

## УДК 346.543.1

**Богдан Дерев'янка,**

доктор юридичних наук, професор,  
професор кафедри адміністративного, господарського права  
та фінансово-економічної безпеки

Навчально-наукового інституту права СумДУ

**Руфіна Счастливцева,**

магістрант Навчально-наукового інституту права СумДУ

### НОРМАТИВНО-ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ВЕНЧУРНИХ ФОНДІВ

*У статті розглянута проблематика нормативно-правового регулювання діяльності венчурних фондів. Запропоноване визначення поняття венчурного фонду як суб'єкта інвестиційно-інноваційних відносин. Визначено об'єкт венчурних інвестиційних правовідносин та розкрито інноваційну природу венчурних фондів. На основі проведеного дослідження сформульовано пропозиції щодо удосконалення законодавства України про інвестиційну та інноваційну діяльність.*

**Ключові слова:** венчурний фонд, інвестиційна діяльність, інноваційна діяльність, нормативне регулювання діяльності венчурних фондів, об'єкт венчурних інвестиційних правовідносин, венчурне фінансування, венчурний капітал, венчурний капіталіст.

**Постановка проблеми.** Основу нормативно-правового регулювання діяльності венчурних фондів становлять Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 5 липня 2012 року № 5080-VI (далі – ЗУ «Про ІСІ») і підзаконні акти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – Комісія). Проте нормативна база венчурного фінансування в Україні суттєво обмежена відсутністю спеціальних нормативних актів, присвячених регулюванню безпосередньо венчурної діяльності. Проблемою є і те, що законодавством не передбачено особливих вимог до структури активів венчурних фондів, що вказували б на їх інноваційну природу. Тобто, їх права щодо можливості визначення об'єктів інвестування майже необмежені в порівнянні з іншими інститутами спільного інвестування (далі – ІСІ), але обов'язків, які б кореспондували цим правам, офіційно не передбачено. Загальноприйнятим у світовій практиці обов'язком вважається фінансування інноваційних проектів. Існує нагальна потреба в переорієнтації українських венчурних фондів, які безпідставно користуються особливим режимом оподаткування та іншими передбаченими для них преференціями. Потрібно щоб суб'єкти господарювання, в даному випадку венчурні фонди, та інші учасники відносин у сфері господарювання здійснювали свою діяльність у межах правового господарського порядку, що буде слугувати задоволенню потреб не лише окремих суб'єктів, а й суспільства в цілому. Саме для того, щоб економіка країни розвивалася інноваційним шляхом, роль держави як координатора всіх видів відносин є вирішальною, тому що саме від її волі залежить дух права, який формується виходячи з пріоритету публічних інтересів.

Також українські венчурні фонди не враховують особливості природи венчурного інвестування. Це може привести до того, що венчурні інвестори як і раніше ігноруватимуть організаційно-правові форми, передбачені українським законодавством, і створювати фонди в країнах і на територіях з найбільш сприятливою правовою системою.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Серед науковців які досліджували окремі ознаки нормативно-правового регулювання діяльності ІСІ взагалі та венчурних фондів зокрема, наголошували на проблемах інвестиційної діяльності в Україні, можна назвати таких дослідників, як: Р.В. Афанасієв [1], О.М. Вінник [2], С.О. Віхров [3], Б.В. Дерев'янка [4], Д.В. Задихайло [5], Ю.М. Жорнокуй [6; 7], Т.С. Гудіма [8], О.Р. Кібенко [9], В.Ю. Полатай [10], О.Є. Сімсон [11], Д.Е. Федорчук [12], В.Д. Чернадчук [13] та інші. Саме завдяки їх науковим наробіткам основні питання венчурної діяльності розглядаються з юридичної точки зору. Але

через недостатність обсягів інвестування в економіку України, у тому числі і через недорозвиненість правового регулювання діяльності венчурних фондів потрібні нові наукові дослідження.

**Метою статті є:** через характеристику об'єкта венчурних інвестиційних правовідносин запропонувати визначення венчурного фонду, що буде в більшій мірі відображати та розкривати його інноваційну природу; запропонувати спосіб законодавчого закріплення основних засад регулювання венчурної діяльності.

**Виклад основного матеріалу.** Відповідно до частини 2 статті 2 Закону України «Про інвестиційну діяльність» від 18 вересня 1991 року № 1560-ХІІ інвестиційною діяльністю є сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій. До інвестицій законодавство відносить всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект. Інвестиційна діяльність, якою займається професійний суб'єкт, зареєстрований у встановленому законодавством порядку, є однією із форм підприємницької діяльності, а отже має господарсько-правовий характер.

Частиною 1 статті 5 названого вище Закону визначено коло суб'єктів інвестиційної діяльності, поділених на інвесторів і учасників. Закон називає інвестором суб'єкта інвестиційної діяльності, який приймають рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. В юридичній літературі висловлено думку, що інвестором є фізична або юридична особа, а також держава чи територіальна громада, що вкладає майно, майнові права та інші цінності, які мають ринкову вартість, з метою одержання прибутку безпосередньо у власний чи створюваний ним об'єкт інвестування, або через передачу їх реципієнту для реалізації (використання) інвестицій на підставі договору інвестиційного характеру [3, с. 38]. Вважаємо, що тут наведено не весь склад можливих інвесторів. Наприклад, не названо об'єднання або групу держав чи міждержавне утворення, які також можуть бути інвестором. Так само стосовно нашого дослідження можна зазначити, що венчурні фонди не є фізичними особами, але при цьому у деяких державах утворюються і функціонують без статусу юридичної особи. А отже, виходячи з наведеного переліку, венчурний фонд, утворений за законодавством певної держави без статусу юридичної особи, не підпадає ні під жодну категорію із наведених вище. Виходить, що він не може бути інвестором. Але це не так, інакше відпадає сенс його утворення і діяльності...

Основу правового регулювання венчурної діяльності на даний момент становлять – ЗУ «Про ІСІ» та підзаконні акти Комісії. Але правовий статус венчурного фонду (основного елемента венчурного інвестування), як суб'єкта інноваційної діяльності, офіційно не визначено. Проблему нормативно-правового регулювання венчурних інноваційних відносин вже намагалися вирішити, але ці спроби успіху не мали. Проекти законів України «Про венчурну діяльність в інноваційній сфері» і «Про венчурні інвестиційні фонди» так і залишилися проектами, зважаючи на те, що їх норми суперечать вже існуючому законодавству, що регулює діяльність зі спільного інвестування. ЗУ «Про ІСІ» та акти Комісії вже передбачають можливість, і, відповідно, правові та організаційні основи – створення, діяльності, припинення венчурних фондів, тому було б доречнішим доопрацювання вже існуючих нормативних актів.

У деяких джерелах можна зустріти твердження про те, що венчурний фонд є інвестиційним посередником між індивідуальними інвесторами та підприємствами, що потребують фінансування. О.Р. Кібенко дає наступне визначення поняттю інвестиційного посередника як суб'єкта підприємницької діяльності, що на договірних підставах отримав від інвестора майно, майнові права та інші цінності для подальшого інвестування, яке здійснюється на професійних засадах [9, с. 220].

Венчурний фонд є організаційною структурою, що створюється для реалізації діяльності інвесторів і сам виступає в ролі інвестора. Враховуючи це та беручи до уваги, що активами

інвесторів може керувати тільки компанія з управління активами, яка є професійним учасником фондового ринку, можна стверджувати, що венчурний фонд – професійний суб'єкт інвестиційної діяльності, компанія з управління активами якого приймає рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування, з метою одержання прибутку безпосередньо, через передачу їх реципієнту для реалізації (використання) інвестицій на підставі договору інвестиційного характеру. Таким чином венчурний фонд є суб'єктом інвестиційної діяльності. Виходячи із легальних і доктринальних визначень та характерних рис в цілому інноваційну діяльність можна вважати частиною інвестиційної діяльності, яка відрізняється від неї (виділяється із неї) окремою прогресивною складовою. Через складність цієї діяльності у порівнянні з простими інвестиціями, інноваційна діяльність є менш поширеною, проте більш важливою [4, с. 37]. Будучи суб'єктом інвестиційної діяльності, венчурний фонд у своїй діяльності керується усім масивом українського і міжнародного, визнаного в Україні, інвестиційного законодавства. Але при цьому, будучи суб'єктом інноваційної діяльності, спрямованої на пошук та фінансування високоризикового, проте потенційно високодохідного проекту вітчизняних суб'єктів господарювання, венчурний фонд керується законодавством про інноваційну діяльність.

С.О. Віхров наголошує на тому, що з метою посилення ролі венчурних фондів у забезпеченні розвитку економіки України інноваційним шляхом, доцільно офіційно визнати їх суб'єктами інноваційної діяльності [3]. Тобто, венчурний фонд визначається суб'єктом інноваційної діяльності, якщо об'єктом його інвестиційних праввідносин визначається суб'єкт інноваційної діяльності. Для обґрунтування даного твердження визначимо об'єкт венчурного інвестування за загально прийнятим у світі підходом. Розглянемо визначення основних суміжних з венчурним фондом доктринальних понять, таких як венчурна діяльність, венчурне фінансування, венчурний капітал, венчурний капіталіст.

За аналогією з інвестиційною діяльністю під венчурною діяльністю Р.П. Кулієв розуміє діяльність зі створення і управління венчурними фондами, венчурними компаніями, які формувались в одній із передбачених законом організаційно-правових форм з метою фінансування робіт із впровадження та комерційної реалізації інновацій [14]. Об'єктом венчурної діяльності можна визначити венчурні інноваційні компанії.

Т.С. Гудіма пропонує визначити венчурну діяльність як сукупність дій суб'єктів господарських відносин, які виникають із приводу розміщення інвестиційних коштів в активи інноваційних підприємств, що знаходяться на початковій стадії розвитку, а також професійного управління цими активами, спрямованого на збільшення їх вартості та подальшої реалізації в середньостроковій перспективі з метою отримання прибутку або досягнення іншого соціального ефекту, і характеризуються підвищеним ступенем ризику несення збитків [8, с. 71]. У цьому визначенні об'єктом венчурних праввідносин виділено активи саме інноваційних підприємств, а не усіх підприємств - реципієнтів іноземних і внутрішніх інвестицій. І при цьому названі активи повинні знаходитися на початковій стадії розвитку.

Венчурне фінансування, за визначенням Європейської асоціації прямого та венчурного інвестування (European Private Equity & Venture Capital Association – EVCA), – це акціонерний капітал, який надається професійними фірмами, що інвестують, одночасно беручи участь в управлінні, у приватні підприємства, які демонструють значний потенціал зростання, на фазах їх початкового розвитку, розширення та перетворення [15]. Об'єктом інвестиційної діяльності є приватні підприємства, які демонструють значний потенціал зростання, на фазах їх початкового розвитку, розширення та перетворення. Тобто із переходом об'єкта інвестування із початкової у фазу стабільного виробництва інтерес до нього з боку венчурного фонду згасає. Можна сказати, що рівень інноваційності об'єкта інвестування венчурним фондом є зворотно пропорційним обсягам виробництва. Новий продукт втрачає свою інноваційність, стаючи масовим. У цьому випадку діяльність підприємства-виробника стає просто інвестиційною. А

венчурні фонди звичайні інвестиції цікавлять у найменшій мірі, на противагу високоризиковим, проте високодохідним інноваційним проектам.

У банківській енциклопедії, укладеній Ч.Дж. Вулфелом, зазначено, що венчурний капітал – це економічна категорія, що відображає систему відносин між державою, інвесторами та малими і середніми підприємствами з приводу довгострокового залучення капіталу на засадах прямого інвестування з метою сприяння росту конкретного бізнесу в прибуткових галузях економіки, пов'язаних з інноваційною та науковою діяльністю, надання обумовленої суми коштів в обмін на частку в статутному фонді чи на певний пакет акцій з наступним відшкодуванням понесених витрат шляхом їх продажу, а також на засадах розподілу ризику такої діяльності між інвестором і підприємством [16, с. 231-232]. Об'єктом інвестиційної діяльності визначається бізнес у прибуткових галузях економіки, пов'язаних з інноваційною та науковою діяльністю.

Спільна думка європейських та американських вчених зводиться до того, що «венчурний капіталіст» – менеджер фонду прямих інвестицій (або венчурного фонду), що відповідає за управління інвестицією у визначену портфельну компанію. За активної участі в управлінні (що є типовою моделлю при прямій інвестиції) венчурний капіталіст вносить не тільки гроші до акціонерного капіталу компанії (без забезпечення і без обтяження заставою на майно), але, що особливо важливо, привносить в компанію знання, ділові контакти, свою репутацію, стратегічні поради і т.д. Часто також під «венчурним капіталістом» мається на увазі керуюча компанія венчурного фонду [17]. Об'єктом інвестиційної діяльності виступає портфельна компанія.

Різні джерела, включаючи тлумачні та інші словники, наводять наступне визначення та/або переклад поняття фонд, а саме – запаси, ресурси, накопичення, фінанси, капітал; грошові кошти, призначені для якої-небудь мети, що мають певне призначення; шанси на успіх; репутація, значення, довіра, наявне по відношенню до кого-небудь; організація, заснована для надання матеріальної допомоги соціальним верствам або групам населення; громадська організація, яка відає збором і розподілом коштів на певні суспільні потреби [18; 19]. Тобто фонд – організація, основними функціями якої є: по-перше, акумулювання ресурсів, і по-друге, їх розподілення для досягнення спільної мети.

У глосарії термінів, що представлені на сайті Російської асоціації венчурного інвестування (РАВІ), зазначено наступне: «Фонд венчурного капіталу» (Venture Capital Fund) – організація, яка акумулює зовнішні фінансові кошти з різних джерел для інвестування у високоризикові високотехнологічні інноваційні проекти. Фонд вкладає кошти шляхом придбання акцій нової компанії на обмежений термін (до тих пір, поки ринок не буде здатний повернути вкладений капітал з істотним прибутком, але зазвичай не більш ніж на 7 років). Продаж своєї частки компанії фонд здійснює, коли комерціалізація компанії дозволяє їй вийти на пік ринкової вартості, і, отже, дати фонду максимально можливий прибуток [17].

Як зазначається у банківській енциклопедії, розробленій при Центрі наукових досліджень НБУ, венчурний фонд не інвестує власний капітал у венчурні підприємства акції яких він викуповує, а виступає в ролі посередника між інвестором та інвестованим підприємством, тобто основна мета венчурного фонду – акумулювання капіталу для подальшого інвестування у перспективні та привабливі ризикові інноваційні проекти [20, с. 101]. Об'єктом визначаються перспективні та привабливі ризикові інноваційні проекти.

Ю.М. Жорнокуй визначає венчурне підприємництво як спеціальний вид підприємництва, заснований на наявності у підприємця здатності акумулювати з різних джерел кошти, орієнтований на практичне використання технічних і технологічних нововведень, які оцінюються як високорентабельні, і спрямований як на завершення науково-технічних проектів, ще не випробуваних на практиці, так і на вдосконалення вже існуючих з метою реалізації прав інтелектуальної власності і отримання прибутку та (або) іншого ефекту (переваг) [7]. Тобто в даному випадку об'єктом венчурного інвестування є підприємство,

орієнтоване на практичне використання високорентабельних технічних і технологічних нововведень.

Аналіз поняття інноваційної діяльності, наведеного у ЗУ «Про інноваційну діяльність» дозволяє підтримати погляди українських і зарубіжних вчених про те, що венчурні фонди – це суб'єкти інноваційної діяльності.

Отже, науковці виділяють наступні об'єкти венчурних інвестиційних правовідносин (венчурного інвестування): 1) Венчурні інноваційні компанії [14]; 2) Активи інноваційних підприємств, що знаходяться на початковій стадії розвитку [8, с. 71]; 3) Приватні підприємства, які демонструють значний потенціал зростання, на фазах їх початкового розвитку, розширення та перетворення [15]; 4) Бізнес у прибуткових галузях економіки, пов'язаних з інноваційною та науковою діяльністю [16, с. 231-232]; 5) Портфельна компанія [17]; 6) Високо ризикові високотехнологічні інноваційні проекти [20, с. 101]; 7) Підприємство, орієнтоване на практичне використання високорентабельних технічних і технологічних нововведень [7].

**Висновки.** На основі поєднання основних рис названих вище об'єктів венчурних інвестиційних правовідносин можна запропонувати об'єкт венчурних інвестиційних правовідносин визначати як суб'єкт господарювання, що реалізує високоризикові високотехнологічні інноваційні проекти у прибуткових галузях економіки та демонструє значний потенціал зростання на фазах їх початкового розвитку, розширення та перетворення.

Отже, венчурний фонд – професійний суб'єкт інвестиційної діяльності, компанія з управління активами якого займається спочатку акумулюванням ресурсів, а потім приймає рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей у підприємства, що реалізують високоризикові високотехнологічні інноваційні проекти у прибуткових галузях економіки та демонструють значний потенціал зростання на фазах їх початкового розвитку, розширення та перетворення, з метою одержання прибутку безпосередньо через передачу їх реципієнту для реалізації (використання) інвестицій на підставі договору інвестиційного характеру.

На наш погляд, із внесеннями змін до інноваційного законодавства стосовно визначення механізму венчурного фінансування інноваційної діяльності, одночасно є необхідність вносити зміни безпосередньо до ЗУ «Про ІСІ» та відповідних нормативних актів Комісії, що регламентують порядок створення, функціонування і припинення венчурних фондів як безпосередніх і ключових учасників венчурної діяльності з метою усунення можливих прогалин та неузгодженостей між нормами, що будуть призначені для регулювання відносин інноваційно-інвестиційної діяльності венчурних фондів та нормами, що вже регулюють існуючі венчурні інвестиційні відносини. Саме на це повинні бути спрямовані найближчі наукові розвідки. Крім цього, найближчі дослідження правового регулювання відносин у сфері венчурного інвестування повинні спрямовуватися на розробку комплексного правового регулювання механізму венчурного інвестування, де венчурний фонд виконуватиме функції джерела фінансування інноваційних проектів як елемента системи ІСІ шляхом створення та реалізації правових норм у доступній для розуміння широкого кола агентів господарювання, формі. Таким чином зміни мають бути внесені до всіх системоутворюючих актів, включаючи ГК України, ЗУ «Про ІСІ» та нормативні акти Комісії, ЗУ «Про інноваційну діяльність».

#### Список використаних джерел:

1. Афанасієв Р.В. Правове регулювання фінансових послуг на інвестиційному ринку / Р.В. Афанасієв // Правове регулювання відносин на фінансовому ринку: стан та напрями вдосконалення : монографія / відп. ред. В.Д. Чернадчук. — Суми : Мрія, 2013. — С. 165—186.
2. Вінник О.М. Інвестиційне право : навч. посібник / О.М. Вінник. — [2-ге вид., перероб. та доп.]. — К.: Правова єдність, 2009. — 616 с.
3. Віхров С.О. Правовий статус інституційних інвесторів: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Сергій Олександрович Віхров ; Ін-т екон.-прав. досліджень НАН України. — Донецьк, 2013. — 244 с.

Деревянко Б. Нормативно-правове регулювання діяльності венчурних фондів / Б. Деревянко, Р. Счастливцева // Підприємництво, господарство і право. — 2017. — № 1. — С. 59—64.

4. Деревянко Б.В. Правове регулювання інвестиційної та інноваційної діяльності : навч. посібник / Б.В. Деревянко; МВС України, Донецький юридичний інститут. — Донецьк : Видавничий дім «Кальміус», 2012. — 204 с.
5. Задохайло Д.В. Економіко-правові передумови формування інвестиційного законодавства України / Д.В. Задохайло // Державне будівництво та місцеве самоврядування. Вип. 3. — Х.: Право, 2002. — С. 41—54.
6. Інвестиційне право : Підручник / Жорнокуй Ю.М. — Харків: Видавництво «Східно-регіональний центр гуманітарно-освітніх ініціатив» 2011. — 192 с.
7. Жорнокуй Ю.М. Правове регулювання венчурного підприємництва : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03/ Юрій Михайлович Жорнокуй. — Х., 2003. — 196 с.
8. Гудіма Т.С. Венчурні діяльність як правова категорія / Т.С. Гудіма // Економіка та право. — 2012. — № 1. — С. 67—72.
9. Кібенко О.Р. Інвестиційна діяльність: визначення, суб'єкти, класифікація та співвідношення з підприємницькою діяльністю / О.Р. Кібенко // Вісник університету внутрішніх справ. — 1999. — № 6. — С. 217—221.
10. Полатай В.Ю. Правовое регулирование инвестиционной деятельности : автореф. дис. на соискание науч. степени канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.Ю. Полатай. — Донецк, 2000. — 18 с.
11. Сімсон О.Е. Правові особливості договорів інвестиційного характеру: автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03 / О.Е. Сімсон. — Х., 2001. — 23 с.
12. Федорчук Д.Э. Режим прямого иностранного инвестирования (сравнительно-правовое исследование) : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.04 / Федорчук Даниил Эдуардович. — Донецк, 2003. — 229 с.
13. Навчальний посібник / За заг. ред. В.Д. Чернадчука. — 2-ге вид., перероб. і доп. — Суми: ВТД «Університетська книга»; К.: Видавничий дім «Княгиня Ольга», 2005. — 384 с.
14. Кулиев Р.П. Финансово-правовое регулирование венчурного инвестирования в Российской Федерации : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.14 / Руфат Пашаевич Кулиев. — М., 2010. — 204 с.
15. Європейська асоціація венчурного капіталу [Електронний ресурс] // Офіційний сайт. — Режим доступу: <http://www.evca.eu>.
16. Вулфел Чарльз Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов / Чарльз Дж. Вулфел. — Самара: Корпорация «Федоров», 2000. — 1584 с.
17. Глосарій венчурного підприємництва: Російська Асоціація венчурного інвестування [Електронний ресурс] // Офіційний сайт. — Режим доступу: <http://www.rvca.ru/rus/resource/library/RVCA-Glossary-2011/>
18. Значення слова «фонд» [Електронний ресурс] // Сайт. — Режим доступу: <http://tolkslovar.ru/f2152.html>
19. Англо-російський переклад «funds» [Електронний ресурс] // Сайт. — Режим доступу: <http://www.babla.ru/%D0%B0%D0%BD%D0%B3%D0%BB%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B9-%D1%80%D1%83%D1%81%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B9/funds>
20. Арбузов С.Г. Банківська енциклопедія / С.Г. Арбузов, Ю.В. Колобов, В.І. Міщенко, С.В. Науменкова. — К.: Центр наукових досліджень Національного банку України: Знання, 2011. — 504 с.

Article is devoted to the legal regulation of venture capital funds. The definition of venture capital Fund as a subject of investment and innovation relations was proposed. The object of venture investment legal relations was identified and innovative nature of venture funds was discovered. Proposals were formulated for improving the Ukrainian legislation on investment and innovation.

**Key words:** venture fund, investment activity, innovation activity, regulation activity of venture capital funds, venture capital legal object, venture financing, venture capital, venture capitalist.

*В статье рассмотрена проблематика нормативно-правового регулирования деятельности венчурных фондов. Предложено определение понятия венчурного фонда как субъекта инвестиционно-инновационных отношений. Определен объект венчурных инвестиционных правоотношений и раскрыта инновационная природа венчурных фондов. На основе проведенного исследования сформулированы предложения по совершенствованию законодательства Украины об инвестиционной и инновационной деятельности.*

**Ключевые слова:** венчурный фонд, инвестиционная деятельность, инновационная деятельность, нормативное регулирование деятельности венчурных фондов, объект венчурных инвестиционных правоотношений, венчурное финансирование, венчурный капитал, венчурный капиталист.