фінансування венчурними фондами інновацій: економіко-правові причини неефективності в Україні [текст]. / Р.В. Тарнавський // Науковий Вісник Херсонського державного університету. – 2014. - № 2. – ст.70-74.
185. Тарнавський Р.В. Щодо окремих аспектів господарсько-правового стимулювання венчурного інвестування [текст]. / Р.В. Тарнавський // Право та державне управління. – 2016. - № 3 (24). – ст.26-32.
186. Тарнавський Р.В. Щодо повійної правової природи господарських відносин між венчурними інвесторами та реципієнтами венчурних інвестицій [текст]. / Р.В. Тарнавський // Підприємництво, господарство і право. – 2016. - № 8 (246). – ст.58-62.
187. Телєтов О.С. Маркетингове забезпечення кластеризації економіки на регіональному рівні / О.С. Телєтов // Маркетинг і менеджмент інновацій. – 2011. – № 1. – С. 176-184.

188. Телєтов О.С. Створення технологічного парку як фактор інноваційного розвитку Економіки / О.С. Телєтов, Ю.А. Сірік // Маркетинг і менеджмент інновацій. - 2013. - №4. – ст. 143 - 154. – ст.146.
189. УАІБ. Джерела венчурного капіталу [Електронний ресурс]. / УАІБ. – Режим доступу до ресурсу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/204/15_4.pdf
190. УАІБ. Історія становлення венчурної індустрії у світі [електронний ресурс]. / Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. – режим доступу до ресурсу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/201/17_4.pdf
191. УАІБ. Квартальні та річні огляди ринку ІСІ [електронний ресурс]. / УАІБ. – Режим доступу до ресурсу: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html
192. УАІБ. Поняття венчурного капіталу: неформальний та формальний сектори [електронний ресурс]. / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – режим доступу до ресурсу: www.uaib.com.ua/fles/articles/204/13_4.pdf
193. УАІБ. Що таке компанія з управління активами (КУА) і які її функції? [Електронний ресурс]. / УАІБ. – Режим доступу до ресурсу: http://www.uaib.com.ua/abcpeople/abetka_isi/6117.html
194. Україна, Європейський Союз, Євратом [...]. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони / Україна, Європейський Союз, Євратом [...]. // Офіційний вісник України. – від 26.09.2014. – 2014 р. – № 75, том 1. – стор. 83.
195. Українська фондова біржа. Позалістингові ЦП [Електронний ресурс]. / Українська фондова біржа – Режим доступу до ресурсу: <http://ukrse.com.ua/birzhovij-spisok-ufb/pozalistingovi-tsp>

196. Ушаков І.І. Неформальний ринок венчурного капіталу [електронний ресурс].// режим доступу: - http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/179.htm
197. Федулова Л.І. Інноваційна економіка : підруч. / Л.І. Федулова. – К.: Либідь, 2006. – 480 с. – ст. 124.
198. Фостер Р. Обновление производства: атакующие выигрывают: Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ. ст. В. И. Данилова-Данильяна.– М.: Прогресс, 1987.–272 с. – ст. 27–28.
199. Чабан О.М. Інвестиційний договір (контракт) як форма здійснення інвестицій: поняття та особливості / О.М. Чабан // Правова держава: щорічник наукових праць. Вип. 9.- К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2001. - С. 244.
200. Чернадчук В.Д., Сухонос В.В., Чернадчук Т.О. Основи інвестиційного права України: Навчальний посібник [Електронний ресурс]. / За заг. ред. В.Д. Чернадчука. - 2-ге вид., перероб. і доп. - Суми: ВТД «Університетська книга»; К.: Видавничий дім «Княгиня Ольга», 2005. - 384 с. – Режим доступу до ресурсу: <http://buklib.net/books/37123/>
201. Чухно А. Інституціоналізм: теорія, методологія, значення /А. Чухно //Економіка України. – 2008. – № 6. – С. 4–13. – ст. 12.
202. Шатоха В. Досвід європейських університетів з комерціалізації інновацій та можливості його застосування в Україні: Монографія / Загальна редакція: В. Шатоха. Редакційна колегія: М. Карпаш, В. Туляков, А. Петренко, А. Фалалєєв, А. Ферябов, Б. Залеська, К. Мітчел, Ж. Пабла, Ж. Сілва. – Дніпропетровськ: «Дріант», 2014. – 246с. – ст. 8-58.
203. Шевченко А.В. "Щодо державної політики підтримки розвитку інноваційних кластерів у промисловості України". Аналітична записка [електронний ресурс]. // режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/1069/> ;

204. Шпитко Е. Второе чтение / Е. Шпитко // Форбс Украина. – 2016. – №1 (59). – ст. 136. – С.6
205. Шумпетер Й. Теория экономического развития: исследования предпринимательской прибыли, капитала, кредита и цикла конъюнктуры / Й. Шумпетер: пер. с англ. Л. И. Кравченко. – М.:Прогрес, 1982. – 455 с. – С. 84–154.
206. Яровая М. Украинские стартап-инкубаторы: что предоставляют и что хотят взамен? [Электронный ресурс]. / Яровая М. – Режим доступа до ресурсу: <http://ain.ua/2013/01/29/109509#more-109509>