

*Йосиф Ігорович Іванюк,
аспірант кафедри інтелектуальної власності,
інформаційного та корпоративного права
Львівського національного університету
імені Івана Франка*

ВЕНЧУРНИЙ ФОНД ЯК ФОРМА ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ ТА ЄС

Головною ідеєю цієї доповіді є донесення думки про необхідність запозичення та впровадження в українське законодавство правил директив ЄС щодо спрощеного правового регулювання спільних венчурних інвестицій у малі та середні підприємства на противагу звичайному правовому регулюванню венчурного інвестування у великий бізнес.

Для початку необхідно коротко резюмувати правову базу та з'ясувати основні терміни, що будуть застосовуватися в цій доповіді, відтак слід розпочати зі спеціального нормативно-правового акту, що регулює діяльність ВФ, яким є Закон України “Про інститути спільного інвестування” від 05.07.2012 № 5080-VI (надалі за текстом – “**Закон**”).

Так, венчурним фондом, відповідно до частини 10 статті 7 Закону, є недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб.

В Україні ВФ може бути створено як корпоративний фонд (надалі за текстом – “**КФ**”) або пайовий фонд (надалі за текстом – “**ПФ**”). Ключова різниця полягає в тому, що КФ є юридичною особою, яка утворюється у формі акціонерного товариства і провадить виключно діяльність із спільного інвестування (ч. 1 ст. 8 Закону), а ПФ – це сукупність активів, що належать учасникам такого фонду на праві спільної часткової власності, перебувають в управлінні компанії з управління активами (надалі за текстом – “**КУА**”) та

обліковуюються нею окремо від результатів її господарської діяльності (ч. 1 ст. 41 Закону). Таким чином, КФ є повноцінною юридичною особою у той час як ПФ є лише сукупністю активів, які перебувають в управлінні КУА.

В частині, яка стосується Європейського Союзу (надалі по тексту – “ЄС”) слід взяти до уваги наступну нормативно-правову базу. Основним законодавчим актом ЄС, що регулює спільне інвестування є Директива Європейського Парламенту та Ради Європейського Союзу № 2009/65/ЄС від 13 липня 2009 року (надалі по тексту – “Директива”)¹. Так, відповідно до ст. 1 цієї Директиви, вона регулює діяльність щодо спільного інвестування в оборотні цінні папери (*англ. “transferable securities”*) створені в Державах-членах (“UCITS”). Виходячи із положень ч. 2 ст. 1 Директиви такою є інвестиційна діяльність щодо:

- оборотних цінних паперів або інших ліквідних фінансових активів за рахунок капіталу залученого від населення, і яка діє за принципом поширення ризику; та
- одиниць, які, на вимогу власників, викуповуються або погашаються, прямо чи опосередковано, з активів спільних інвестицій.

Зазначена вище інвестиційна діяльність, відповідно до ч. 3 ст. 1 Директиви, може здійснюватися у формі загального фонду (як фонду, що управляється *management companies*²), інвестиційного траст-фонду (відповідно до норм трастового права) або як інвестиційна компанія (відповідно до статуту/-ів).

Оборотними цінними паперами, в розумінні п. (n) ст. 2 Директиви, є (i) частки у компаніях та інші цінні папери, що еквівалентні до часток у компаніях, (ii) облігації та інші форми боргових цінних паперів (*англ. “securitised debt”*), (iii) будь-які інші оборотні цінні папери, які можуть бути отримані шляхом придбання або обміну.

¹ REGULATION (EU) No 2009/65/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). Опубліковано в Official Journal of the European Union 2 L 302/3 від 17.11.2009 р.

² *Management company* означає компанію постійним бізнесом якої є управління спільними інвестиціями (UCITS) у формах загального фонду або інвестиційних компаній (*Оригінал: ‘management company’ means a company, the regular business of which is the management of UCITS in the form of common funds or of investment companies (collective portfolio management of UCITS)*) – відповідно до ст. 1 Директиви (REGULATION (EU) No 345/2013 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 April 2013 on European venture capital funds. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 115/1 від 25.4.2013 р.)

Тобто, Директива не дає визначення поняття ВФ в якості самостійного суб'єкта інвестиційної діяльності³, як і його видів, проте чітко визначає, що таке інвестиційна діяльність UCITS та наводить перелік юридичних форм у яких така може бути здійснена.

Якщо проводити аналогію, можна казати, що аналогом UCITS в Україні є ІСІ відкритого типу. Такий висновок виникає з огляду на положення Директиви, які виключають її застосування до ІСІ закритих типів.

Правове регулювання спрощеної діяльності ВФ у ЄС здійснює Директива № 345/2013 про європейські венчурні фонди (надалі за текстом – “Директива EuVECA” або “EuVECA”), прийнята 17 квітня 2013 року.⁴

Виходячи із змісту положень Директиви EuVECA, першопричиною її прийняття була необхідність захисту венчурного капіталу від деяких правил AIFMD⁵ (надалі за текстом – “Директива AIFMD”), які не підходять для сектору інвестицій через ВФ, як наприклад, надто високих вимог до капіталу та обов'язку призначати депозитарія. Щоб вирішити цю проблему, європейські законодавці прийняли Директиву, яка дозволяє венчурним капіталістам розміщувати свої кошти (інвестувати) по усьому ЄС, при цьому, не відповідаючи всім вимогам Директиви AIFM. Простіше кажучи, інвестиції через ВФ стосуються вкладання коштів у малий та середній бізнес (надалі за текстом – “МСП”), відтак, така форма інвестування повинна бути спрощеною для чого і була прийнята Директива EuVECA, проте поряд з цим, діяльність інвестиційних фондів у ЄС регулюється також Директивою AIFMD. Так, Директива AIFMD встановлює правила для акредитації (уповноваження), поточної роботи і прозорості управлінців альтернативних інвестиційних фондів (AIFMs), які керують і / або просувають альтернативні інвестиційні фонди (AIFS) в ЄС.⁶ У свою чергу, як зазначено у п.

³ У розділі III цієї статті наведено дефініцію поняття кваліфікаційного венчурного фонду в розумінні Директиви EuVECA, проте ця дефініція не є загальною та уніфікованою для цілей визначення поняття ВФ, загалом, в ЄС. Дзеркально протилежним прикладом загального та уніфікованого визначення поняття венчурного фонду є українське визначення поняття ВФ, яке наведено в Законі.

⁴ REGULATION (EU) No 345/2013 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 April 2013 on European venture capital funds. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 115/1 від 25.4.2013 р.

⁵ AIFMD – Alternative Investment Fund Managers Directive No 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 174/1 від 1.7.2011 р.

⁶ Ibid, ст. 1.

(а) ч. 1 ст. 4 Директиви AIFMD, альтернативні інвестиційні фонди (*alternative investment funds*) означають діяльність з спільного інвестування, включно з діяльністю підрозділів альтернативних інвестиційних фондів (надалі за текстом – “AIF”), яка залучає капітал від певної кількості інвесторів з метою інвестування його відповідно до визначеної інвестиційної політики на користь цих інвесторів.

При цьому, виходячи з п. 6 преамбули та ч. 2 ст. 2 Директиви AIFMD, вона застосовується до діяльності:

- альтернативних інвестиційних фондів як відкритого так і закритого типу, якими, зокрема, є ВФ в ЄС відповідно до положень Директив AIFMD та EuVECA,
- загальних фондів (договірне право), інвестиційних траст-фондів (трастове право), інвестиційних компаній (статути) чи фондів утворених в будь-яких інших формах.

Так, у п. (b) ч. 1 ст. 4 Директиви AIFMD передбачено, що управлінцями AIF є юридичні особи, що провадять господарську діяльність з управління альтернативними інвестиційними фондами.

Таким чином, можна проводити паралель між компаніями управління активами, які керують венчурними фондами та менеджерами AIF в ЄС. Спільною рисою є те, що компанія управління активами є аналогом менеджера AIF в ЄС, проте чітке визначення юридичної форми менеджера AIF визначається за конкретним матеріальним правом держави члена ЄС, де такий менеджер веде свою господарську діяльність (або на території якої в межах ЄС менеджер-нерезидент веде свою діяльність через підрозділ / дочірню компанію або фонд).

Директива AIFMD, так само, визначає, що кожен альтернативний інвестиційний фонд (управлінець-юридична особа такого фонду) повинен бути акредитований (уповноважений) відповідно до положень цієї Директиви AIFMD

та національного законодавства держави де такий створений чи веде свою інвестиційну господарську діяльність.⁷

У статті 9 Директиви AIFMD містяться зобов'язання держав членів ЄС щодо капіталу менеджерів AIF. Так, стандартною вимогою до розміру початкового капіталу внутрішніх AIF є 300 000 Євро⁸, проте у частині другій цієї статті є виключення про те, що початковий капітал може складати 125 тис. Євро в тому випадку, якщо менеджер AIF є зовнішнім менеджером (тобто, організацією, що керує інвестиціями за принципом схожим до того, що описаний в Законі щодо компаній управління активами⁹). Якщо ж менеджер керує фондами де портфоліо інвестицій перевищує 250 мільйонів Євро, менеджер повинен забезпечити додаткову кількість власного капіталу у розмірі 0,02% від суми перевищення, але не більше 10 мільйонів Євро.¹⁰

На завершення слід охарактеризувати Директиву EuVECA, оскільки така є спеціальною по відношенню до кваліфікаційних венчурних фондів в ЄС та набрала чинності 1 травня 2018 року. Так, відповідно до ст. 1 Директиви EuVECA, така застосовується до управлінців спільних інвестицій по відношенню до просування венчурних капіталів у ЄС, таким чином, роблячи вклад у функціонування внутрішнього ринку; водночас, менеджери спільних інвестицій за Директивою EuVECA повинні відповідати наступним критеріям:

- активи, що ними управляються (i) не повинні перевищувати суми у 100 мільйонів Євро, або (ii) не повинні перевищувати суми у 500 мільйонів Євро за умови якщо протягом 5 років з моменту здійснення першої інвестиції (перших інвестицій) не відбувається її (їх) погашення,

⁷ Статті 5-8, 10-11 Директиви AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive No 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 174/1 від 1.7.2011 р.

⁸ Виходячи із змісту ч. 1 ст. 5 та ч. 1 ст. 9 Директиви AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive No 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 174/1 від 1.7.2011 р., внутрішнім AIF є фонд де менеджер-юридична особа такого фонду тотожна самому фонду.

⁹ Такий висновок впливає із змісту ч. 1 ст. 5 та ч. 2 ст. 9 Директиви AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive No 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 174/1 від 1.7.2011 р.

¹⁰ ч. 3, ч. 5 ст. 9 Директиви AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive No 2011/61/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 8 June 2011. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 174/1 від 1.7.2011 р.

- вони повинні бути створені та вести діяльність в межах ЄС,
- вони повинні пройти акредитацію (уповноваження), що є різновидом ліцензування у країні ЄС своєї реєстрації,
- вони повинні управляти портфоліо кваліфікаційних венчурних фондів.¹¹

В розумінні Директиви EuVECA (ч. 2 ст. 2) кваліфікаційним венчурним фондом є спільна інвестиція:

- у розмірі щонайменше 70% сукупних капітальних внесків і нецільового капіталу в активи, які є кваліфікованими інвестиціями, розраховані на основі сум, інвестованих після вирахування всіх відповідних витрат і запасів у грошовій формі та еквівалентах грошових коштів, яка має намір бути здійсненою у встановлені терміни відповідно до правил або установчих документів,
- яка не використовує більше 30% своїх сукупних капітальних внесків і нецільового вкладеного капіталу для придбання активів, відмінних від кваліфікованих інвестицій, розрахованих на підставі сум, що можуть бути інвестовані після вирахування всіх відповідних витрат і запасів у грошовій формі та їх еквівалентах,
- яка здійснена на території держави члена ЄС.

У випадку відповідності зазначеним вище основним критеріям та обмеженням, менеджер AIF, зареєстрований в одній державі члені ЄС, може просувати кваліфікаційні венчурні фонди у всіх інших державах-членах ЄС: (i) професійним клієнтам (замовникам), (ii) іншим інвесторам, які інвестують щонайменше 100 тисяч Євро та які підтвердили, що ознайомлені з ризиками таких (такої) інвестицій (інвестиції), (iii) керівникам, директорам та співробітникам, які беруть участь у управлінні інвестиційних фондів.¹²

¹¹ ст. 1 Директиви EuVECA (REGULATION (EU) No 345/2013 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 April 2013 on European venture capital funds. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 115/1 від 25.4.2013 р.

¹² Розділ II, III Директиви EuVECA (REGULATION (EU) No 345/2013 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 April 2013 on European venture capital funds. Опубліковано в Official Journal of the European Union L 115/1 від 25.4.2013 р.)

Таким чином, можна дійти до висновку, що альтернативним інвестиційним фондом в ЄС може бути ІСІ як закритого так і відкритого типу, якщо відповідатиме ознакам та критеріям для АІФ, визначеним Директивою АІФМД, а венчурний кваліфікаційний фонд, за правом ЄС, є видом альтернативного інвестиційного фонду, що управляється акредитованим менеджером та до якого можуть застосовуватися положення Директиви EuVECA.

Директива EuVECA виставляє додаткові обмеження та критерії для венчурних капіталістів з метою спрощення ведення діяльності та просування венчурних інвестицій в державах членах ЄС. В тому випадку, якщо венчурний фонд у ЄС не виконує вимог Директиви EuVECA в цілях ведення інвестиційної діяльності у спрощеній формі, такий буде вважатися повноцінним АІФ та до нього застосовуватимуться положення Директиви АІФМД.

В цей же час, Директива АІФМД не поширюється на ВФ, які діють відповідно до Директиви EuVECA (крім випадків, якщо це прямо передбачено у Директиві EuVECA). Аналогічне правило застосовне і до альтернативних інвестиційних фондів, що діють відповідно до Директиви АІФМД (крім випадків, якщо це прямо передбачено у Директиві).

Резюмуючи вищенаведене, суттєвими є наступні відмінності щодо регулювання діяльності ВФ в Україні та ЄС:

- в Україні немає спрощених умов для діяльності венчурних фондів в частині здійснення інвестицій у малий та середній бізнес, натомість, в ЄС, для таких цілей, 1 травня 2018 року набрала чинності Директива EuVECA,
- в Україні не врегульовано питання просування пропозицій щодо інвестування, у той же час, в ЄС таке чітко врегульовано на рівні зобов'язань держав членів ЄС, які приймаються такими на себе після набрання чинності директивами,
- Директива EuVECA висуває спеціальні вимоги до структури активів кваліфікаційного венчурного фонду, але якщо венчурний фонд в ЄС не веде діяльність відповідно до Директиви EuVECA, до нього будуть

застосовуватися лише загальні правила Директиви AIFMD, та національні закони держави члена ЄС де такий ВФ створено.

З точки зору покращення інвестиційного клімату України буде доцільним запозичення у ЄС умов спрощення ведення інвестиційної діяльності для венчурних фондів в Україні.

Наприклад, впровадження концепції вимог Директиви EuVECA дозволяє суттєво спростити спільні інвестиції у так звані стартапи, які належать до сектору МСП та потребують інвестиційних вкладень швидко та без зайвої бюрократії.

Впровадження концепції спрощеної діяльності венчурних фондів в Україні можна реалізувати шляхом доповнення Закону новим розділом 4 «Особливості діяльності інвестиційних фондів» у якому слід передбачити норми щодо діяльності ВФ в концепції Директиви EuVECA.

Так, у новому розділі слід зазначити критерії за наявності яких ВФ вправі вести спрощену діяльність; в цьому контексті доцільно запозичити норми ст. 1 Директиви EuVECA, які зазначені вище.

Окремою статтею слід врегулювати питання до діяльності КУА таких «спрощених» ВФ. Загальні вимоги, що виставляє Директива EuVECA до таких КУА зазначені у її главі II серед яких, зокрема, вимоги про те, що при поглинанні активів використовується не більше 30% сукупних внесків до фонду та невитребуваного капіталу, експозиція фонду не може бути збільшена понад рівень його зобов'язального капіталу, а емітовані боргові зобов'язання ВФ покриваються невитребуваними зобов'язаннями (ст. 5 Директиви EuVECA); у такий «спрощений» ВФ дозволяється інвестування в сумі не меншій 100 тисяч Євро (ст. 6 Директиви EuVECA).

Водночас слід прийняти до уваги, що Директива EuVECA застосовується виключно як механізм виставлення вимог до держав-членів ЄС, відтак, кожна з держав вправі на національному рівні доповнювати законодавство в частині діяльності спільного інвестування. В результаті, доцільним буде доповнити новий 4 розділ Закону нормами щодо обмеження економічних індустрій у які може вкладати «спрощений» ВФ та надати посилання на окреме положення

Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо структури активів такого ВФ. Так, слід зазначити, що дія цього розділу Закону поширюється виключно на інвестиції в МСП у сфері інформаційних технологій і будівництва.

Крім вищезазначеного, у новому 4 розділі Закону необхідно чітко окреслити правила щодо реклами об'єктів інвестування та їх просування на ринку України. Зокрема, Закон повинен забороняти спекулятивне просування об'єктів інвестування та обов'язково виставляти вимоги щодо надання інформації про об'єкти інвестицій у обсязі, який передбачено Законом України «Про захист прав споживачів», оскільки такі інвестиції будуть просуватися, в першу чергу, населенню.

Насамкінець, ВФ, які будуть провадити свою інвестиційну діяльність відповідно до цього розділу Закону повинні бути відкритими фондами, тобто, проспект емісії має бути відкритим, структура власності та відомості про кінцевих бенефіціарних власників мають бути опубліковані, а консолідована фінансова звітність повинна публікуватися на веб-сайті групи цього ВФ.

Для уникнення шахрайських транзакцій на ринку цінних паперів слід обмежити суб'єктний склад покупців цінних паперів такого «спрощеного» ВФ та обсягу цінних паперів, що можуть придбаватися. Таке правило слід відобразити в окремій статті нового розділу 4 Закону для превенції монопольного поглинання об'єктів інвестування компаніями-гігантами відповідних економічних секторів. Доцільно зазначити у нормі, що великі підприємства не вправі володіти більше ніж 30% цінних паперів ВФ, що розраховуються від активів ВФ, проте в частині вкладників МСП обмежень зазначати не потрібно, оскільки в таких відсутній ресурс для створення монополії. Насамкінець, пропорція володіння цінними паперами такого ВФ в частині великих підприємств повинна зменшуватися відповідно до кількості вкладників великих підприємств. В результаті, доцільно встановити в Законі обмеження, що у випадку якщо цінними паперами ВФ володіють два чи більше великих підприємств, тоді їх сукупна частка не може перевищувати 40%, оскільки «спрощений» ВФ створений та функціонує для

просування інвестицій у МСП, відповідно, необхідно запобігти вирішальному впливу на правочини, які вчиняє цей ВФ через КУА.

В частині КУА, які здійснюють управління «спрощеними» ВФ, у розділі 6 Закону необхідно додати статтю, що встановлює заборону на наявність у складі структури власності КУА великих підприємств, проте найдоцільнішим буде впровадження норми, яка зобов'язуватиме реєструвати нову КУА разом із «спрощеним» ВФ з урахуванням зазначеного обмеження. Така концепція дозволяє запобігти впливу на діяльність ВФ через КУА, якою можуть володіти великі компанії чи пов'язані з ними особи.

У той же час, для компаній-гігантів, що здійснюють, наприклад, будівельну діяльність через ВФ, можна застосовувати звичайні вимоги щодо діяльності ВФ (на прикладі Директиви AIFMD та інших норм Закону ніж новий розділ 4) як до підприємств сегменту великого бізнесу.

Насамкінець, така диференціація дозволить вдосконалити існуюче правове регулювання венчурної інвестиційної діяльності, оскільки виставлятиме чіткі критерії для інвестицій у МСП та інвестицій у великий бізнес. Зокрема, це дозволить суттєво скоротити різні моделі податкового шахрайства, які станом на сьогодні застосовуються будівельними компаніями, що не володіють достатньою кількістю активів та грошей для гарантування інвестиційних вкладів фізичних осіб.