

УДК 346.543.1

**Роман Тарнавський,***асистент кафедри господарського права і процесу  
Національного університету «Одеська юридична академія»*

## ЩОДО ПОДВІЙНОЇ ПРАВОВОЇ ПРИРОДИ ГОСПОДАРСЬКИХ ВІДНОСИН МІЖ ВЕНЧУРНИМИ ІНВЕСТОРАМИ ТА РЕЦИПІЄНТАМИ ВЕНЧУРНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

*У статті розглянуто питання правовідносин, що виникають між венчурним інвестором та реципієнтом венчурних інвестицій, який одночасно виступає і в ролі суб'єкта правовідносин, з яким укладається договір, та в ролі об'єкта, з приводу якого такі правовідносини виникли. На підтвердження думки про належність до об'єкта венчурного інвестування саме підприємства, а не інновації проведено порівняльний аналіз правовідносин щодо венчурного інвестування та правовідносин щодо краудфандінгу.*

**Ключові слова:** венчур, венчурні інвестиції, інновації, венчурні фонди, об'єкти венчурного інвестування, реципієнти венчурних інвестицій, стартап.

**Постановка проблеми.** Взаємодія між венчурними інвесторами (інституційними та не інституційними) та реципієнтами венчурних інвестицій має подвійну природу, оскільки підприємство-реципієнт інвестицій виступає не лише учасником правовідносин та стороною відповідного договору венчурного інвестування, але і безпосередньо об'єктом інвестування для венчурного інвестора.

Разом із тим єдиного підходу щодо можливості віднесення до об'єкта інвестування безпосередньо підприємства-реципієнта, а не, скажімо, інноваційної технології такого підприємства-реципієнта, на сьогоднішній день у господарсько-правовій науці України немає.

Наукова розробленість теми. Юридичні аспекти венчурного інвестування, а саме деякі питання правового регулювання господарських відносин щодо інвестування, державної та недержавної підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання викладені в роботах: Ю.Є. Атаманової, М.Д. Василенка, Д.Є. Висоцького, О.М. Вінник, О.М. Дюгованець, О.Р. Кібенко, В.М. Коссака, Д.В. Зягіню, Т.В. Муляр, О.І. Онуфрієнка, О.П. Подцерковного, В.В. Поєдинок, О.Е. Сімсон та деяких інших.

**Мета дослідження.** Разом із тим ці дослідження потребують доповнення встановленням правового режиму взаємодії між венчурними інвестиційними фондами або приватними інвесторами (бізнес-янгелами) та підприємствами-реципієнтами

венчурних інвестицій, а також визначення правової природи відповідної взаємодії: лише «суб'єкт-суб'єкт» чи також наявність другого рівня – «суб'єкт-об'єкт».

Зокрема, визначати реципієнтів інвестицій виключно в якості учасників відповідних правовідносин є необґрунтованим звуженням тієї ролі, яку вони виконують, оскільки з погляду венчурного інвестора підприємство-реципієнт є також і об'єктом інвестиції, а не лише партнером, з яким виникли відносини стосовно предмета або дії тощо.

**Виклад основного матеріалу.** У філософії об'єкт визначається як зовнішній, протилежний суб'єкту предмет, на який спрямовані пізнання і дія суб'єкта. Проте прямолінійно застосовувати це філософське положення до правових, у тому числі й інвестиційно-правових, відносин не можна. Інакше склалося б хибне уявлення, що правовідносини – це відносини між суб'єктом і об'єктом. Правовідносини ж розглядаються як відносини між суб'єктами з приводу того чи іншого об'єкта. Вони складаються між особами щодо матеріального або нематеріального блага для задоволення своїх потреб. Тому об'єктом інвестиційних правовідносин може бути те, заради чого суб'єкти вступають у відносини з метою здійснення своїх законних прав та інтересів і на що спрямовані їхні суб'єктивні права та обов'язки [9].

Визначені в Законі України «Про інвестиційну діяльність» об'єкти інвестування мо-

жуть бути поділені на такі групи: матеріальні цінності, цінні папери та майнові права, інтелектуальні цінності. Визначені види об'єктів інвестування можуть бути як об'єктами, в які вкладаються кошти, так і формами, в яких здійснюються вкладення [7].

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

Розпочинаючи доведення від зворотного, слід вказати на наявність безлічі визначень поняття інновацій. Зокрема:

1) Інновація – це нова комбінація. Інновація в економіці, будь-яке нововведення в мистецтві, науці, життєвій практиці головним чином полягає в рекомбінації концептуальних фізичних матеріалів, які існували на ринку (творче руйнування) [10, ст. 84-154].

2) Інновація – це комерційне освоєння нової ідеї [3, ст. 7].

3) Інновація – це застосування нового продукту або процесу на практиці [1, ст. 19].

У свою чергу, діяльність підприємства-реципієнта (венчурне підприємство) – це ризикована діяльність, у процесі якої створюються і впроваджуються у виробництво нові технології, товари, послуги. Це поєднання двох видів підприємства: фінансового та інноваційного. Відповідно до цього спеціалізовану діяльність щодо виробництва і просування на ринок нових товарів ведуть компанії і фонди венчурного капіталу та малі венчурні фірми (венчури), які являють собою здебільшого малі підприємства в прогресивних із технологічного погляду галузях економіки, що спеціалізуються у сфері наукових досліджень, розробок, створення і впровадження інновацій, організація яких пов'язана з підвищенням ризиком [4, ст. 40].

Як вбачається з викладеного вище, інновація та її втілення є характерними для вже існуючих суб'єктів господарювання та отримує свою реалізацію зважаючи на необхідність розвитку всього комплексу суб'єкта господарювання або якоїсь із його частин.

У свою чергу, венчурний інвестор, оцінюючи перспективність інвестування в компанію, оцінює не лише безпосередньо запропоновану підприємством нову технологію (інновацію), але й сукупність інших факторів.

Позиція автора щодо того, що об'єктом венчурного інвестування є не технологія (інновація), що її розробило підприємство, а саме підприємство (частка в підприємстві), пояснюється сукупністю факторів.

*По-перше*, оскільки інвестуються кошти саме в підприємство, а не в проект, очевидно,

що відповідний аргумент має опосередкований характер, проте така позиція відповідає дійсності та має бути згадана.

*По-друге*, якби венчурна інвестиція вкладалась виключно в технологію, то інвестор був би насамперед зацікавлений в успіху технології і на етапі, коли було б зрозуміло, що інновація діє та є успішною, міг би розглядати варіант її продажу зацікавленій компанії. Також венчурний інвестор усі зусилля спрямовував би на рекламу та просування саме інновації, а не компанії, що її винайшла.

Проте, оскільки прибуток венчурного інвестора залежить від ціни частки підприємства-реципієнта і зусилля класичного венчурного інвестора спрямовані саме на забезпечення ефективного управління підприємством-реципієнтом (у вигляді консультування керівництва, безпосередньої участі в оперативній діяльності підприємства, залученні юристів, бухгалтерів, консультантів тощо для експертної допомоги та підтримки діяльності підприємства), можна зробити висновок, що інновація має важливе, проте не основне значення у виборі інвестором компанії для інвестування. Венчурний інвестиційний фонд (керуючі активами) в країнах з успішно функціонуючим венчурним капіталом інвестує саме в компанію, а не в технологію, тому що навіть найкраща інновація не буде реалізована у разі поганого керівництва.

*По-третє*, венчурний інвестор на «етапі виходу» продає частку підприємства-реципієнта (залежно від того, який варіант вигідніший) або шляхом первинного публічного розміщення акцій компанії на фондовому ринку, або стратегічному інвестору.

Тут варто підкреслити, що інновація вже комерціалізована, вона вже є на ринку, і через це вартість частки венчурного інвестора зростає порівняно з ціною, за яку її було придбано. Тому у венчурного інвестора з'являється товар на реалізацію – частка в підприємстві-реципієнті. Варто окремо підкреслити, що йдеться не про частку в правах інтелектуальної власності тільки на інноваційний продукт, а саме частку підприємства, яке цей інноваційний продукт розробило та випустило на ринок.

Для підтвердження тези про те, що об'єктом венчурного інвестування є саме підприємство-реципієнт, а не інновація такого підприємства, доцільно також провести порівняльний аналіз правовідносин щодо венчурного інвестування та правовідносин краудфандінгу, в якому кошти, власне, залучаються саме під конкретну ідею підприємством, яке при цьому також може бути «венчурним».

Краудфандінг стає все популярнішим способом отримання фінансування проєктів, зважаючи на його доступність для підприємств на стадіях наявності лише ідеї – посівних. Українські стартапи не є винятком та мають свої успішні приклади фінансування розробок шляхом краудфандінгу. Наприклад, український стартап LaMetric зібрав \$258 000 на фінансування вироблення заявленого проєкту, що свідчить про актуальність такої форми фінансування, її перспективність та необхідність дослідження питання правової площини, до якої слід віднести правовідносини краудфандінгу [8].

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

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

На думку О.М. Вінник, правовідносини, що виникають із приводу та в процесі здійснення інвестиційної діяльності (реалізації інвестицій), умовно можна називати інвестиційними правовідносинами. Інвестиційні правовідносини є різновидом господарських правовідносин, що мають особливості, пов'язані зі специфікою інвестиційної діяльності як різновиду господарської діяльності [5]. Слід погодитись із запропонованим О.М. Вінник визначенням щодо віднесення інвестиційних правовідносин до різновиду господарських правовідносин та вказати на відповідну належність до господарських правовідносин також відносин щодо венчурного інвестування.

Розвиваючи думку О.М. Вінник, О.В. Гарагонич зазначає, що «інвестиційні відносини – це різновид або складова господарських відносин, які виникають між інвестором та іншими учасниками інвестиційного процесу щодо підготовки, реалізації інвестицій та отримання певного соціально-економічного ефекту (в т.ч. прибутку) з метою задоволення приватних інтересів учасників інвестування та публічних інтересів (суспільства, держави, територіальних громад)» [6]. Аналізуючи визначення О.В. Гарагонича, слід зазначити також важливу вказівку на визначення мети інвестування, яка полягає не

лише в отриманні інвестором прибутку, але і в задоволенні публічних інтересів. Зокрема, державна підтримка венчурного інвестування забезпечить створення належних умов для здійснення венчурними інвесторами фінансування інноваційних розробок українських підприємств, що приведе до збільшення кількості робочих місць, ВВП країни, популяризації української продукції у світі – забезпечення публічних інтересів.

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

У свою чергу, відносини щодо краудфандінгу (від англ. – crowdfunding) передбачають фінансування фізичними особами (рідше – юридичними) проєктів, що заявлені їх розробниками на спеціально створеному для цього ресурсі (наприклад, [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com)). Особа (фізична, юридична чи кілька таких осіб), яка бажає отримати фінансування для свого проєкту, надає короткий опис його змісту, зазначає мету, для якої потрібне фінансування, а також пропонує певну винагороду (у вигляді бонусу) особам, які погодяться надати певну суму на розвиток проєкту [2].

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

По-друге, постає питання правової площини, в якій знаходиться венчурний інвестор (венчурний інвестиційний фонд) та особа, яка фінансує краудфандінговий проект. Незважаючи на поверхневість та недосконалість правового регулювання венчурного інвестування в Україні, загальні питання пов'язані з, наприклад, оподаткуванням коштів, інвестованих фондом та отриманих внаслідок продажу частки, знайшли своє втілення в законодавстві. Так само питання оподаткування продажу своєї частки в підприємстві-реципієнті бізнес-янглом (незважаючи на відсутність такої категорії у вітчизняному законодавстві) також містяться в загальних положеннях законодавства, пов'язаних із продажем корпоративних прав.

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

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

Порівнюючи вказані ризики, можна вказати на їхню різну юридичну природу. Зокрема, ризик неможливості реалізувати інноваційний проект підприємства-реципієнта закладений у самій природі венчурної інвестиції і, як правило, зафіксований сторонами у договорі про венчурне інвестування. Такий ризик може бути зумовлений, насамперед,

економічними причинами (попит на запропоновану продукцію, стан на ринку запропонованого товару і т. д.). Ризик, пов'язаний із краудфандінгом, виявляється, передусім, у відсутності цілісного договору між сторонами (в розумінні нашого законодавства такі відносини можуть бути сприйняті як односторонній правочин – щодо передачі коштів, або як квазідоговірні відносини – у разі вимоги щодо надання бонусу за перераховані кошти). Також ризик неотримання бонусу досить низький, оскільки його вартість, як правило, не висока і сам бонус здебільшого має символічний характер у вигляді продукції, яка і так має вироблятися підприємством, що фінансує проект за допомогою краудфандінгу.

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

### Висновки

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

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

### Список використаних джерел:

1. Hatter V.L. U. S. high technology trade and competitiveness: Staff report / Hatter V.L. // Office of Trade and Investment Analysis, International Trade Administration, U.S. Department of Commerce. – 1985. – P. 19.
2. Kickstarter [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.kickstarter.com/>

3. Managing high-technology companies / Henry E. Riggs. – Belmont, Calif. : Lifetime Learning Publications, 1983. – P. 7.

4. Антонюк Л. Л. Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації : монографія / Антонюк Л. Л., Поручник А. М., Савчук В. С. – К.: КНЕУ, 2003. – 394 с. – Ст. 40.

5. Вінник О.М. Інвестиційне право : навчальний посібник [Електронний ресурс] / О.М. Вінник. – К. : Юридична думка, 2005. – 568 с. – Режим доступу : <http://uchebniki-besplatno.com/uchebniki-investitsionnoe-pravo/ponyattya-zmist-vidi-investitsiynih.html>

6. Гарагонич О.В. Інвестиційні відносини [Електронний ресурс] / О.В. Гарагонич. – Режим доступу : <http://bnc.in.ua/nvestitsiye-pravo/nvestitsiyi-vidnosini/>

7. Мойсеєнко І.П. Інвестування : навчальний посібник [Електронний ресурс] / І.П. Мойсеєнко. – К.,

2006. – 490 с. – Режим доступу : [http://pidruchniki.com/15941024/investuvannya/obyekti\\_investuvannya](http://pidruchniki.com/15941024/investuvannya/obyekti_investuvannya)

8. Новый украинский рекорд на Kickstarter: LaMetric собрал \$258 000 и превзошел Petcube [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ain.ua/2014/07/03/531229>

9. Чернадчук В.Д. Основи інвестиційного права України : навчальний посібник [Електронний ресурс] / [Чернадчук В.Д., Сухонос В.В., Чернадчук Т.О.]; за заг. ред. В.Д. Чернадчука. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К.: Видавничий дім «Княгиня Ольга», 2005. – 384 с. – Режим доступу : <http://buklib.net/books/37123/>

10. Шумпетер Й. Теория экономического развития: исследования предпринимательской прибыли, капитала, кредита и цикла конъюнктуры / Й. Шумпетер ; пер. с англ. Л. И. Кравченко. – М.: Прогрес, 1982. – 455 с. – С. 84–154.

*В статье рассмотрены вопросы правоотношений, возникающих между венчурным инвестором и реципиентом венчурных инвестиций, который одновременно выступает и в роли субъекта правоотношений, с которым заключается договор, и в качестве объекта, по поводу которого такие правоотношения возникли. В подтверждение мысли о принадлежности к объекту венчурного инвестирования именно предприятия, а не инновации проведен сравнительный анализ правоотношений венчурного инвестирования и правоотношений краудфандинга.*

**Ключевые слова:** венчур, венчурные инвестиции, инновации, венчурные фонды, объекты венчурного инвестирования, реципиенты венчурных инвестиций, стартап.

*The article deals with legal relations arising between the venture investor and recipient of venture capital, which acts as an individual legal entity with whom an investment contract is concluded and also as an object because of which such legal relations arose. Confirming the thought that the object of venture investment is legal entity, not innovation, a comparative analysis on venture investment relations and relations on crowd-funding is conducted.*

**Key words:** venture, venture investment, innovation, venture capital funds, objects of venture capital investment, recipients of venture capital, startup.

