

Віхров Сергій Олександрович,
кандидат юридичних наук, доцент
Чернігівського національного
педагогічного університету імені
Т.Г.Шевченка

ОКРЕМІ НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

Анотація. Надається правова оцінка сучасного стану венчурного інвестування в Україні. Обґрунтовується пропозиція закріпити в законодавстві правило, що венчурні фонди спрямовують свою діяльність переважно на фінансування об'єктів інноваційної діяльності та інноваційних підприємств, а також заходи щодо забезпечення дотримання цього правила. Пропонується зниження мінімальної межі участі фізичних осіб у венчурних фондах з метою легалізації залучення індивідуальних інвесторів у сферу венчурного інвестування.

Ключові слова: венчурний фонд, венчурне інвестування, інвестиції в інноваційну діяльність, індивідуальний інвестор.

Вихров Сергей Александрович. Отдельные направления совершенствования правового регулирования венчурного инвестирования

Аннотация. Излагается правовая оценка современного состояния венчурного инвестирования в Украине. Обосновывается предложение закрепить в законодательстве правило, что венчурные фонды направляют свою деятельность преимущественно на финансирование объектов инновационной деятельности и инновационных предприятий, а также меры по обеспечению соблюдения этого правила. Предлагается снижение минимальной границы участия физических лиц в венчурных фондах с целью легализации привлечения индивидуальных инвесторов в сферу венчурного инвестирования.

Ключевые слова: венчурный фонд, венчурное инвестирование, инвестиции в инновационную деятельность, индивидуальный инвестор.

Sergy O. Vikhrov. Some areas of improvement of legal regulation venture investment

Abstract. Provided legal assessment of the current state of venture capital investment in Ukraine. Substantiated proposal to consolidate the legislative rule that venture funds direct their activities mainly on the financing of innovation and innovative enterprises, as well as measures to ensure compliance with this rule. It is proposed to reduce the minimum threshold of participation of individuals in

venture funds for legalization attract individual investors in venture capital investment.

Keywords: venture capital, venture investing, investing in innovation, the individual investor.

У сучасній Україні відбувається формування нової для нашої держави, ринкової моделі інвестиційного процесу. Якщо раніше, у період доринкової економіки, цей процес здійснювався централізовано, на планових засадах і переважною мірою був монополією держави, то нині до інвестиційної діяльності активно залучаються приватні інвестори, суб'єкти господарювання самостійно або через фінансових посередників знаходять грошові ресурси на фінансових ринках у необхідних їм обсягах, формах і за прийнятною ціною. Важливу роль у цьому процесі відіграють інститути спільного інвестування (далі – ІСІ) – пайові та корпоративні інвестиційні фонди, переважну частку серед яких складають венчурні інвестиційні фонди. Це зумовлює підвищену увагу з боку юридичної науки до зазначених фондів, висуває проблему вдосконалення правових засад організації та діяльності цих фондів до важливих наукових і практичних завдань.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років показує, що різні аспекти венчурного інвестування розглядалися такими вченими-правознавцями, як О.М. Вінник [1], Т.С. Гудіма [2], Ю.М. Жорнокуй [3], О.В. Кологойда [4], В.В. Поєдинок [5], В.І. Полюхович [6] та іншими. У той же час ряд правових питань організації та діяльності венчурних фондів поки що залишаються поза увагою дослідників.

Метою цієї статті є надання правової оцінки сучасного стану венчурного інвестування в Україні, обґрунтування пропозицій щодо вдосконалення його правового регулювання та підвищення ролі венчурних фондів як важливої складової інвестиційного процесу в ринковій економіці.

Правовий статус венчурних фондів у цілому визначений Законом України „Про інститути спільного інвестування” від 5 липня 2012 р. [7] (далі – Закон про ІСІ). Згідно з ч. 10 ст. 7 цього Закону венчурними фондами

визнаються недиверсифіковані ІСІ закритого типу, що здійснюють виключно приватне розміщення цінних паперів серед юридичних та фізичних осіб.

Іншими словами, венчурні (від англ. *venture* – ризикова справа) інвестиційні фонди – це корпоративні або пайові недиверсифіковані закриті інвестиційні фонди, активи яких більш ніж на 50 % складаються з корпоративних прав і цінних паперів, що не котируються на фондових біржах. Венчурні фонди здійснюють виключно приватне розміщення емітованих ними цінних паперів (акцій або інвестиційних сертифікатів) та провадять досить ризиковану інвестиційну стратегію, зокрема, інвестиції в інноваційні проекти недержавних підприємців, які через високу ризиковість не можуть отримати фінансову підтримку з традиційних джерел (таких, як банківський кредит). Венчурним фондам властивий найвищий рівень інвестиційного ризику. У спеціальній літературі відзначається, що венчурний капітал функціонує в умовах „схваленого ризику”, інвестори заздалегідь враховують можливість втрати коштів у випадку невдачі фінансованої справи, розраховуючи на високу норму прибутку у разі успіху [8, с. 228].

Виникнення венчурних фондів у світовій практиці було зумовлено необхідністю фінансування малого наукомісткого бізнесу. Венчурний капітал почав застосовуватися у США з середини 50-х років минулого сторіччя, у Європі він з'явився наприкінці 70-х років. Більшість технологічних революцій була ініційована фірмами, що фінансуються саме венчурним капіталом: у США 4% фірм, що найшвидше зростають і підтримуються переважно таким капіталом, створюють 70% усіх нових робочих місць; у країнах Євросоюзу аналогічний показник сягає 50%. У Європі за останні роки кількість працівників у фірмах, підтриманих венчурним капіталом, зростала на 15% щорічно, а в середньому по економіці – менше 1%. Дохідність венчурних інвестицій у західних країнах досягає 50–70% річних або й більше. Існування таких світових грандів ІТ-індустрії як Microsoft, Intel, Apple, Google, Facebook стало можливим саме завдяки венчурним інвестиціям на початковому етапі розвитку. Зростання вартості

компанії і, як наслідок, прибутку інвесторів, вкладеного у відповідні венчурні фонди, досягало 1000%. Останнім часом значний розвиток венчурна індустрія отримала у країнах Південно-Східної Азії, передусім у Китаї, Республіці Корея, Сінгапурі [9].

Процес створення інфраструктури підтримки венчурного інвестування розвивається й у постсоціалістичних країнах. Активно розпочався він у Російській Федерації, де у 1997 р. була утворена Російська асоціація венчурного інвестування. У 2000 р. за розпорядженням Уряду РФ від 10 березня 2000 р. № 362-р був створений Венчурний інноваційний фонд – перший „фонд фондів”, кошти якого призначені для дольових вкладень у створювані регіональні та галузеві венчурні фонди для інвестування у російські високотехнологічні підприємства. З 2000 р. щорічно проводяться Російські венчурні ярмарки [10]. Національним венчурним фондом розроблений проект федерального закону „Про венчурну діяльність”, який під такою діяльністю розуміє комерційну реалізацію інновацій, яка здійснюється венчурними компаніями та фондами [11]. В Угорщині у 1998 р. прийнято закон „Про венчурні інвестиції, компанії венчурного капіталу та фонди венчурного капіталу”, який передбачає функціонування двох видів венчурних інвесторів – компаній та фондів венчурного капіталу [12]. Російські та угорські компанії та фонди подібні до українських відповідно корпоративних та пайових венчурних ІСІ, що само по собі зайвий раз підтверджує прийнятність вітчизняних форм ІСІ для функціонування венчурних фондів.

В Україні розвиток венчурного бізнесу розпочався у 90-х роках минулого сторіччя і нині перебуває на стадії активного формування. У порівнянні з іншими ІСІ венчурні фонди, які працюють переважно з інвесторами – юридичними особами, у сучасній Україні не тільки домінують, а й розвиваються, незважаючи на загальні суперечливі тенденції розвитку ІСІ.

Так за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (далі – УАІБ) у 2013 р. спостерігалось загальне пониження активності в діяльності ІСІ, проте продовження росту у секторі венчурних фондів. Затребуваними серед інвесторів як з України, так і з-за кордону були саме венчурні ІСІ, причому частка вкладень громадян України у сукупних активах цих фондів навіть дещо зросла. Якщо провал на фондовому ринку на початку 2013 р. і слабка його динаміка протягом наступних місяців в умовах ускладнення ситуації в економіці країни і бізнес-середовищі діяльності фондів і заважали зросту ІСІ, це ніяким чином не торкнулося венчурного сектору [13]. Загалом кількість венчурних фондів у 2013 році значно зросла і станом на початок 2014 р. складала 1064 із загальної кількості 1296 ІСІ, тобто 82 відсотки. При цьому сума активів венчурних ІСІ становила 173,29 млрд грн, або майже 95 відсотків від загальної суми активів ІСІ [14].

Така привабливість венчурних фондів для споживачів їх послуг обумовлена у першу чергу тим, що венчурний фонд звільняється від сплати податку на прибуток та податку на додану вартість до моменту завершення своєї роботи та виплати дивідендів. Це дозволяє забезпечити беззбиткове реінвестування грошей від реалізації проекту. Акумуляуючи прибуток у рамках венчурного фонду, інвестор має змогу реінвестувати його в інші проекти без сплати податків. Такий спосіб оподаткування певною мірою зумовлений і самою природою цих фондів. Адже реальну прибутковість у венчурних фондах не можна оцінювати тільки на підставі конкретної бухгалтерської операції у певний звітний період. Прибутковість проекту буде об'єктивною після його реалізації або після відповідної переоцінки активів фонду. Бо активи цих фондів переважно розміщуються у цінні папери, які не підлягають торгівлі на фондових майданчиках. Цінність вкладень венчурного фонду визначається майбутніми очікуваннями того прибутку, який фонд отримає „на виході”.

Разом з тим, за висновками фахівців, в Україні відбулося викривлення змісту венчурного інвестування. Збільшення капіталізації венчурних фондів

не призводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки: спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях в новостворені інноваційні компанії для України є винятковою. Основними акцепторами інвестицій венчурних фондів є компанії зі сфер нерухомості та будівництва (більше 50 %), фінансів, харчової, хімічної промисловості тощо. Вітчизняний венчурний капітал ухиляється від участі в інноваційних проектах, оскільки інвестиції в окремі галузі традиційної економіки (торгівля, надання послуг у сфері громадського харчування, будівництво) мають надвисокий рівень дохідності за відносно короткий термін інвестування та за умов низького рівня ризику. Якщо за кордоном головним призначенням венчурних фондів є пошук і фінансування інновацій, то у вітчизняній практиці венчурні фонди часто використовуються з метою оптимізації оподаткування законним способом і нерідко відіграють роль фінансового буфера між підприємствами, що входять до складу холдингу [15, с. 682; 16; 17, с 138; 18].

Є, звичайно ж, і винятки. Так у Чернівцях у червні 2012 року створено венчурний фонд „Буковина”. Він оперує капіталом 8 млн. грн. Фонд виділяє до 80 тис. грн. підприємцям, які мають цікаві бізнес-ідеї, отримуючи натомість до 49 % у нових підприємствах. Підприємствам, які існують, ця структура надає кредити для розвитку бізнесу до 320 тис. грн. під пільгові 10–15 % (при середній кредитній ставці у банках 25–27 % річних) [16].

Позитивом від подібного становища з венчурними фондами, на думку окремих експертів, можна вважати можливість оптимізації оподаткування та запровадження стимулів для повернення українських грошей з офшорів [16; 19]. Дійсно, через венчурні фонди держава створила привабливий механізм інвестування, коли ці інститути оподатковуються „на виході” з проекту. Але уявляється, якщо в таких явищах, як обмеження сплати податків та викривлення поняття венчурного інвестування вбачати позитив, то в Україні ніколи не буде створено сприятливого інвестиційного клімату, нормальної бази для розвитку інновацій. Адже грошові потоки як не доходили до

інноваційної сфери, так і не доходитимуть. На даній стадії розвитку Україні конче необхідна адекватна, проста, чітка і прозора система оподаткування, яка стимулюватиме суб'єкта господарювання не до пошуку варіантів з офшорами чи венчурними фондами в якості оптимізаторів оподаткування, а до чесної сплати податків. А чіткі і зрозумілі правила гри, так само, як і стабільність податкового законодавства, зможуть залучити до вітчизняної економіки як внутрішньодержавні, так і зарубіжні інвестиції.

Стосовно венчурних фондів, нині, на превеликий жаль, норми про їх обов'язок здійснювати інвестиції в інноваційну діяльність в українському законодавстві не існує. І це при досить великому обсязі податкових пільг, пом'якшенні вимог до складу та структури активів венчурних фондів порівняно з іншими ІСІ (ст. 48 Закону про ІСІ), звільненні компаній з управління активами (далі – КУА) венчурних фондів від цілого ряду обмежень в їх діяльності порівняно з КУА інших ІСІ (ст. 64 Закону про ІСІ). З цих чинників і випливає незацікавленість венчурних фондів інвестувати в інноваційну діяльність.

Отже, визнання ІСІ венчурним фондом у вітчизняному Законі про ІСІ поставлено в залежність від відповідності його ряду формальних ознак і ніяк не пов'язується з інноваційною діяльністю. Підвищена ризиковість інвестицій венчурного фонду згідно цього Закону обмежується тим, що вони здійснюються переважно у корпоративні права та цінні папери невідомих на ринку емітентів.

У зв'язку з викладеним, на доповнення висловлених у науці пропозицій щодо сприяння здійсненню венчурними фондами функцій суб'єктів інноваційної інфраструктури [20; 5, с. 16 та ін.], вважається доцільним доповнити ч. 10 ст. 7 Закону про ІСІ, яка дає визначення венчурного фонду, вказівкою на те, що такий фонд спрямовує свою діяльність переважно на фінансування об'єктів інноваційної діяльності та інноваційних підприємств (не менше як 50% своїх активів тримає в активах інноваційних підприємств, спільних підприємств, створених для виконання проектів

технопарків, наукових парків, підприємств інноваційної інфраструктури) з метою комерційної реалізації інновацій. Це підкреслить роль венчурних фондів у фінансуванні реальної економіки і забезпеченні інноваційного розвитку України, сприятиме визнанню венчурного інвестора суб'єктом інноваційної діяльності відповідно до Закону „Про інноваційну діяльність” від 4 липня 2002 р. [21].

З метою забезпечення дотримання запропонованої вимоги доцільно підтримати пропозицію про запровадження щорічного моніторингу активів венчурних фондів щодо інноваційної направленості цих активів [20] з покладенням обов'язку проведення такого моніторингу на відповідний підрозділ Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). У разі недотримання фондом вимог щодо структури активів такий фонд має позбавлятися статусу венчурного з відповідними економічними та правовими наслідками. А саме: фонд в обумовлений період часу повинен або пройти процес реорганізації та продовжувати діяти як звичайний корпоративний чи пайовий інвестиційний фонд відповідно до Закону про ІСІ, або привести структуру активів у відповідність до вимог венчурного фонду, або має бути ліквідованим. В якості санкції, що стимулює, на цей період також вважається доцільним призупиняти діяльність такого фонду.

Розглядаючи правові форми венчурного інвестування в Україні не можна обійти увагою й питання про участь у такому інвестуванні індивідуальних інвесторів.

У розвинених країнах світу ринок венчурного капіталу складається з двох секторів: з формального сектора – венчурних фондів, про які йде мова вище, і неформального сектора, представленого індивідуальними інвесторами, які безпосередньо інвестують свої особисті фінансові ресурси у нові невеликі фірми, що зростають. Їх прийнято називати „неформальними” інвесторами, або „бізнес-янголами” (business angels). Основна мотивація „бізнес-янголів” – перспективи значного зростання вартості вкладеного

капіталу. Проведені дослідження показують, що обсяг інвестицій неформального венчурного капіталу перевищує обсяг фінансування із венчурних фондів у два чи більше разів [22]. Крім того, позитивний вплив неформального ринку на розвиток малого інноваційного бізнесу і на економічний розвиток у цілому виражається в тому, що неформальний капітал в більшій мірі, ніж венчурні фонди, фінансує малі підприємства на ранніх стадіях їх розвитку; процес фінансування в цілому є більш динамічним і гнучким; „бізнес-янгели” більшою мірою здійснюють підтримку профінансованих фірм, надаючи їм комплексні послуги з розвитку управління, маркетингової стратегії, встановлення контактів, бізнес-планування тощо. Мережі „бізнес-янгелів” широко поширені у Великій Британії, Фінляндії, США, Франції, Австралії. Вони діють, переважною мірою, на основі мережі Інтернет, де інвестиційні проекти розміщуються самими підприємцями або організаціями, які спеціалізуються на інкубації малого бізнесу чи на залученні фінансування [22].

Оцінюючи з цих позицій вітчизняні форми венчурного інвестування, слід взяти до уваги, насамперед, що з 2008 р. в Україні фізична особа може бути учасником венчурного фонду – але за умови придбання нею цінних паперів такого фонду в кількості, яка за номінальною вартістю цих цінних паперів складає суму не менше ніж 1500 мінімальних заробітних плат. Таке нововведення дає позитивний результат. Так, за даними УАІБ у 2013 р. у зростання вартості чистих активів ринку ІСІ значний внесок зробили саме фізичні особи – резиденти (+181,06 млн. грн.), які переважно вкладали у венчурні фонди [13]. Ці дані побічно вказують на виникнення та поступовий розвиток в Україні і такого явища, як неформальний ринок венчурного капіталу, і таких індивідуальних інвесторів, як „бізнес-янгели”.

Загалом позитивно оцінюючи це явище, слід зауважити, що мінімальна межа участі фізичної особи у венчурному фонді (1500 мінімальних заробітних плат) зорієнтована на середній по Європі розмір інвестиції „бізнес-янгелів”, який нині складає приблизно 130 тис. євро, проте є доволі

високою для наших співгромадян. У європейських країнах на початку 1990-х років цей середній розмір інвестиції становив від 14 тис. до 67 тис. євро [22]. Зниження до приблизно такої межі участі фізичної особи у венчурному фонді, як уявляється, сприятиме визнанню в Україні такого явища, як „бізнес-яголи”, легалізації їхньої діяльності, і в цілому притоку приватного капіталу в ті галузі, які його найбільше потребують.

Підводячи підсумок, слід ще раз підкреслити необхідність закріплення у законодавстві обов’язку венчурних фондів здійснювати інвестиції переважно в інноваційну сферу та запровадження механізму моніторингу з ефективними санкціями для забезпечення виконання цього обов’язку. Доцільним буде і зниження мінімального розміру участі фізичної особи у венчурному фонді. Реалізація запропонованих заходів сприятиме активізації венчурного інвестування, підвищенню його ролі в інноваційному розвитку вітчизняної економіки.

Правові форми венчурного інвестування в Україні потребують подальших розвідок у плані вдосконалення їх правового регулювання.

Перелік літературних джерел

1. Вінник О.М. Інвестиційне право : навч. посіб. 2-ге вид., перероб. та доп. / О.М. Вінник. – К.: Правова єдність, 2009. – 616 с.

2. Гудіма Т.С. Структура правового впливу на розвиток діяльності з венчурного інвестування / Т.С. Гудіма // Правові проблеми взаємодії держави і бізнесу: матеріали IV Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (м. Луганськ, 18–22 листопада 2013 р.) / За загальн. редакц. О.В. Шаповалової. – Луганськ: Вид-во СНУ ім. Даля. – 2013. – С. 37–40.

3. Жорнокуй Ю.М. Правове регулювання венчурного підприємництва (цивільно-правовий аспект) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 „Цивільне право та цивільний процес; сімейне право; міжнародне приватне право” / Ю.М. Жорнокуй. – Харків, 2003. – 20 с.

4. Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / О.В. Кологойда. – К.: Юрінком Інтер. – 2008. – 320 с.
5. Поєдинок В.В. Правове становище інвестора як суб'єкта господарських відносин : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.04 „Господарське право, господарсько-процесуальне право” / В.В. Поєдинок. – К., 2004. – 20 с.
6. Полюхович В.І. Державне регулювання фондового ринку України: господарсько-правовий механізм : моногр. / В.І. Полюхович. – К.: НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України, 2012. – 337 с.
7. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 5 липня 2012 р. № 5080- VI // Офіційний вісник України. – 2012. – № 63. – Ст. 2569.
8. Кокурин Д.И. Инновационная деятельность / Д.И. Кокурин. – М.: Экзамен, 2001. – 576 с.
9. Кателла Є.Ю. Актуальні проблеми використання венчурного капіталу / Є.Ю. Кателла, Н.А. Несторова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rusnauka.com/4_SND_2011/Economics/4_79102.doc.htm.
10. Проект Концепции развития венчурной индустрии в России: Разработан Министерством науки, промышленности и технологии Российской Федерации [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nsda.ru/home.asp.
11. О венчурной деятельности : Проект федерального закона Российской Федерации : Разработан Национальным венчурным фондом РФ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.venture-nvf.ru/zakon.htm.
12. Hungary: Act No. XXXIV of 1998 on Venture Capital Investments, Venture Capital Enterprises and Venture Capital Funds [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.jurispub.com/cart.php?m=product_detail&p=1339.
13. Ринок ІСІ: інвестори вірять у венчурні фонди [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://real-economy.com.ua/publication/113/43379.html>.
14. Річний звіт НКЦПФР за 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.nssmc.gov.ua/activities/annual.

15. Гурова В.О. Основні аспекти діяльності інститутів спільного інвестування в контексті менеджмента капітала / В.О. Гурова // Проблеми розвитку зовнішньоекономічних зв'язків і залучення іноземних інвестицій: регіональний аспект: зб. наук. пр. – Донецьк: ДонНУ, 2010. – С. 681–684.

16. Ковальова В. Полюбіть бізнес-ангелів / В. Ковальова // Урядовий кур'єр. – 2012. – 30 листопада.

17. Сельський В. Стан та проблеми розвитку інститутів спільного інвестування як ефективного механізму залучення інвестицій в економіку України / В. Сельський // Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 1. – С. 137 – 140.

18. Собкевич О.В. Фондовий ринок та посилення його ролі в економічному розвитку України / О.В. Собкевич, О.О. Олейніков. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.inventure.com.ua/main/analytics/security/govsecurity/>.

19. Венчурні фонди [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://daliz.com.ua/uk/venchurnyj-fond>.

20. Вдовиченко А.М. Функціонування венчурних фондів в Україні / А.М. Вдовиченко [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ndi-fp.asta.edu.ua/files/doc/publications/vdovichenko-venture-ukr.pdf>.

21. Про інноваційну діяльність : Закон України від 4 липня 2002 р. № 40-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 36. – Ст. 266. – (Зі змін. та допов.).

22. Ушаков І.І. Неформальний ринок венчурного капіталу / І.І. Ушаков [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/179.htm.

С.О.Віхров

5 вересня 2014 р.

ДОВІДКА

про автора статті „Окремі напрями вдосконалення правового регулювання венчурного інвестування”

Автор: Віхров Сергій Олександрович

Науковий ступінь, вчене звання: кандидат юридичних наук

Місце роботи, посада: Чернігівський національний педагогічний університет імені Т.Г.Шевченка, доцент

Адреса службова: пр. Миру, 13, Чернігів, 14000;
e-mail: serhii_vikhrov@ukr.net.

С.О.Віхров

5 вересня 2014 р.