

УДК 658.114

О.В. ГУК, к.е.н., ст. викл., НТУУ «КПІ», Київ

М.Б. НАЙЧУК-ХРУЩ, к.е.н., ст. викл., НУ «Львівська політехніка», Львів

НОРМАТИВНО-ПРАВОВІ ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ ВЕНЧУРНИХ ФОНДІВ В УКРАЇНІ

Авторами у статті розкрито сутність та особливості проблематики функціонування венчурних фондів в Україні, виявлено неузгодженості чинного законодавства у сфері венчурного бізнесу, надано відповідні пропозиції щодо його удосконалення.

The essence and problematic questions of venture funds forming in Ukraine are opened in the article. Also, authors elucidate the main mismatches in the effective venture business legislation and propose the main steps of its improvement.

Ключові слова: венчурний бізнес, інститути спільного інвестування (ІСІ), компанія з управління активами (КУА), венчурні фонди.

Вступ. Венчурний бізнес є відносно молодим, проте, таким, що активно розвивається, напрямком української економіки. Його особливістю є те, що у вітчизняній економіці перші схеми з використання принципів венчурного інвестування були застосовані переважно з метою виходу з кризового становища та підвищення ефективності роботи приватизованих підприємств, а не з метою започаткування та розвитку інноваційних підприємницьких проєктів, як у більшості країн світу. Слід зауважити, що на початкових стадіях таке його призначення себе виправдовувало. Саме тому, в умовах подолання сьогоденних кризових явищ та з огляду на інноваційний напрямок розвитку вітчизняної економіки, вирішення проблем венчурного підприємництва та підвищення ефективності його функціонування є особливо актуальними завданнями.

Як відзначають більшість аналітиків, ріст кількості венчурних фондів в Україні пов'язаний із спрощеною звітністю й пільгами при оподаткуванні. Основними сферами використання венчурних інвестиційних фондів в Україні на сьогоднішній день є використання цінних паперів для податкової оптимізації будівництва й продажу нерухомості. Це, а також порівняно сприятливий «венчурний клімат» у вітчизняній економіці, в сукупності із недосконалістю законодавчої бази роблять дану сферу особливо привабливою для податкових зловживань, а, також, унеможливають чітке розуміння механізмів застосування основних положень та переваг венчурного підприємництва.

Постановка завдання. Виходячи із ступеня дослідженості даної проблематики, а також актуальності її основних питань, цілі даної статті полягають у виявленні та розкритті суті існуючих недоліків в чинній законодавчій базі щодо венчурного інвестування та наданні пропозицій щодо їх усунення.

Методологія. Незважаючи на відносно молодий вік венчурного бізнесу у вітчизняній економіці, багато вітчизняних науковців та економістів висвітлюють основні питання та особливості його функціонування у своїх працях. Серед них такі як: Антонюк Л.Л., Зінченко О.П., Євтушенко В.М., Ільчук В.П., Кардаш О.М., Краснокутська Н. В., Литвин І.В., Поручник А. М., Радзієвська Л.Ф., Романішин О. В., Савчук В. С., Степаненко А.С. та багато інших. Слід зауважити, що деякі із них розглядають венчурний бізнес виключно в контексті одиниці організації інноваційної діяльності, інші – як самостійний та перспективний вид підприємництва. Незважаючи на значний доробок вітчизняних та іноземних науковців, багато питань залишаються невисвітленими та потребують значної уваги. Зауважимо, що не розкритими також виявляються багато питань, що лежать у площині законодавчого забезпечення венчурного підприємництва, що зумовлене в основному законодавчою невизначеністю у даній сфері, а також змінами, що відбулись у вітчизняному нормативному полі протягом останнього часу.

Результати дослідження. Аналізуючи досвід функціонування венчурного бізнесу в Україні виявлено, що, зважаючи на потенційну можливість реалізації через венчурні фонди інвестицій з високим ступенем ризику, вітчизняне законодавство звільнило венчурні інвестиційні фонди від більшості нормативних заборон, які існують для інвестиційної діяльності інших типів фондів. Насамперед, практично відсутні обмеження щодо структури та складу активів фонду. Венчурний фонд має право надавати позики під певний відсоток компаніям, часткою корпоративних прав яких володіє, здійснювати інвестиції в будь-які цінні папери, в тому числі такі, що не пройшли біржовий лістинг та купувати векселі. При формуванні складу учасників венчурного фонду немає жодних обмежень щодо їх кількості, зокрема, інвестором може виступати навіть одна особа. Підвищення ефективності інвестування через венчурні фонди зумовлене також наявністю значних податкових пільг та стимулів [1].

Кошти, отримані від емісії цінних паперів фонду, і доходи фонду (операції із цінними паперами, дивіденди, нараховані на акції, і відсотки по облігаціях, операції з нерухомістю) не обкладають податком на прибуток, а реінвестування

відстрочених податкових платежів інвесторів дозволяє підвищити прибутковість фонду, що в майбутньому, відповідно, збільшить доходи інвесторів.

Оподаткування відбувається тільки при виплаті доходів учасникам венчурного фонду (продаж цінних паперів фонду). Венчурні фонди платять податок на прибуток у розмірі 25% тільки при закритті. При цьому створюватися вони можуть і на 100 років. Таким чином, законодавство України про оподаткування практично звільняє венчурні фонди від сплати податку на прибуток, а також податку на додану вартість (ПДВ). Однак, у випадку здійснення венчурними фондами (компаніями з управління їхніми активами) інших операцій (комерційних, виробничих тощо), вони будуть сплачувати податок на прибуток та податок на додану вартість на загальних підставах. Саме такі особливості вітчизняного оподаткування обумовлюють привабливість створення венчурних фондів. Проте, слід також нагадати, що за такої схеми прибуток отримується інвесторами в кінцевому терміні існування фонду.

У поєднанні із простотою адміністрування й податковими стимулами, що надаються венчурним інвестиційним фондам, відсутність зазначених обмежень робить венчурні фонди ефективним інвестиційним інструментом, що може бути корисним як великим вітчизняним фінансово-промисловим групам й іноземним інвестиційним фондам, так і невеликим компаніям і навіть окремим заможним людям.

У той же час законодавством з метою захисту майнових інтересів інвесторів та уникнення зловживань встановлено декілька обмежень щодо діяльності венчурних фондів. Так, згідно з положеннями Закону України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» учасниками венчурного фонду можуть бути тільки юридичні особи, і венчурний фонд має право лише приватно розміщувати свої цінні папери, тобто шляхом пропозиції цінних паперів заздалегідь визначеному колу осіб.

Перед інвестором, який вкладає власні кошти у створення венчурного фонду, відкриваються наступні можливості:

- 1) проводити повний контроль за цільовим використанням коштів, операційною діяльністю фонду;
- 2) залучати інших інвесторів з метою реалізації спільних проектів;
- 3) залучати кошти іноземних інвесторів для реалізації власних інвестиційних проектів. У випадку залучення таких коштів через інвестиційний фонд є можливість уникнення складних юридичних процедур державної реєстрації іноземних інвестицій.

4) розмежування коштів між компаніями або проектами за допомогою договорів фінансової допомоги та спрощеної системи управління фінансовими потоками;

5) збільшувати та водночас економити свої обігові кошти завдяки уникненню «проміжного» оподаткування проектів [3].

Порівняно з іншими інститутами спільного інвестування (інвестиційними фондами) венчурні фонди мають певну специфіку. Перш за все вони є *закритими*, тобто створюються лише для обмеженого числа інвесторів, та працюють з високо ризиковими проектами. Ці фонди мають в своїх активах більш як 50 % цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі або у торгівельно-інформаційній системі. Втім, основні рішення стосовно долі залучених фондом коштів приймаються компанією з управління активами (КУА), яка управляє одним або декількома фондами (це фактично організаційна надбудова на фондом, керівна рада кількох фондів).

Компанія з управління активами (КУА) [1, 2] – це юридична особа, яка здійснює діяльність з управління активами на підставі відповідної ліцензії на провадження такої діяльності. Одними з основних функцій КУА визначено пошук інвесторів через оголошення про розміщення інвестиційних сертифікатів фондів, формування фондів венчурного капіталу, розробку інвестиційної стратегії венчурних фондів, консультування потенційних інвесторів, допомога у виборі тих фондів, які найбільше відповідають очікуванням клієнтів тощо. КУА має можливість одночасно управляти активами декількох інвестиційних фондів, проте несе й повну майнову відповідальність за збитки фонду.

Згідно законодавства венчурні фонди визнаються **недиверсифікованими інститутами спільного інвестування (ІСІ)** (фонди без жорстких вимог щодо розосередження своїх активів серед різних об'єктів інвестиційної діяльності), а це дає їм змогу тримати у своєму портфелі контрольні пакети акцій інших підприємств, а також мати у складі своїх активів велику кількість цінних паперів, що недопущені до торгів на фондовій біржі або торговельно-інформаційній мережі.

Слід також нагадати, що законодавством України венчурним фондам заборонено фінансування підприємств з виробництва алкоголю та зброї, гральні заклади та галузі промисловості, що є шкідливими для оточуючого середовища.

За Законом України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» венчурні фонди можуть бути **корпоративними та пайовими**.

1) Корпоративні венчурні фонди - венчурні фонди, що мають права юридичної особи і створюються у формі відкритих акціонерних товариств, що провадять діяльність виключно із спільного інвестування. Корпоративний фонд може створюватися засновниками (не обов'язково КУА) і випускає акції.

2) Пайові венчурні фонди – фонди, що не є юридичними особами. Необхідно зазначити, що пайовий інвестиційний фонд (ПІФ) – це фактично активи, що належать інвесторам на правах спільної власності і перебувають в управлінні компанії з управління активами й обліковуються нею окремо від результатів її господарської діяльності. Пайовий фонд створюється компанією з управління активами і займається випуском інвестиційних сертифікатів (паїв). Пайовий фонд вважається створеним з моменту його реєстрації в реєстрі ІСІ.

Законодавством встановлено, що розмір початкового статутного фонду (капіталу) *корпоративного фонду* не може бути меншим розміру, встановленого законодавством для відкритих акціонерних товариств. Такий розмір встановлено ще Законом України «Про господарські товариства», і він складає 1250 мінімальних заробітних плат, виходячи із ставки мінімальної заробітної плати, що діє на момент створення акціонерного товариства. Початковий статутний фонд (капітал) корпоративного венчурного фонду має бути сплачено до його реєстрації у реєстрі ІСІ, який ведеться Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, тобто ще до початку здійснення ним діяльності зі спільного інвестування.

Мінімальний обсяг активів *пайового венчурного фонду* не може бути меншим розміру початкового статутного капіталу корпоративного інвестиційного фонду та на відміну від останнього формується вже після реєстрації такого фонду в реєстрі ІСІ і за рахунок коштів інвесторів, які оплачують його цінні папери – інвестиційні сертифікати, тобто вже у процесі здійснення ним (компанією з управління активами, що його створила) діяльності зі спільного інвестування.

Існують також суттєві відмінності у порядку розподілу активів корпоративного та пайового венчурних фондів у випадках їхньої ліквідації. Так, передбачається, що грошові кошти, отримані від реалізації активів корпоративного венчурного фонду, у першу чергу розподіляються між акціонерами, які не є його засновниками, тобто між інвесторами, пропорційно кількості акцій, що їм належать.

На відміну від корпоративного у випадку ліквідації пайового венчурного

фонду не всім його інвесторам виплачується частина грошових коштів, отриманих від реалізації активів цього фонду, а лише тим, що подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів (цінні папери пайового венчурного фонду) до моменту прийняття рішення про ліквідацію такого фонду.

Якщо інвестор є юридичною особою та венчурним інвестором одночасно, то основною його метою є оптимізація грошових потоків та венчурне інвестування. Венчурні інвестори виділяють ресурси для інвестування пайового фонду через найменше втручання з боку держави, виступаючи гнучким та ефективним інструментом венчурного інвестування. Венчурний інвестор має також право звернутись до КУА з проханням створення індивідуального фонду, що відповідатиме його вимогам. Інвестор, що є фізичною особою (портфельні інвестори), має на меті отримання прибутку та вкладення коштів у корпоративний фонд відкритого типу, для якого притаманна найбільша ступінь захисту прав інвесторів [4].

Вітчизняне законодавство з венчурного фінансування є дещо недосконалим, оскільки передбачає існування лише одного Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Крім того, поняття венчурного фонду в Україні відрізняється від загальноприйнятого, адже у нас це специфічний ІСІ, правила формування, існування та закриття якого вмонтовані у загальні правила діяльності ІСІ та компаній з управління активами. Для ефективного розвитку венчурного бізнесу в Україні необхідні зміни в законодавстві, зокрема необхідним є створення нового Закону України «Про венчурні фонди», який би регламентував організаційні та правові основи створення і діяльності венчурних фондів, порядок державної реєстрації та контролю у сфері венчурного інвестування, особливості діяльності венчурних інноваційних фондів.

Дослідження особливостей Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» та проекту Закону України «Про венчурні фонди», що був розроблений Державним агентством України з інвестицій та інновацій, дають змогу стверджувати про необхідність аналізу та узагальнення підходів щодо усунення недоліків чинного законодавства у сфері венчурного бізнесу [5]. На нашу думку доцільним є сформулювати наступні пропозиції щодо удосконалення вітчизняного законодавства (табл. 1).

Представлена табл.1 демонструє як стилістичні неузгодженості, так і суттєві прогалини та невідповідності у законодавстві. Навіть зважаючи на зміни, що

відбулись у Законі України «Про господарські товариства», згідно яких відкриті акціонерні товариства змінили свою назву на «публічні», а закриті акціонерні товариства отримали назву «приватні», виникає об'єктивна необхідність внесення змін та коректив у законодавство України з приводу функціонування корпоративних та пайових венчурних фондів. Класифікацію венчурних фондів також слід доповнити фондом приватних інвестицій, що зумовлено необхідністю поєднання вкладень учасників та вкладників фонду (сукупного обсягу вкладів всіх учасників).

Таблиця 1 – Пропозиції щодо удосконалення основних положень Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»

№ з/п	Існуючі положення закону	Пропозиції щодо удосконалення
1	2	3
1	Венчурний корпоративний фонд здійснює відкрите розміщення акцій власного випуску	Венчурний корпоративний фонд здійснює публічне або приватне розміщення акцій власного випуску
2	Акції корпоративного фонду можуть бути простими іменними	Акції корпоративного фонду можуть бути простими та привілейованими
3	Акціонерами корпоративного фонду можуть бути юридичні особи	Акціонерами корпоративного фонду можуть бути юридичні та фізичні особи
4	Види інвестиційних фондів: - Корпоративний - Пайовий	Види інвестиційних фондів: - Корпоративний - Пайовий - Фонд приватних інвестицій
5	Інвестиційні сертифікати можуть розміщуватися шляхом відкритого продажу або приватного розміщення	КУА здійснює виключно приватне розміщення інвестиційних сертифікатів власного випуску
6	Розподіл коштів при ліквідації пайового венчурного фонду розподіляється в порядку черги (першої, другої, третьої та четвертої)	Розподіл коштів при ліквідації пайового венчурного фонду відбувається еквівалентно внескам, але в першу чергу особам, що не виступають засновниками
7	Винагорода КУА венчурного пайового фонду встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів ІСІ	Винагорода КУА венчурного пайового фонду не обмежується та визначається регламентом фонду
8	Не встановлено розміру винагороди КУА корпоративного пайового фонду	Винагорода КУА венчурного корпоративного фонду встановлюється згідно договору про управління активами між фондом та КУА, але не може перевищувати 5% вартості розміщених акцій фонду за їх номінальною вартістю
9	Не встановлено вимог щодо КУА	КУА венчурного корпоративного фонду повинна відповідати наступним вимогам: - статутний капітал формується у розмірі до 15 млн. грн., не менше 1 086 250 грн. (869 грн* 1250 мінімальних ЗП); - строк діяльності не менше 3 років; - обсяг активів – не менше 500 млн. грн.
10	Не зазначено критеріїв щодо прийняття рішення про інвестування компанією з	КУА венчурного корпоративного фонду приймає рішення щодо інвестування відповідно до інвестиційної декларації фонду з урахуванням

	управління активами	відповідності стратегічним та середньостроковим пріоритетним напрямам інноваційної діяльності в Україні
11	Аудитором венчурного фонду не може бути пов'язана особа компанії з управління активами	Аудитором венчурного фонду не може бути її пов'язана особа, компанія з управління активами. Ним має виступати незалежний оцінювач майна.

Удосконалення прогалин чинного законодавства та внесення відповідних змін дасть можливість розширити сферу існування венчурних фондів та покращити організаційні та правові основи їх створення та функціонування. Таким чином, важливо не лише внести відповідні зміни до Закону України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)», але й створити об'єктивні передумови для ефективного розвитку венчурного підприємництва з боку відповідних структур (урядових, податкових, фінансових, інноваційних).

Висновки. Наявні можливості у сфері оподаткування роблять венчурні фонди надзвичайно перспективними фінансовими інструментами як для великих холдингових компаній, так і для компаній та підприємців, що належать до сегменту малого та середнього бізнесу. Проте, для активізації необхідних інноваційно-інвестиційних процесів, необхідним є забезпечення відповідної законодавчої бази та створення системи стимулів та заохочень для учасників венчурного процесу. Зокрема, слід внести у чинне законодавство низку змін та коректив, представлених авторами вище. Також у подальших дослідженнях доцільно висвітлити питання розширення законодавства у даній сфері та формування системи державних та недержавних органів підтримки суб'єктів венчурного бізнесу.

Список літератури: 1. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні) інвестиційні фонди: Закон України від 13.09.2007 р. // Відомості Верховної Ради України (ВВР). — 2007. — 38, [2] с. ISBN 978-966-611-574-7. 2. Що таке компанія з управління активами (КУА) і які її функції? Українська асоціація інвестиційного бізнесу: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/abcpeople/abetka_isi/6117.html. 3. Венчурні фонди: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: / http://priority-finance.com.ua/ukr/klients-corp/venture_funds/. 5. Інвестиційні фонди: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://payment.boom.ru/fond.htm>. 7. Про венчурні фонди: Проект Закону України: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.in.gov.ua/index.php?get=118&id=1202>.

Подано до редакції 12.02.2010