

## Розділ 2

# Актуальні питання розвитку фінансів, обліку і аудиту

---

УДК 336.714

**Вірченко В. В.**

*к.е.н., доцент кафедри економічної теорії,  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Україна*

### ВЕНЧУРНІ ФОНДИ ТА ЇХ РОЛЬ У ВІДТВОРЕННІ ІНТЕЛЕКТУАЛЬНОГО КАПІТАЛУ

**Анотація.** Стаття присвячена аналізу принципів організації венчурного фінансування відтворення інтелектуального капіталу. Досліджено сутність та структуру інтелектуального капіталу. Проаналізовано механізм венчурного фінансування, його переваги та недоліки у порівнянні з іншими способами залучення фінансових ресурсів. Розглянуто особливості діяльності венчурних фондів в Україні.

**Ключові слова:** інтелектуальний капітал, інтелектуальна власність, венчурне фінансування, інститути спільного інвестування, нематеріальні активи.

Формул: 0; рис.: 0, табл.: 0, бібл.: 6

**Virchenko V. V.**

*PhD in Economics, Docent of Economic Theory Chair  
Taras Shevchenko National University of Kyiv, Ukraine*

### VENTURE FUNDS AND ITS ROLE IN INTELLECTUAL CAPITAL REPRODUCTION

**Abstract.** The article is devoted to analysis of principles of organization of venture financing of intellectual capital reproduction. Nature and structure of intellectual capital are investigated. Mechanism of venture financing, its shortcomings and advantages in comparison with others ways of formation of financial resources are analyzed. Peculiarities of venture funds activities in Ukraine are considered.

**Keywords:** intellectual capital, intellectual property, venture financing, investment funds, intangible assets.

Formulas: 0; fig.: 0, tabl.: 0, bibl.: 6

**JEL Classification:** G 24, G 29, H 54, O 34

**Вирченко В. В.**

*к.э.н., доцент кафедры экономической теории,  
Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко, Украина*

### ВЕНЧУРНЫЕ ФОНДЫ И ИХ РОЛЬ В ВОСПРОИЗВОДСТВЕ ИНТЕЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА

**Аннотация.** Статья посвящена анализу принципов организации венчурного финансирования воспроизводства интеллектуального капитала. Исследована сущность и структура интеллектуального капитала. Проанализирован механизм венчурного финансирования, его преимущества и недостатки в сравнении с другими способами привлечения финансовых ресурсов. Рассмотрены особенности деятельности венчурных фондов в Украине.

**Ключевые слова:** интеллектуальный капитал, интеллектуальная собственность, венчурное финансирование, институты совместного инвестирования, нематериальные активы.  
Формул: 0; рис.: 0, табл.: 0, библи.: 6

**Вступ.** Фінансові інститути, що конституюють структуру фінансового ринку, залучаючи вільні фінансові ресурси з метою їх подальшого розміщення у фінансові активи, сприяють трансформації заощаджень в інвестиції і тому здійснюють визначальний вплив на ефективне розміщення капіталу в межах економічної системи ринкового типу, прискорюючи темпи економічного зростання. Водночас, серед фінансових інститутів чільне місце займають інвестиційні фонди, що в сучасних умовах перетворилися на потужного гравця ринку фінансових послуг. Виникнення перших інвестиційних фондів на початку XIX ст. було зумовлене розвитком продуктивних сил і виробничих відносин, а зростаючі потреби економічних суб'єктів у фінансових ресурсах стали основною причиною підвищення їх ролі у процесах суспільно-економічного відтворення.

Забезпечуючи механізм опосередкованого фінансування в рамках фінансового ринку, інвестиційні фонди скорочують трансакційні витрати, сприяють швидкому встановленню зв'язків між реципієнтами капіталу й індивідуальними інвесторами, і у такий спосіб прискорюють ефективний перерозподіл капіталу в межах економіки. Інвестиційні фонди за рахунок акумуляції тимчасово вільних фінансових ресурсів індивідуальних власників капіталу забезпечують потреби суб'єктів підприємницької діяльності в ліквідних активах. Результатом є зростання обсягів реальних інвестицій у матеріальні і нематеріальні активи та, відповідно, збільшення обсягів промислового виробництва.

На жаль, потрібно відзначити, що наявність системи фінансових інститутів, зокрема інвестиційних фондів, є лише необхідною, але не достатньою умовою модернізації економіки та забезпечення її стійкого зростання. Адже інвестиційні фонди є лише посередником, який забезпечує рух фінансових ресурсів від власників фінансових ресурсів до реципієнтів капіталу, які функціонують у реальному секторі економіки.

З часу здобуття незалежності України минуло понад 20 років, а реальний сектор вітчизняної економіки продовжує страждати від неефективної структури, періодичного наростання кризових тенденцій та браку інновацій. При цьому важливим фактором, який продовжує здійснювати негативний вплив на економіку України, залишається низька конкурентоспроможність вітчизняних підприємств, спричинена їх низькою інноваційною спрямованістю.

В умовах становлення постіндустріального суспільства, інтелектуальний капітал перетворюється на важливий фактор виробництва і акселератор економічного розвитку. Саме розвиток інтелектуального капіталу, активне впровадження результатів інтелектуальної діяльності в усі галузі суспільного виробництва є однією з головних умов переходу України на вищу стадію соціально-економічного розвитку. На початок XXI ст. частка інтелектуального капіталу в активах європейських та американських підприємств зросла до 50%, а в Японії почала наближатися до 60%. Водночас, в Україні даний показник не перевищує 1%, а частка фінансових ресурсів, які спрямовуються підприємствами на інновації, є меншою за 9%. Таким чином, дослідження сутності інтелектуального капіталу та ролі інвестиційних фондів у його відтворенні є одним із першочергових завдань вітчизняної економічної науки.

Сутність та функції інтелектуального капіталу у постіндустріальному суспільстві були широко висвітлені в економічній літературі. Належне місце в розробці даної наукової тематики займають праці Г. Беккера, П. Дракера, Т. Стюарта, Ф. Фукуями, В. Базилевича, А. Чухна та ін. Дослідженням венчурного фінансування займалися такі вчені,

як П. Робертсон, Дж. Сінгер, Т. Хелман, П. Цибульов та ін. Водночас, питання, пов'язані із дослідженням ролі інвестиційних фондів загалом та венчурних фондів зокрема у відтворенні інтелектуального капіталу в умовах вітчизняної економіки, на наш погляд, вивчені та висвітлені недостатньо.

**Постановка завдання.** Мета даної статті полягає у дослідженні сутності та функцій венчурних фондів, а також їх ролі у фінансуванні інвестицій в інтелектуальний капітал. Завдання дослідження підпорядковані досягненню поставленої мети і спрямовані на вивчення сутності інтелектуального капіталу та його структури; дослідження принципів та сутності венчурного фінансування; дослідження переваг венчурного фінансування; аналіз основних етапів та особливостей розвитку венчурного фінансування в Україні. У процесі дослідження було використано методи наукової абстракції, аналізу та синтезу, поєднання історичного та логічного.

**Результати.** В 1969 р. представник інституціоналізму Джон Кеннет Гелбрейт вперше використав термін «інтелектуальний капітал». Він визначав його як щось більше, ніж чистий капітал працівника, який включає певну інтелектуальну діяльність. Один із основоположників теорії інтелектуального капіталу Томас Стюарт, визначає його як сукупність знань персоналу підприємства, які забезпечують його конкурентоспроможність. Як стверджує науковець, інтелектуальний капітал – це інтелектуальний матеріал, що включає знання, досвід, інформацію, інтелектуальну власність і бере участь у створенні цінностей. Таким чином, інтелектуальний капітал забезпечує не лише конкурентну позицію підприємства на ринку, а й генерує прибуток. На думку Т. Стюарта зазначений вид капіталу існує у формі динамічної системи знань, що виростає навколо певної задачі, людини чи підприємства, і, водночас, як інструмент, за допомогою якого можна збільшити сукупність знань. В структурі інтелектуального капіталу Т. Стюарт виокремив людський, структурний та споживчий капітал [2, р.78]. У 1997 р. Л. Едвінсон разом з М. Мелоуном опублікували працю «Інтелектуальний капітал. Визначення істинної цінності компаній», в якій запропонував наступне визначення даної категорії: інтелектуальний капітал – породжена людськими знаннями сукупність структурних елементів, що визначають приховані джерела цінності, здатні наділяти компанію нетрадиційно високою оцінкою. До складу інтелектуального капіталу науковці включили усі види економічних ресурсів, що не підлягають традиційним методам оцінки: людський та структурний капітал, який, у свою чергу складається із клієнтського капіталу та організаційного капіталу, що включає інноваційний та процесний капітал [1, с.67].

На сьогодні, інтелектуальний капітал перетворився на важливий об'єкт досліджень науковців України та Російської Федерації. В.Л. Іноземцев визначає інтелектуальний капітал як інформацію та знання, що беруть участь у процесі виробництва. На його думку, інтелектуальний капітал є своєрідним «колективним мозком» підприємства, який акумулює наукові і буденні знання працівників, інтелектуальну власність і накопичений досвід, комунікації та організаційну структуру, інформаційні мережі та імідж компанії. Серед його складових він виокремлює: людський капітал, який втілюється в персоналі компанії у формі їх досвіду, знань, навичок, здібностей, а також загальної культури, філософії компанії та її внутрішніх цінностей; структурний капітал, що включає об'єкти інтелектуальної власності, організаційну структуру, інформаційні системи.

Авторські підходи до аналізу сутності інтелектуального капіталу розробляються і вітчизняними науковцями. Академік НАН України А.А. Чухно зазначає, що до складу інтелектуального капіталу входять невіддільні від людини знання, а також об'єктивні умови застосування цих знань для підвищення конкурентоспроможності та ефективності компанії. На думку науковця, в його структурі слід виділяти людський та

технологічний капітал, який є сукупністю науково-технічних та управлінських структур. Інтелектуальний капітал акумулює наукові та професійно-технічні знання працівників, поєднує інтелектуальну працю та інтелектуальну власність, нагромаджений досвід, комунікації, організаційну структуру, інформаційні мережі, все те, що визначає репутацію підприємства і забезпечує формування багатства сучасного суспільства [3, с.282].

Проведений аналіз різних підходів до визначення сутності інтелектуального капіталу дозволяє поділити їх на три групи: функціональні підходи, які визначають інтелектуальний капітал через його функції та роль в економічних відносинах; структурні підходи, які визначають інтелектуальний капітал через його складові; відтворювальні підходи, які визначають інтелектуальний капітал через його здатність створювати додаткову вартість і приносити прибуток. З точки зору необхідності досягнення чіткої категоріальної визначеності, на нашу думку більш продуктивним є поєднання різних підходів. В результаті проведеного дослідження нами було сформульовано наступне визначення: інтелектуальний капітал – сукупність результатів інтелектуальної діяльності, що в результаті авансування у виробництво забезпечує створення нової вартості, дозволяє підвищити продуктивність господарської діяльності, отримати додатковий прибуток і забезпечити конкурентну позицію на ринку. Особливістю інтелектуального капіталу є те, що його використання зумовлює створення нових інтелектуальних продуктів, носіїв додаткової вартості, які втілюються у нових знаннях, навичках, інноваційних споживчих товарах та засобах виробництва. При цьому, інтелектуальний капітал є сукупністю двох елементів: нематеріальних активів, які можуть бути ідентифіковані, оцінені і здійснювати господарський обіг (об'єктів інтелектуальної власності); нематеріальних авуарів, які важко виокремити, оцінити і які не можуть бути відчужені від підприємства, а тому можуть здійснювати господарський оборот лише у складі цілісного майнового комплексу підприємства (знання і навички персоналу, ділова репутація, канали збуту тощо).

Основою для формування інтелектуального капіталу є об'єкти інтелектуальної власності, які у результаті впровадження у господарську діяльність набувають форми капіталу і потрапляють до реального сектору економіки. Усі об'єкти інтелектуальної власності (далі – ОІВ) характеризуються рядом загальних ознак: вони є нематеріальними за своєю природою, хоча зазвичай і зберігаються на матеріальному носії; внаслідок нематеріального характеру вони є невідчужуваними, тому в рамках розпорядження відчужується не об'єкт, а права на нього; первинним власником прав на ОІВ завжди є фізична особа; ОІВ завдяки нематеріальній природі легко тиражуються та поширюються і тому вимагають додаткового правового, технічного та організаційного захисту; право власності на ОІВ має виключний характер, тобто виникає на основі закону, а не внаслідок цивільних угод; право ІВ обмежене в часі та просторі, тобто захищається протягом визначеного терміну і на визначеній території; переважна частина об'єктів ІВ вимагає державної реєстрації для ефективного захисту майнових прав на них; об'єкти ІВ є невичерпними, тобто вони не зношуються і не втрачають властивостей внаслідок тривалого використання. Водночас, вони підлягають моральному зносу і можуть втрачати актуальність внаслідок науково-технічного прогресу; ОІВ в складі нематеріальних активів підлягають амортизації; ОІВ підлягають вартісній оцінці, хоча точно визначити їх ринкову вартість практично неможливо; один і той же ОІВ може одночасно використовуватися різними і територіально розосередженими суб'єктами; доволі важко точно оцінити майбутні доходи від використання ОІВ; ОІВ характеризуються нижчою ліквідністю у порівнянні з іншими видами активів підприємства, їх цінність зазвичай носить відносно суб'єктивний характер; гранична норма заміщення ОІВ іншими видами активів у структурі капіталу підприємства прямує до нуля.

Розглянуті вище характерні риси об'єктів інтелектуальної власності перетворюють їх на особливий об'єкт економічних відносин, до якого важко застосувати традиційні методи оцінки та впровадження у господарський оборот. У той же час, зважаючи на визначальний вплив інтелектуального капіталу на фінансово-господарську діяльність підприємства та принципову роль у забезпеченні його конкурентоспроможності, ОІВ потребують ефективної комерціалізації та відповідних капіталовкладень.

Відтворення інтелектуального капіталу є важливим фактором конкурентоспроможності підприємства в умовах стрімкої глобалізації господарських зв'язків та становлення постіндустріального суспільства. При цьому, однією із принципових проблем, що зазвичай виникають під час здійснення заходів щодо його провадження у господарський оборот є проблема фінансування. Вирішити зазначену проблему дозволяють фінансово-економічні механізми, які присутні на сьогодні в рамках економічної системи.

Під фінансово-економічними механізмами ми розуміємо сукупність інституційних одиниць, економічних операцій та форм фінансової діяльності, які забезпечують перерозподіл фінансових ресурсів та прискорюють трансформацію об'єктів інтелектуальної власності у процесі комерціалізації в інтелектуальний капітал.

Серед фінансово-економічних механізмів слід, на наш погляд, виокремити: кредитування; бюджетне фінансування за рахунок коштів державного або місцевого бюджету; фінансування за рахунок емісії акцій або облігацій; лізингове фінансування; венчурне фінансування.

Фінансово-економічні механізми виконують важливі функції у рамках відтворення інтелектуального капіталу та провадження результатів інтелектуальної діяльності у суспільне виробництво, зокрема:

Функцію регулювання. Фінансово-економічні механізми забезпечують регулювання відносин у галузі фінансування комерціалізації ОІВ, а також формують загальні правила взаємодії економічних агентів на ринку інтелектуальної власності.

Функцію стимулювання. Вони забезпечують суб'єктам господарювання широкі альтернативні можливості фінансування власного розширеного відтворення, а для власників капіталу забезпечує нові можливості інвестування заощаджених фінансових ресурсів. Перш за все це стосується суб'єктів господарювання, що здійснюють провадження інновацій на основі комерціалізації об'єктів інтелектуальної власності. Підприємства, які орієнтуються на активне використання людського капіталу й інтелектуальної власності, відзначаються значним інноваційним потенціалом, який за умов ефективного використання може гарантувати в майбутньому значні прибутки. У зв'язку із цим, фінансово-економічні механізми загалом і венчурні фонди зокрема, забезпечують мобілізацію коштів для фінансування інвестицій у потенційно прибуткові і, водночас, високо ризиковані проекти.

Функцію акумулювання. Фінансово-економічні механізми стимулюють інвестиційну активність економічних агентів, здійснюють капіталізацію вільних фінансових ресурсів, яка полягає у трансформації заощаджень у інвестиційні ресурси, які згодом використовуються у процесі відтворення інтелектуального капіталу.

Функцію трансформації. Фінансово-економічні механізми забезпечують зміну якісних характеристик грошових потоків, що перерозподіляються завдяки їх діяльності серед суб'єктів господарювання. У зв'язку з цим можна виділити наступні структурні складові даної функції: трансформація ризиків; трансформація строків; трансформація обсягів; просторова трансформація.

Функцію санації. Оскільки фінансово-економічні механізми у процесі перерозподілу фінансових ресурсів забезпечують вкладання коштів у високоприбуткові

чи низькоризикові інвестиційні проекти, вони забезпечують функціонування механізму відбору найбільш конкурентоспроможних суб'єктів господарювання, що активно використовують у своїй діяльності інтелектуальний капітал.

Інформаційну функцію. Упорядковуючи та визначаючи правила взаємодії економічних суб'єктів з приводу фінансування, купівлі і продажу фінансових активів, фінансово-економічні механізми забезпечують їх надійною інформацією про ймовірні дії контрагентів, що є дуже важливим особливо враховуючи їх обмежену раціональність.

Таким чином, у сучасних умовах фінансово-економічні механізми прискорюють та полегшують процес комерціалізації об'єктів інтелектуальної власності та відтворення інтелектуального капіталу, перетворюючись на важливу складову національної економіки. Водночас, потрібно враховувати, що різні фінансово-економічні механізми мають свої переваги та недоліки. Зокрема, емісія акцій, облігацій або залучення кредитних ресурсів не завжди може бути можливим, оскільки високий ризик, який пов'язується з використанням інтелектуального капіталу, відлякує інвесторів. Також необхідною умовою використання зазначених механізмів є відмінний фінансовий стан суб'єкта господарювання та стійкі позиції на ринку.

Отримання державного фінансування також може бути проблематичним в умовах дефіциту бюджетних коштів. Залучати його можуть лише стратегічні інноваційні проекти, які входять у сферу державних інтересів. Крім того, як свідчить міжнародна статистика, за останні десять років частка бюджетних коштів у фінансуванні інноваційних проектів у країнах Європи знизилася з 21% до 3%. Лізингове фінансування стане в нагоді лише тим суб'єктам господарювання, які потребують основних засобів та інших необоротних активів для комерціалізації результатів інтелектуальної діяльності. Таким чином, найбільш універсальним фінансово-економічним механізмом, на нашу думку, є венчурне фінансування.

Перевагою венчурного фінансування є те, що воно залишається майже єдиним доступним джерелом фінансових ресурсів для підприємств, які активно використовують інновації. Під венчурними фондами ми будемо розуміти фінансові інститути, що спеціалізуються на інвестуванні коштів з використанням усього комплексу інструментів фінансового ринку у акціонерний капітал підприємств реального сектору економіки, які знаходяться на різних стадіях розвитку і мають значний потенціал росту. Венчурний фонд по суті виконує функції акціонера підприємства, який поряд із його менеджментом керує його діяльністю і створює умови для реалізації його фінансово-господарського потенціалу. Головною метою венчурного фонду є зростання ринкової капіталізації підприємства та підвищення внутрішньої норми доходності.

Фінансові ресурси венчурний фонд залучає з різних джерел. Як свідчить практика, у США 70% фінансування надходить з пенсійних фондів, страхових компаній і благодійних фондів, які розраховують отримати дохід у розмірі, що на 3% – 6% перевищує ринкову дохідність корпоративних цінних паперів. У Європі із зазначених вище джерел надходить лише 30% фінансування, а 40% – 50% фінансування припадає на комерційні банки [4, с.20].

Венчурний фонд розподіляє фінансування у часі. На початковій стадії, коли відбувається розробка первинної концепції компанії, налагодження виробництва і маркетинг продукції, фонд надає близько 17% – 20% фінансування. На стадії розширення, коли відбувається збільшення виробничих потужностей, виникає потреба у додаткових обігових коштах, фонд надає від 50% до 55% фінансування. Крім того, до 20% фінансування може надійти від викупу менеджментом підприємства частини розміщуваних ним акцій. На інші форми фінансування припадає до 10%.

Життєвий цикл венчурного фінансування включає наступні стадії: 1. Створення венчурного фонду, коли відбувається акумуляція фінансових ресурсів приватних та

інституційних інвесторів; 2. Генерування угод, коли здійснюється відбір проектів для фінансування; 3. Здійснення інвестицій, що передбачає детальне вивчення відібраних для фінансування проектів з наступним наданням їм у користування фінансових ресурсів; 4. Постінвестиційне управління, коли відбувається активний процес передачі підприємству венчурним фондом своїх ділових зв'язків, знань і досвіду з метою підвищення внутрішньої норми доходу і приросту генерованої підприємством доданої вартості; 5. Управління виходом, коли венчурний фонд повертає вкладені у підприємство кошти шляхом першого випуску акцій, прямого продажу підприємства або його вторинного продажу. Оскільки іноді інтереси венчурного фонду, який хоче провести продаж акцій або підприємства і завершити інвестиційний проект, не співпадають з інтересами керівництва підприємства, венчурні фонди застосовують різноманітні механізми вирішення зазначеної проблеми: випуск акцій, які оплачуються із премією за умови, якщо вони не були перепродані протягом певного періоду; укладання угоди про примусовий продаж, що передбачає виключне право фонду на продаж акцій підприємства після завершення певного періоду часу.

Витрати, що пов'язані із діяльністю фонду зазвичай фінансуються самим фондом за рахунок винагороди, що сплачується керівництву. У цьому, перш за все, зацікавлені інвестори фонду. Переважна частина фондів погоджується фінансувати організаційні витрати на розміщення інвестицій у розмірі до 1% від залучених фінансових ресурсів. Значна частина поточних витрат діяльності фонду також оплачується самим фондом, сюди наприклад належать витрати на проведення аудиторських перевірок. Водночас, витрати фонду на розміщення інвестицій можуть покладатися на компанії, що їх залучають. Збитки від невдалих інвестицій можуть компенсуватися за рахунок винагороди керівництва фонду або розподілятися між фондом та інвесторами у певній пропорції.

Згідно з нормами вітчизняного законодавства венчурний фонд – це недиверсифікований інвестиційний фонд закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів серед юридичних осіб та фізичних осіб і активи якого можуть включати цінні папери, емітовані пов'язаними особами компанії з управління активами такого фонду. В Україні фізична особа може стати учасником фонду, придбавши цінні папери фонду на суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат. Оскільки венчурні фонди можуть бути лише закритими, вони не беруть на себе зобов'язань щодо викупу емітованих ними цінних паперів до моменту припинення діяльності. Закриті фонди завжди є строковими, тобто створюються на визначений строк, після закінчення якого припиняють діяльність, якщо не було прийнято рішення про продовження строку діяльності.

Вітчизняні венчурні фонди за організаційно-правовою формою можуть поділятися на корпоративні та пайові. Пайові фонди за структурою є прозорими, тобто являють собою активи, які належать групі інвесторів, перебувають в управлінні компанії з управління активами та обліковуються окремо від результатів її господарської діяльності. Корпоративні фонди за структурою є непрозорими і створюються у формі публічних акціонерних товариств.

Розвиток венчурних фондів триває в Україні понад 20 років. Перші інститути венчурного фінансування починають свою діяльність із 1992 р. Розвиток венчурного фінансування відбувався доволі повільно, а серед найбільш потужних інститутів спільного інвестування того часу були венчурний фонд «Україна» (заснований в 1992 р.), фонд Western NIS Enterprise Fund (заснований в 1994 р.), фонд Black Sea Fund Euroventures Ukraine (заснований в 1998 р.). До кінця століття основними гравцями на ринку венчурного фінансування залишалися сім фондів, створених за участю іноземного капіталу. Другий етап розвитку венчурного бізнесу розпочинається в 2001 р. з

прийняттям Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Формування спеціальної нормативної бази діяльності венчурних фондів, а також її особливості, що будуть розглянуті нами нижче, зумовили швидке зростання кількості венчурних фондів. У той час, як станом на кінець 2002 р. було зареєстровано 4 венчурні фонди, в 2012 р. їх кількість зросла до 867, їх частка у загальній кількості інститутів спільного інвестування становить 77% [5]. У загальному обсязі чистих активів інститутів спільного інвестування капітал венчурних фондів займає 92%. Чисті активи венчурних фондів 2012 р. склали 103656,9 млн грн, що у відношенні до ВВП України становить 7,9%. При цьому, для країн Європи зазначене відношення становить менше одного відсотка [6]. Крім того, слід зазначити, що серед вітчизняних венчурних фондів 89% становлять пайові фонди. Навіть в умовах світової фінансової кризи вітчизняний сектор венчурного фінансування демонстрував позитивну динаміку. Зазначена статистика може схилити до думки, що в Україні існують надзвичайно сприятливі у порівнянні з Європою умови для фінансування інвестицій в інтелектуальний капітал та реалізації інноваційних проектів. На жаль, практика свідчить про інше. Специфікою розвитку венчурних фондів в Україні є:

1. Венчурні фонди створюються переважно у формі пайових закритих строкових інститутів спільного інвестування, що робить їх «непрозорими». Пайові фонди на противагу корпоративним не зобов'язані розкривати інформацію про свою господарську діяльність, а також про своїх інвесторів. Вони подають звітність за спрощеною процедурою, а цінні папери розміщуються у приватній формі, тобто серед наперед визначеного кола осіб. Це робить їх зручним інструментом приховування особи реального власника підприємств, корпоративні права яких перебувають у структурі активів фонду. Серед інвесторів венчурних фондів значну частину складають фізичні та юридичні особи, що є нерезидентами України і базуються в офшорних зонах. Таким чином, венчурний фонд може використовуватися для відмивання тіншових доходів, які через офшорні зони надходять до України у формі іноземних інвестицій; а також для приховування особи власника за назвою компанії з управління активами. Унаслідок цього, в 2011 р. за ініціативи НБУ з метою підтримки фінансової безпеки національної банківської системи венчурним фондам було заборонено купувати акції комерційних банків. Таким чином, інвестори можуть фактично «анонімно» інвестувати кошти у пайовий венчурний фонд і так же само «анонімно» реалізувати свою частку у фонді. Чого практично неможливо досягти у випадку корпоративного фонду. Саме тому пайові фонди складають 89% венчурних фондів в Україні [5].

2. Оскільки вітчизняним законодавством не встановлено жорстких вимог щодо структури активів венчурних фондів, складу і кількості його учасників, переважна частина венчурних фондів в Україні насправді не об'єднує фінансові ресурси великої кількості відокремлених власників капіталу, а використовується потужними фінансово-промисловими групами та корпораціями для консолідації капіталу, управління грошовими потоками, реалізації внутрішніх інвестиційних проектів та перерозподілу фінансових ресурсів між великою кількістю суб'єктів господарювання, що належать одному власнику. Цьому сприяє передбачене законодавством право венчурного фонду кредитувати суб'єктів господарювання, корпоративні права яких знаходяться в інвестиційному портфелі фонду, а також купувати векселі та облігації.

Недарма, у 2012 р. в структурі активів венчурних фондів векселі займали найбільшу частку у 40%, а акції – лише 10% [5]. Розміщення векселів не підлягає жорсткій регламентації та контролю з боку держави на противагу розміщенню емісійних цінних паперів – облігацій та акцій. Крім того, оскільки венчурні фонди належать до категорії недиверсифікованих, вони отримують право володіти контрольними пакетами акцій підприємств та брати активну участь в управлінні їх діяльністю. Зазвичай фонд



володіє блокуючим пакетом акцій розміром більше 25% або контрольним пакетом, що перевищує 50% акцій.

3. В структурі інвестиційного портфелю венчурних фондів значну частину займають інвестиції в будівництво, переробку сільськогосподарської продукції, торгівлю. Наприклад, в 2012 р. 74% активів вітчизняних венчурних фондів було зосереджено у галузі будівництва. В 2012 р. найпотужнішою компанією з управління активами (КУА) була компанія «Форум», що здійснює керівництво одним із найбільших в Україні венчурних фондів «Унібудінвест». Також до великих гравців на ринку венчурного фінансування належать КУА «Будівельні проекти» та КУА «Фоззі Капітал», що належить власнику найбільшої в Україні мережі роздрібною торгівлі. Використання будівельними компаніями венчурних фондів дозволяє їм суттєво мінімізувати податкові платежі – уникнути сплати ПДВ та податку на прибуток.

4. Вітчизняні інвестиційні фонди в основному надають перевагу фінансуванню проектів із середнім або низьким рівнем ризику, які знаходяться на пізніх стадіях розвитку, що загалом не узгоджується зі змістом та принципами венчурного фінансування. Отже, венчурні фонди у повній мірі не виконують своїх економічних функцій і не сприяють розвитку інтелектуального капіталу та реалізації інноваційних проектів.

5. Однією із важливих обставин, які спричиняють активний розвиток венчурних фондів є їх широкі можливості у галузі мінімізації податкових платежів. Оскільки прибуток венчурного фонду оподатковується лише після припинення його діяльності, інвестори фонду можуть десятиліттями не сплачувати податки за рахунок перенаправлення фінансових результатів та концентрації фінансових потоків на венчурному фонді. При цьому законодавство не встановлює обмежень щодо тривалості термінів діяльності фондів. На сьогодні в Україні венчурні фонди створюються в середньому на 25-30 років. Проте ніщо не заважає встановити термін діяльності фонду на рівні 100-150 років. Крім того, якщо фізичні особи-інвестори фонду отримують дохід на вкладений капітал, він оподатковується за пільговою ставкою 5%, що у тричі нижче базової ставки 15%.

**Висновки.** Підсумовуючи дослідження слід зазначити, що в Україні венчурні фонди хоча й відіграють важливу роль у межах інституційної структури фінансового ринку України, проте, на жаль, у повній мірі не виконують своїх економічних функцій. Вони належним чином не забезпечують інноваційної спрямованості вітчизняної економіки, не фінансують ризиковані високотехнологічні проекти на ранніх стадіях розвитку, не інвестують у розвиток інтелектуального капіталу. Натомість, вони слугують інструментом консолідації капіталу, управління грошовими потоками, перерозподілу фінансових ресурсів, мінімізації податкових платежів та приховування осіб-власників фінансово-промислових груп. На нашу думку, основними факторами, які зумовили виникнення подібної ситуації, є: індустріальний характер вітчизняної економіки, основою якої є промисловий, а не інтелектуальний капітал; слабкість та низька ефективність інституційної структури національної економіки; обмежені можливості фінансових інститутів у галузі вкладання коштів у венчурні фонди (наприклад пенсійні фонди та інститути спільного інвестування не можуть бути учасниками венчурних фондів); недостатній розвиток фінансового ринку України; низька ефективність вітчизняного законодавства у галузі регулювання діяльності інституційних інвесторів; відсутність ефективних механізмів управління ризиками під час інвестування коштів в інноваційні проекти; мала кількість по-справжньому високотехнологічних проектів, які можуть стати об'єктом інвестицій венчурних фондів, що пов'язано з низьким рівнем державного фінансування розвитку науки і техніки в Україні.

Актуальність і гострота проблеми забезпечення прискореного економічного зростання вітчизняної економіки і підвищення ефективності її функціонування свідчить

про об'єктивну необхідність подальшого розвитку теоретико-методологічного базису дослідження венчурного фінансування і його ролі у комерціалізації інтелектуальної власності. Комплексного аналізу потребують функції та принципи діяльності «бізнес-янголів», механізм фінансування інноваційних проектів через систему державних інноваційних фондів. Отже, необхідність проведення подальшого дослідження в даному напрямку не викликає сумніву.

#### Література

1. Базилевич, В. Д. Інтелектуальна власність [Текст]: підручник / В. Д. Базилевич. – 2 вид., стер. – Київ : Знання, 2008. – 431 с.
2. Thomas, A. Stewart Intellectual Capital. The New Wealth of Organizations [Text]. – New-York : Doubleday, 1997. – 240 p.
3. Чухно, А. А. Твори [Текст] : у 3 т. / А. А. Чухно. – Київ : НАНУ, КНУТШ, НДФІ МФУ, 2006. – Т. 2, 2006. – 512 с.
4. Введение в венчурный бизнес [Текст] / Дж. Сингер [и др.]. – СПб. : РАВИ, 2003. – 356 с.
5. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування в Україні за 2012 рік [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1598/49/2012.pdf>. – Назва з екрана.
6. OECD Science, Technology and Industry Outlook: 2011 [Text]. – Bedfordshire : OECD publishing, 2012. – 293 p.

Стаття надійшла до редакції 04.03.2014 © Вірченко В. В.

#### References

1. Bazylevych, V. D. (2008). *Intelektualna vlasnist (2 vyd.)*. Kyiv: Znannia.
2. Thomas, A. Stewart. (1997). *Intellectual Capital. The New Wealth of Organizations*. New-York: Doubleday.
3. Chuxno, A. A. *Tvory (3 T.)*. (2006). Kyiv: NANU, KNUTSh, NDFI MFU.
4. Synher, Dzh. (2003). *Vvedenie v venchurnyi biznes*. SPb.: RAVY.
5. *Analitychnyi ohliad rynku spilnoho investuvannia v Ukraini za 2012 rik*. Available at <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1598/49/2012.pdf>
6. *OECD Science, Technology and Industry Outlook: 2011*. (2012). Bedfordshire: OECD publishing.

Received 04.03.2014 © Virchenko V. V.