Венчурний інвестиційний фонд: феномен українського спільного інвестування чи «квазівенчурний» інститут?

Слободян Олександр Анатолійович,
директор ТОВ «Юридична консалтингова компанія «САЛЕКС»

УДК 336.763(477)

Постановка проблеми. Підписавши Угоду про партнерство і співробітництво з Європейським Співтовариством у 1994 році, наша держава взяла курс на формування інноваційної моделі розвитку економіки. На виконання проголошеного курсу було прийнято Закон України «Про інноваційну діяльність» від 4 липня 2002 р. № 40-IV, який визначив правові, економічні та організаційні засади державного регулювання інноваційної діяльності в Україні, встановив форми стимулювання державою інноваційних процесів і спрямований на підтримку розвитку економіки України інноваційним шляхом. В 2004 році наша держава затвердила «Стратегію економічного та соціального розвитку України «Шляхом Європейської інтеграції» на 2004–2015 роки. В 2011 році було прийнято Закон України «Про пріоритетні напрями інноваційної діяльності в Україні», метою якого стало забезпечення інноваційної моделі розвитку економіки шляхом концентрації ресурсів держави на пріоритетних напрямах науково-технічного оновлення виробництва, підвищення конкурентоспроможності вітчизняної продукції на внутрішньому і зовнішньому ринках. Ще через кілька років наша держава має шанс стати повноправним членом європейської спільноти, в якій венчурний бізнес почав активно розвиватися ще на початку 80-х років XX ст. Використання багатолітнього досвіду розвитку венчурного підприємництва в США дало можливість європейським компаніям адаптувати до своїх умов відпрацьовані технології.

В умовах недоступності внутрішніх фінансових ресурсів інноваційна сфера потребує пошуку перспективних джерел фінансування. У світовій практиці національні заощадження формуються переважно за рахунок трьох основних джерел: підприємницьких, особистих та державних заощаджень. Перешкодою на шляху створення інноваційної моделі економіки та залучення інвестицій є відсутність апробованих практикою організаційно-правових основ взаємодії бізнесу, держави та науки, однією з яких є венчурне інноваційне інвестування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Правові аспекти венчурних інвестиційних фондів висвітлювались у роботах Л.М. Бєлкіна, В.В. Мазнєвої, М.В. Мащенко, К.В. Масляєвої, А.В. Попової, О.А. Слободяна та інших правників. Наразі у вітчизняній правовій науці відсутні критичні дослідження правового механізму венчурного інноваційного фонду.

Метою статті є розгляд особливостей інноваційної діяльності венчурного фонду та розробки науково-практичних пропозицій по вдосконаленню чинного законодавства для впровадження венчурних інноваційних фондів.

Виклад основного матеріалу. Однією з новел прийнятого в 2001 році Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III (далі – Закон України «Про ІСІ») стало впровадження венчурних пайових та корпоративних інвестиційних фондів. У розумінні ст. 4 Закону України «Про ІСІ» венчурним фондом є недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне (закрите) розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб [1]. Практика функціонування вітчизняного венчурного ІСІ засвідчила, що його правова модель виявилась неефективною для цілей венчурного інноваційного інвестування. Так, ринок цінних паперів у цілому та венчурні ІСІ зокрема досить «зарегульовані» (вимоги щодо звітності, фінансовий моніторинг, ліцензійні умови тощо). Зокрема, ст. 75 Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 5 липня 2012 р. № 5080-VI встановлює способи розкриття інформації про ІСІ шляхом: надання

безпосередньо учасникам ІСІ (у разі приватного розміщення цінних паперів ІСІ); подання інформації до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (Комісії); подання інформації до саморегулівної організації професійних учасників фондового ринку – об'єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з управління активами інституційних інвесторів [2]. А згідно з Положенням «Про порядок складання та розкриття інформації КУА та особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та подання відповідних документів до Комісії», затвердженим її рішенням № 1343 від 2 жовтня 2012 р., яке замінило Положення № 520, № 216 та № 340, КУА повинні подавати звітність у наступні терміни: місячну – не пізніше 20 числа місяця, наступного за звітним, у разі створення Компанією пайового інвестиційного фонду (управління активами пайового інвестиційного фонду у разі заміни компанії) та/або укладання договору з корпоративним інвестиційним та/або пенсійним фондом та/або страховою компанією. Інформація за останній місяць кварталу подається у складі квартальної інформації; щоквартальна – не пізніше останнього числа місяця, що настає за звітним кварталом. Інформація за IV квартал подається у складі річної інформації; річна – до 1 березня року, наступного за звітним [3].

На нашу думку, КУА має використовувати зручні для інвесторів ПІФ засоби поширення інформації, які забезпечують своєчасний та непов'язаний зі значними фінансовими та часовими витратами доступ до інформації. В епоху розвитку інформаційних технологій особливого значення набуває використання сучасних засобів оприлюднення інформації за допомогою мережі Інтернет. КУА повинна обов'язково мати сайт в мережі Інтернет, електронна адреса якого би містила доменне ім'я, права на яке повинні належати КУА. На веб-сайті у мережі Інтернет КУА повинна оперативно розміщувати, зокрема, дані про вартість чистих активів, вартість одного цінного паперу, фінансові звіти, аудиторські висновки, інформацію про випуск цінних паперів, інформацію, що стосується засідань наглядової ради. Нині законодавство не містить подібних вимог. Практично неможливо одержувати всю необхідну інформацію з єдиного

відкритого джерела та порівнювати її з наданою КУА інформацією. В Україні відсутній єдиний банк даних, який би містив достовірну інформацію про ІСІ. Разом з тим венчурні ІСІ потребують належного рівня інформаційної безпеки щодо захисту об'єктів інтелектуальної власності на всіх етапах інноваційного процесу.

Обтяжують інноваційну діяльність окремі ліцензійні умови. Так, отриманню КУА ліцензії в Комісії передує вступ КУА до саморегулівної організації професійних учасників фондового ринку за відповідним видом професійної діяльності, якою є неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, які провадять професійну діяльність на фондовому ринку. КУА повинна здійснювати професійну діяльність за місцезнаходженням (крім випадку здійснення цієї діяльності відокремленим підрозділом юридичної особи за наявності відповідної копії ліцензії, отриманої в установленому порядку), у приміщенні, повністю відокремленому від приміщень інших юридичних осіб. КУА зобов'язана повідомляти орган ліцензування про всі зміни даних, зазначених у документах, що додавалися до заяви про видачу ліцензії (копії ліцензій). Включення КУА до державного реєстру фінансових установ, які надають фінансові послуги на ринку цінних паперів, є додатковим етапом легітимізації. КУА набуває статусу фінансової установи після внесення про неї запису до відповідного державного реєстру фінансових установ. Оскільки відповідно до закону управління активами венчурних фондів потребує ліцензування, КУА має право на здійснення таких послуг лише після отримання відповідних ліцензій. КУА здійснює професійну діяльність за умови включення протягом трьох місяців після отримання ліцензії до державного реєстру фінансових установ, які надають фінансові послуги на ринку цінних паперів, відповідно до чинного законодавства України.

Законодавство зі спільного інвестування встановлює значні розміри витрат на управителя та суб'єктів, що обслуговують діяльність венчурного фонду. Так, відповідно до ст. 31 Закону України «Про ІСІ» винагорода КУА венчурного фонду встановлюється у співвідношенні до вартості чистих активів

(далі – ВЧА) ІСІ та (або) приросту ВЧА ІСІ. Максимальний розмір винагороди КУА (в тому числі премії) та порядок її нарахування встановлюються Комісією. Винагорода КУА виплачується грошовими коштами. Тривалий час розмір винагороди КУА венчурного фонду, розрахованої у співвідношенні до ВЧА ІСІ не міг перевищувати 10 відсотків середньорічної ВЧА ІСІ протягом фінансового року, визначеної відповідно до нормативно-правових актів Комісії. Розмір винагороди КУА венчурного фонду, розрахованої у співвідношенні до приросту ВЧА ІСІ, не міг перевищувати 15 відсотків цього приросту за результатами діяльності за звітний рік.

Із прийняттям Закону України «Про інститути спільного інвестування» від 5 липня 2012 р. № 5080-VI ситуація не змінилась. Стаття 65 цього Закону зазначає, що винагорода КУА венчурного фонду визначається як відсоток ВЧА та/або приросту ВЧА. Максимальний розмір винагороди КУА (в тому числі премії), порядок її нарахування та сплати встановлюються Комісією.

Наразі визначення ВЧА для розрахунку винагороди КУА здійснюється на підставі даних середньомісячних розрахунків ВЧА станом на кінець останнього робочого дня звітного місяця. За підсумками фінансового року здійснюється остаточний перерахунок винагороди КУА за рік на підставі розрахунку середньорічної ВЧА, здійсненому за даними щомісячних розрахунків чистих активів ІСІ. На винагороду КУА припадає значна частина витрат, що підлягають відшкодуванню за рахунок активів ІСІ. Учасник ІСІ хоч і не особисто, але за рахунок активів ІСІ, ще не одержавши прибутку, змушений нести витрати у вигляді винагороди КУА. Особливість винагороди КУА полягає в тому, що вона має право відраховувати належні їй грошові суми як безпосередньо з доходів від використання майна, переданого в управління, так і з самого майна, оскільки це передбачено законом. Натомість відповідно до ст. 1042 ЦК України управитель майном, якщо це передбачено законом або укладеним відповідно до нього договором, має право відраховувати належні йому відповідно до частини першої цієї статті грошові суми безпосередньо з доходів від використання майна, переданого в управління [4].

Окрім винагороди КУА може виплачуватись премія, розмір якої не може перевищувати 15% розміру прибутку, отриманого ІСІ за результатами діяльності за звітний рік, понад прибуток, запланований в інвестиційній декларації ІСІ на відповідний фінансовий рік. Запланований прибуток визначається на рівні встановленої НБУ середньозваженої облікової ставки на рік. Фактично премія КУА за управління становить собою винагороду за додатковий дохід учасників ІСІ. Вона обумовлюється підвищеним рівнем доходності ІСІ за відповідний період часу над запланованою в інвестиційній декларації доходністю.

КУА також має право на відшкодування витрат, здійснених при управлінні. Відповідно до пп. 1 п. 1 Положення «Про склад і розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів ІСІ», за рахунок активів ІСІ сплачуються: винагорода зберігачу ІСІ; винагорода реєстратору ІСІ; винагорода аудитору ІСІ; винагорода оцінювачу майна ІСІ; винагорода торговцю цінними паперами; операційні витрати, пов’язані із забезпеченням діяльності ІСІ, у тому числі: реєстраційні послуги; виготовлення бланків цінних паперів ІСІ, розрахунково-касове обслуговування ІСІ банком; нотаріальні послуги; послуги депозитарію; оплата вартості публікації обов’язкової інформації щодо діяльності ІСІ; інформаційні послуги (оплата вартості придбання інформації щодо діяльності емітентів, у цінні папери яких розміщено або передбачається розміщувати активи ІСІ; оплата іншої інформації, необхідної для забезпечення спільного інвестування); орендна плата; фонд оплати праці членам наглядової ради ІСІ; рекламні послуги, пов’язані з розміщенням цінних паперів ІСІ; витрати, пов’язані з обслуговуванням учасників (акціонерів) ІСІ та обігу цінних паперів ІСІ, у тому числі витрати на сплату відсотків за кредити, залучені КУА для викупу цінних паперів ІСІ (з урахуванням обмежень, установлених чинним законодавствам України для відкритих та інтервальних ІСІ); витрати на сплату відсотків за кредити, залучені КУА для венчурного ІСІ; витрати, пов’язані з придбанням, утриманням та реалізацією нерухомого майна, що входить до складу активів недиверсифікованих ІСІ; суми, що були сплачені КУА (для

відкритих та інтервальних ІСІ) за рахунок власних коштів як ціна викупу цінних паперів ІСІ при недостатності коштів, що становлять активи ІСІ [5].

Загалом розмір витрат не повинен перевищувати 5 відсотків середньорічної ВЧА ІСІ протягом фінансового року, розрахованої відповідно до нормативно-правових актів НКЦПФР (крім винагороди та премії КУА, податків та інших обов'язкових платежів, передбачених чинним законодавством). Інші не передбачені витрати, а також витрати, що перевищують встановлений розмір, здійснюються КУА за власний рахунок.

Структура суб'єктів, які обслуговують ІСІ, є системою договірних правовідносин КУА з відносно незалежними суб'єктами, що беруть участь у діяльності ІСІ (зберігач, незалежний оцінювач майна, торговці цінними паперами, депозитарій тощо).

Функції управління та зберігання активів розділені. Активи ІСІ у формі цінних паперів, які обслуговуються депозитарною системою, обліковуються на рахунку в цінних паперах у зберігача. Надання послуг щодо зберігання цінних паперів ІСІ та обліку прав власності на них, а також обслуговування операцій ІСІ здійснюються зберігачем на підставі відповідної ліцензії Комісії відповідно до договору з КУА. У одного зберігача на ім'я КУА, крім рахунку в цінних паперах, на якому обліковуються цінні папери, що належать самій КУА, можуть відкриватися окремі рахунки в цінних паперах для створених нею пайових інвестиційних фондів на підставі окремих договорів про відкриття рахунку в цінних паперах.

Для виконання функції обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах депозитарні установи здійснюють адміністративні, облікові та інформаційні депозитарні операції. Депозитарій та зберігач активів ІСІ для здійснення депозитарної діяльності виконують такі функції: зберігання цінних паперів; обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах; обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів. Кліринг та розрахунки за операціями щодо цінних паперів здійснює виключно

депозитарій, який отримав ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – розрахунково-клірингової діяльності.

З метою перевірки і підтвердження правильності річної фінансової звітності КУА повинна щорічно залучати аудитора (аудиторську фірму) для встановлення відповідності зазначеної звітності результатам своєї діяльності з активами ІСІ. Надання послуг з оцінки майна здійснюється оцінювачем майна ІСІ на підставі договору про надання послуг з оцінки вартості нерухомого майна ІСІ, який отримав сертифікат суб'єкта оціночної діяльності. У разі якщо регламентом передбачено, що активи пайового фонду включають нерухоме майно, КУА укладає договір з оцінювачем майна пайового фонду. З чого видно, що оцінювач майна виконує допоміжну роль в управлінні ІСІ, його участь не є обов'язковою. Розміщення та викуп розміщених цінних паперів ІСІ здійснюються КУА безпосередньо та/або через торговців цінними паперами ІСІ, з якими КУА уклала відповідні договори. Одним із різновидів торгівлі цінними паперами є андеррайтинг. Торговці цінними паперами як професійні учасники фондового ринку покликані забезпечити високу ефективність емісії КУА. Якісне надання послуг щодо розміщення цінних паперів забезпечує ефективне залучення грошових коштів індивідуальних інвесторів. Без участі андерайтера КУА досить важко розмістити випуск цінних паперів ІСІ.

Перераховані вище суб'єкти, що обслуговують венчурний ІСІ, у зв'язку із специфікою своєї діяльності, зазвичай, не спеціалізуються на інноваційній сфері. Крім того, участь великої кількості осіб в управлінні ІСІ вимагає посилення режиму комерційної таємниці, пов'язаної з об'єктами інвестування. Отже, громіздка структура таких суб'єктів обмежує використання венчурних ІСІ в інноваційних цілях.

Методика оцінки активів ІСІ також неприйнятна для венчурного інноваційного інвестування. Законодавство, що регламентує особливості розрахунку ВЧА ІСІ, взагалі не згадує про результати інтелектуальної, творчої та іншої діяльності як об'єкти інвестування активів ІСІ. При цьому в ньому зазначається, що до складу активів венчурного фонду можуть входити боргові

зобов'язання. Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством України. Позики за рахунок коштів венчурного фонду можуть надаватися тільки юридичним особам, учасником яких є такий венчурний фонд. Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з нерухомості, корпоративних прав та цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі, або з цінних паперів, які не отримали рейтингової оцінки відповідно до закону.

Не варто недооцінювати значення фінансових нормативів для розвитку «публічного» спільного інвестування. Утім, вони можуть перешкоджати розвитку інноваційної діяльності венчурних фондів («поріг входження» із мінімальним розміром активів ІСІ в 1 250 мінімальних заробітних плат, розмір статутного капіталу КУА, сплачений грошовими коштами, не менш ніж 7 000 000 гривень на дату державної реєстрації (дату внесення змін до Єдиного державного реєстру юридичних та фізичних осіб-підприємців). Звичайно, для великих інвесторів це незначні суми. Однак світовий досвід венчурного інвестування свідчить, що чимала частина інноваційних проектів реалізовувалась малими компаніями з незначним капіталом (яскравий приклад – компанія Facebook).

Використання податкових пільг операцій зі спільного інвестування дало поштовх до становлення індустрії венчурних фондів. Наразі звільняються від податку на прибуток кошти ІСІ (кошти, внесені засновниками КІФ та залучені від інвесторів, доходи від здійснення операцій з активами ІСІ, доходи, нараховані за активами ІСІ, та інші доходи від діяльності ІСІ (відсотки від позик, орендні (лізингові) платежі, звільняється від нарахування й сплати авансового платежу в бюджет з податку в розмірі ставки 16 %, нарахованої на суму дивідендів, що виплачуються на користь ІСІ, звільняється від ПДВ винагорода КУА, яка сплачується за рахунок активів ІСІ. Крім того, діє пільгова ставка податку з доходів фізичних осіб, на дивіденди, які виплачують ІСІ.

На нашу думку, податкові пільги мають розподілятись залежно від етапів розвитку інвестиційних проектів, так би мовити, виходячи з пріоритетності завдань кожного циклу. Податкові пільги стимулюють перші етапи інвестиційного циклу, а завершальні етапи, спрямовані на комерціалізацію наукових досліджень, потребують спеціального податкового режиму. Цілком природно постає питання доцільності надання податкових пільг, щоб вони не сприяли «законному» ухиленню від сплати податків.

Висновки. Надзвичайно важливим завданням для України залишається створення з урахуванням світового досвіду якісно нової моделі венчурного ІСІ, орієнтованого на інноваційну діяльність. До того часу в силу різних причин переважна більшість інноваційних проектів в Україні буде продовжувати здійснюватись за допомогою венчурних фондів, розташованих в іноземних юрисдикціях. Були певні сподівання, що новий Закон України «Про ІСІ» запровадить ефективну модель венчурного ІСІ, чого не відбулось. Закон лише дав нове визначення венчурного ІСІ, яким є недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб (частина десята ст. 7 Закону).

Список використаних джерел

1. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) : Закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rada.gov.ua. – Назва з екрану.

2. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 5 липня 2012 р. № 5080-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rada.gov.ua. – Назва з екрану.

3. Про порядок складання та розкриття інформації КУА та особами, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, та подання відповідних документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку : Положення, затверджене Рішенням Національної комісії з

цінних паперівта фондового ринку № 1343 від 2 жовтня 2012 р. Режим доступу: http://www.rada.gov.ua. – Назва з екрану.

4. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.rada.gov.ua. – Назва з екрану.

5. Про склад і розмір витрат, що відшкодовуються за рахунок активів інституту спільного інвестування : Положення, затверджене Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 2 липня 2002 р. № 196. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0600-02.

Слободян О.А. Венчурний інвестиційний фонд: феномен українського спільного інвестування чи «квазівенчурний» інститут?

У статті здійснено аналіз правової моделі венчурного інвестиційного фонду. Автор дослідив «квазівенчурний» характер венчурних інститутів спільного інвестування для здійснення інноваційного інвестування.

Ключові слова: інвестиції, інновації, управління майном, компанія з управління активами, венчурний інвестиційний фонд.

Слободян А.А. Венчурный инвестиционный фонд: феномен украинского совместного инвестирования или «квазивенчурный» институт?

В статье проводится анализ правовой модели венчурного инвестиционного фонда. Автор исследовал «квазивенчурный» характер венчурных институтов совместного инвестирования для осуществления инновационного инвестирования.

Ключевые слова: инвестиции, инновации, управление имуществом, компания по управлению активами, венчурный инвестиционный фонд.

Slobodian O.A. Venture investment fund: phenomenon of the Ukrainian joint-investment or «quasiventure» institute?

The article presents the analysis of the legal model of venture investment fund. The author researched the «kvaziventure» nature of venture investment institutions to implement innovative investment.

Key words: investment, innovation, property management, asset management company, a venture fund.