

ХАРКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ВНУТРІШНІХ СПРАВ
МІНІСТЕРСТВО ВНУТРІШНІХ СПРАВ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

СІТЧЕНКО ГАННА МИКОЛАЇВНА

УДК: 347.191.2 (043.3/.5)

ДИСЕРТАЦІЯ

**ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТИВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ:
ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВИЙ АСПЕКТ**

Спеціальність 081 Право
Галузь знань 08 Право

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

Г. М. Сітченко

Науковий керівник:
Жорнокуй Юрій Михайлович,
доктор юридичних наук, професор

ХАРКІВ - 2024

АНОТАЦІЯ

Ситченко Г.М. Венчурне інвестування інноваційної діяльності: цивільно-правовий аспект. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 081 «Право» з галузі знань 08 «Право». Харківський національний університет внутрішніх справ. Харків, 2024.

Дисертація є кваліфікаційною науковою працею, яку присвячено дослідженню цивільно-правового регулювання відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності з розробкою пропозицій до вдосконалення чинного законодавства України в цій сфері, що зумовлюється євроінтеграційними процесами нашої країни у контексті імплементації вироблених у світовій практиці ефективних правових механізмів забезпечення відповідного виду діяльності.

Вперше проведено аналіз світової практики структурування відносин венчурного інвестування і правової доктрини щодо визначення їх суб'єктного складу у цивільно-правовому аспекті та можливість їх застосування у правовій дійсності України. Визначено особливості правового становища суб'єктного складу та їх організаційно-правові форми, а також правового режиму об'єктів відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні. З'ясовано форми та способи захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

За результатами проведеного дослідження було сформульовано низку теоретичних положень та висновків. Зокрема, доведено, що венчурне інвестування інноваційної діяльності у сфері приватних відносин – це вид діяльності венчурних інвесторів з придбання часток (акцій) у статутних капіталах товариств-реципієнтів, що здійснюють інноваційну діяльність на ранній стадії виведення їх інноваційного продукту на ринок чи (та) його масштабування, спрямованого на отримання прибутку від подальшого продажу

зазначених часток (акцій), що характеризується високими ризиками і довгостроковістю повернення вкладених інвестицій.

Проведено аналіз та розкрита сутність венчурного інвестування інноваційної діяльності через особливості його суб'єктного складу (інвестор, як правило інституційний, та венчурне товариство (акціонерне товариство або товариство з обмеженою відповідальністю)); особливий об'єкт (частка (акції) у статутному капіталі товариства); та існування підвищеного ризику отримання негативних результатів або неотримання бажаного результату.

Сформовано поняття суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності та особливості правового статусу кожного з них відповідно до встановлених визначень, за яким ними є венчурні інвестори (фізичні та юридичні особи), які здійснюють індивідуальне або колективне венчурне інвестування, та венчурні товариства-реципієнти цих інвестицій (стартапи), частки (акції) в статутному капіталі яких є об'єктом венчурного інвестування.

На підставі проведеного дослідження доведено, що стартап як реципієнт венчурних інвестицій – це суб'єкт інвестиційної діяльності, власник або володілець об'єкту венчурного інвестування, який, в обмін на частки (акції) у статутному капіталі, одержав від інвестора майно, майнові права й інші цінності у власність чи у користування і використовує їх у своїй підприємницькій діяльності або в спільній підприємницькій діяльності з інвестором. Ознаками стартапу, що характеризують його як учасника відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, є: 1) новостворене товариство; 2) інноваційна спрямованість його діяльності; 3) значний ринковий потенціал; 4) високий ризик діяльності у сфері інновацій.

З'ясовано теоретичне розуміння технології краудфандингу як отримання грошей для фінансування виготовлення нових продуктів (послуг) від великої кількості людей з використанням соціальних мереж або спеціальних краудфандингових платформ. Доведено, що технологію краудфандингу не варто відносити до одного із видів бізнес-ангельського інвестування, оскільки

краудфандинг належить до способів дистанційної торгівлі, хоча і виконує функцію залучення коштів до інноваційних проектів.

Зроблено висновки про те, що у світовій практиці венчурний фонд не є організаційно-правовою формою юридичної особи, його варто розуміти як вид діяльності, яка може бути здійснена у доволі широкому колі організаційно-правових форм – обмеженого партнерства, товариства з обмеженою відповідальністю, партнерства з обмеженою відповідальністю.

Дістали подальшого розвитку положення щодо важливості системного підходу до подальших питань вирішення проблематики цивільно-правових механізмів, а саме закріплення особливостей правового статусу та організаційно-правові форми суб'єктів венчурного інвестування та правовий режим об'єктів; питання правових засобів, які опосередковують зміст договірної регуляції; форми та способи захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

На підставі проведеного структурно-логічного аналізу чинного законодавства України та доктринальних напрацювань щодо суб'єктного складу та об'єктів правовідносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, визначено, що інституційними інвесторами є суб'єкти венчурного інвестування, які на професійних засадах від свого імені здійснюють послуги щодо можливості реалізації венчурної інвестиції на етапі переддоговірних відносин між інвесторами та стартапом, частки (акції) в статутному капіталі яких є об'єктом інвестування, та безпосередньо здійснюють інвестиційну діяльність в них по вкладенню майна, майнових прав та інших цінностей, що передані їм індивідуальними інвесторами, на договірних засадах.

Доведено, що індивідуальні венчурні інвестори («бізнес-ангели» на міжнародному рівні) – інвестори, які здійснюють венчурне інвестування на ранніх етапах розвитку стартапу, їх важливою мотивацією є інтерес до конкретної інновації та впевненість у результатах її комерціалізації, при цьому основна мета – значне зростання вартості венчурного капіталу. Бізнес-ангели матеріально незалежні та інвестують власні кошти; здійснюють як матеріальну,

так і нематеріальну підтримку проектів на різних етапах їх реалізації; вони можуть діяти самостійно або у складі певних об'єднань.

У ході дослідження обґрунтовано, що об'єктом венчурного інвестування інноваційної діяльності є частка (акції) у статутному капіталі товариства-реципієнта разом зі всіма технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління, гудвілом та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які складають унікальність відповідного товариства порівняно з іншими особами, які працюють в відповідній сфері.

Обґрунтовано необхідність нормативного врегулювання діяльності стартапу з метою забезпечення цілісного процесу, що передбачає можливість залучення венчурних інвестицій на всіх стадіях від розроблення інновації або навіть ідеї інноваційної розробки, до ефективного комерційного втілення інновацій через зручні та зрозумілі механізми такої організації.

Удосконалено доктринальні підходи у цивільному праві щодо можливості реалізації специфічних контрольних прав венчурних інвесторів та їх захисту через існуючі організаційно-правові форми структурування відносин в контексті потреб світової моделі венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Доведено підхід, за яким актами цивільного законодавства регулюються особисті немайнові та майнові інвестиційні відносини, засновані на юридичній рівності, вільному волевиявленні, майновій самостійності їх учасників, а актами господарського законодавства встановлюються особливості таких відносин у процесі розміщення та використання інвестицій. Однак, необхідно враховувати й те, що саме цивільне право та цивільне законодавство формує предмет та особливості підприємницької діяльності, а також доктринальні засади підприємницького (господарського) права, що напряду стосується й інвестиційного та корпоративного законодавства.

З метою запозичення позитивного іноземного досвіду правового регулювання венчурного інвестування положення законодавства США та Великої Британії, проаналізовано доцільність рецепції окремих положень іноземного правового регулювання до українського законодавства, але

обґрунтовано та надано рекомендації щодо їх правового переосмислення та екстраполювання на українські економічні реалії.

Зроблено висновок, що форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності є елементом цивільно-правового механізму захисту прав, складовими якого є діяльність держави, її уповноважених органів і самої особи (як учасника венчурних корпоративних відносин) щодо створення юридичних умов, які сприяють недопущенню зупинки процесу здійснення права, а в разі виникнення перепон, для відповідного здійснення, – його відновлення.

Аргументовано, що юрисдикційна форма захисту прав суб'єктів відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності (елемент механізму цивільно-правового захисту) є сукупністю взаємопов'язаних правових засобів та способів, за допомогою яких поведінка учасників цих відносин, їх контрагентів та державних органів приводиться у відповідність до вимог і дозволів, що містяться у нормах права, і тим самим забезпечується захист законних прав суб'єктів цих відносин.

З'ясовано, що способи захисту прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності – це передбачені загальним і спеціальним законодавством, а також корпоративним договором способи для попередження правопорушення, відновлення (визнання) порушених (оспорюваних) прав і законних інтересів, що включає захист інвесторів та учасників (акціонерів) товариства-реципієнта (інноваційного стартапу).

Обстоюється позиція, що серед всього спектру механізмів та способів, що можуть бути застосовані в рамках неюрисдикційної форми захисту прав учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, найбільш прийнятним, у рамках попередження порушення прав учасників (акціонерів) товариств як інвесторів є укладення корпоративного договору. На практиці корпоративний договір передбачає захист права кожної його сторони, а його предметом є умови, що визначають порядок здійснення корпоративних прав, у

тому числі щодо умов купівлі-продажу часток (акцій), вирішення конфліктних ситуацій з позицій можливості управління та контролю інноваційним стартапом.

Доведено, що питанням, яке в обов'язковому порядку має вирішуватися в корпоративному договорі, є питання про межі впливу венчурного інвестора на діяльність реципієнта інвестицій поза об'ємом тих прав, які він і так має як венчурний інвестор та власник частки (акцій) у статутному капіталі реципієнта.

З'ясовано, що практика укладання корпоративних договорів залишається поширеною в рамках іноземних юрисдикцій, що спричинено небажанням учасників (акціонерів) українських товариств підпорядковувати відносини вітчизняному законодавству. Найголовнішою причиною того, чому такі договори не укладаються між учасниками (акціонерами) українських товариств стала позиція судів, відповідно до якої, договори між такими особами не можуть змінювати норми закону та статуту товариства, обмежувати права інших учасників (акціонерів).

Зроблено висновок, що договір венчурного інвестування інноваційної діяльності – це правочин, сторонами якого є венчурний інвестор, з однієї сторони, та реципієнт інвестицій (інноваційний стартап), з іншої, щодо встановлення, зміни чи припинення інвестиційних правовідносин між ними. Найбільш часто в таких договорах застосовується неустойка – грошова сума або інше майно, які боржник має передати кредиторів у разі порушення боржником зобов'язання, тобто її основне призначення – забезпечити належне виконання договору сторонами і, таким чином, уникнути ризику судового розгляду. Встановлення неустойки в договорах венчурного інвестування також дозволяє пом'якшити наслідки інформаційної асиметрії між інвестором і товариством-реципієнтом (інноваційним стартапом).

Ключові слова: інновації, інвестиції, суб'єкти, юридична особа, об'єкти, венчурне інвестування, інвестиційна діяльність, інноваційна діяльність, інвестиційний фонд, захист прав, правове становище, правовий режим, стартап, підприємництво, статутний капітал.

SUMMARY

Sitchenko H. M. Venture capital investment of innovation activity: civil law aspect – Qualification scientific research. Manuscript.

The thesis for the degree of Doctor of Philosophy, specialty 081 «Law» in the field of knowledge 08 «Law». Kharkiv National University of Internal Affairs. Kharkiv, 2024.

This thesis is research devoted to the study of civil law regulation for venture capital investments of innovation activities in Ukraine. It explores the effectiveness of potential improvements to the current legislation in the context of the European integration processes of Ukraine. It offers recommendations for changes to existing legislation implementing effective legal mechanisms to support alignment with international practice of venture capital investments in innovative activity in Ukraine.

This novel research analyses the international practice of structuring venture capital deals and the legal doctrine determining the legal status of the entities involved in venture capital investments in the aspect of civil law and the possibility of its application, following adjustment, to the legal reality of Ukraine. The author identifies the idiosyncrasies of the entity's legal status, organizational structure, and incorporation, in the context of the legal framework that underpins the objective of venture capital investment in innovative activities in Ukraine as well as the legal regime of the objects of venture capital investment of innovation. It also investigates and clarifies the forms and methods that can be used to effectively protect the rights of the parties of venture capital investments.

Based on the results of this research, the author makes a number of theoretical propositions and conclusions. In particular, it demonstrates that venture capital investment in innovation in Ukraine is a type of activity undertaken by venture capital investors to acquire equity shares of recipient companies engaged in innovation at an early stage of bringing their innovative product to the market and/or scaling it up, aimed at making a profit from the subsequent sale of these shares, and is characterized by high risks and long-term returns on investment.

This research thesis aims to identify legal obstacles within civil law regulations influencing the success of VC Investments in Ukraine. It reveals the essence of venture capital investment through the idiosyncrasies of the entities of VC deals; a special object (share (s) in the portfolio company); and the existence of an increased risk of negative results or failure to obtain the desired result from the innovative activity of the company.

The author formulates the concept of the entities of venture capital investment in innovation activity and the idiosyncrasies of their legal status in the context of Ukrainian Civil law regulation. Due to the unique structure and special role occupied by venture investment in innovative activity the key questions are specified separately for institutional investors (VC Funds), individual venture capital investors, and start-ups, shares in the equity capital of which are the object of venture capital investment.

Based on the study, it is proved that a startup as a recipient of venture capital investment is a subject of investment activity, owner or holder of a venture capital investment object which, in exchange for shares in equity capital, received property, property rights and other assets from an investor for ownership or use and uses them in its business activities or in joint business activities with an investor. The features of a startup that characterize it as a party of venture capital investment in innovation activities are: 1) a newly created company; 2) innovative orientation of its activities; 3) significant market potential; 4) high risk of activities in the field of innovation.

The author elucidates the theoretical understanding of crowdfunding technology as obtaining money to finance the production of new products (services) from a large number of people using social networks or special online platforms. It demonstrates that crowdfunding technology should not be attributed to angel investment since crowdfunding is a method of distance trading, although it performs the function of raising funds for innovative projects.

The author concludes that in international practice, a venture fund is not considered as a legal entity, and it should be understood as a type of activity which can be carried out in a fairly wide range of organizational and legal forms – limited partnership, limited liability company, and limited liability partnership.

The author further develops the provisions of the importance of a systematic approach to issues of addressing civil law mechanisms, namely, consolidation of the specifics of the corporate forms and legal status of venture capital investment entities, the legal frameworks of objects; issues of amending the content of contractual regulation; forms and methods of protection of the rights of venture capital investment entities in innovation.

Based on the structural and logical analysis of current Ukrainian legislation and doctrinal developments regarding the subject composition and objects of venture capital investment in innovation, the author determines that institutional investors are venture capital investment entities which, on a professional basis, provide services on their own behalf regarding the possibility of venture capital investment at the stage of pre-contractual relations between investors and a startup, and whose shares in its equity capital are the object of investment, and directly carry out investment activities for the investment of property, property rights and other assets transferred to them by individual investors on a contractual basis.

It is proved that individual venture capital investors («business angels») are investors who invest venture capital at the early stages of a startup's development; their important motivation is interest in a particular innovation and confidence in the results of its commercialization, with the main goal being a significant increase in the value of venture capital. Business angels are financially independent and invest their own funds; they provide both financial assets and human capital support to projects at different stages of their implementation; they can act independently or as part of certain associations.

The study proves that the object of venture capital investment in innovation is a share(s) in the equity capital of the recipient company (start-up), together with all technologies, production facilities, human resources, management system, goodwill and other elements of a single property complex which make up the uniqueness of the relevant company compared to others in the relevant field.

The author substantiates the need for legal regulation of activities of startups in the context of a holistic process that provides for the possibility of attracting venture

capital investments at all stages, from the development of an innovation or even an idea for an innovative development through to the effective commercial implementation of innovations using convenient and understandable mechanisms for such an organization.

The author proves that civil law acts regulate personal non-property and property investment relations based on legal equality, free expression of will, and property independence of their participants, and economic law acts establish the specifics of such relations in the process of investment placement and use. However, it should also be borne in mind that it is civil law and civil legislation that forms the subject matter and idiosyncrasies of business activity, as well as the doctrinal foundations of business (economic) law, which directly relates to investment and corporate law.

Following review of the literature of legal doctrine in Ukraine the author concludes that the forms of protection of the rights of the parties of venture capital investment are an element of the civil law mechanism for the protection of rights, which includes the activities of the State, its authorized bodies and the person (as a participant in venture capital corporate relations) to create legal conditions which help to prevent the suspension of the process of exercising those rights, and in case of obstacles to the relevant exercise - its restoration. It was found that the methods of protecting the rights of participants of venture capital investment in innovation activities are provided for by general and special legislation, and by corporate agreement. These protections are aimed at preventing a breach of rights, restoring (recognizing) violated (disputed) rights and legitimate interests, including those of investors and participants (shareholders) of the portfolio company (innovative startup).

The author argues that among the entire range of mechanisms and methods which can be applied within the framework of a non-jurisdictional form of protection of the rights of participants of venture capital investment to prevent a breach of rights, the most efficient one, is corporate agreement. In practice, corporate agreement provides for the protection of the rights of each party thereto, and its subject matter is the terms and conditions governing the procedure for exercising corporate rights, including the terms of purchase and sale of equity shares, and resolve disputes from

the perspective of corporate governance and the ability to manage and control an innovative start-up. The author improves the doctrinal approaches in civil law regarding the possibility of exercising specific rights of parties and their protection through the existing contractual, organizational and corporate forms of structuring relations in the context of the needs of standard practice in international venture capital investment.

This research shows that a significant issue which must be addressed in a corporate agreement is the question of the limits of a venture capital investor's influence on the activities of the investment portfolio company beyond the scope of the rights which it already has as a venture capital investor and the owner of a share(s) in the recipient's authorized capital.

This research examines the legal regulation of venture capital investments in foreign countries in the context of its implementation in Ukrainian civil law. The author analyses the feasibility of adopting certain provisions of foreign legal regulation into Ukrainian legislation and also provides recommendations for their legal rethinking and extrapolation to Ukrainian economic realities.

The author finds that the practice of concluding corporate agreements remains widespread using foreign jurisdictions rather than in Ukraine due to the reluctance of participants (shareholders) of Ukrainian companies to subordinate their relations to domestic law. The main reason why such agreements are not concluded between participants (shareholders) of Ukrainian companies in the jurisdiction of Ukraine is the position of the courts, according to which agreements between such parties cannot change the provisions of the law and the company charter, or restrict the rights of other participants (shareholders).

The author concludes that a venture capital investment agreement for innovation is a transaction between a venture capital investor and a recipient of investment (an innovative startup with regard to establishment, modification or termination of investment legal relations between them. The most commonly used penalty in such agreements is a monetary amount or other property that the debtor must transfer to the creditor in case of breach of the obligation, i.e. its main purpose is to ensure proper

performance of the agreement by the parties and thus avoid the risk of litigation. Establishing a penalty in venture capital investment agreements also helps to mitigate the effects of information asymmetry between the investor and the recipient company (innovative startup).

Keywords: innovations, investments, subjects, legal entity, objects, venture investment, investment activity, innovation activity, investment fund, protection of rights, legal status, legal regime, startup, entrepreneurship, equity capital.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Наукові праці, в яких опубліковані основні результати дисертації:

1. Сітченко Г. М. Щодо поняття венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Право та інновації*. 2021. № 2. С. 30–35. URL: <https://pti.org.ua/index.php/ndipzir/article/view/714/618>

DOI: [https://doi.org/10.37772/2518-1718-2021-2\(34\)-4](https://doi.org/10.37772/2518-1718-2021-2(34)-4)

2. Сітченко Г. М. Краудінвестинг як сучасний напрям реалізації бізнес-ангельського інвестування в Україні. *Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ*. 2021. № 4. С. 79–89. URL: <https://visnyk.univd.edu.ua/index.php/VNUAF/article/view/430/395>

DOI: <https://doi.org/10.32631/v.2021.4.05>

3. Sitchenko H. M. Venture capital investment and civil law: challenging for Ukraine in an international perspective. *Нове українське право*. 2023. № 3. С. 189–196. URL: <http://newukrainianlaw.in.ua/index.php/journal/article/view/501/452>

DOI: <https://doi.org/10.51989/NUL.2023.3.27>

4. Sitchenko H. M. Seeking for vc investment – what does matter for start-ups? *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 6. С. 185–188. URL: http://lsej.org.ua/6_2023/40.pdf

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0374/2023-6/40>

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

1. Сітченко Г. М. До питання цивільно-правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Стратегії підприємницької діяльності в інтересах сталого розвитку малого і середнього інноваційного підприємництва: зб. наук. пр. НДІ ПЗІР НАПрН України № 2 за матеріалами II круглого столу (м. Харків, 16 листоп. 2020 р.) / за ред. А. В. Стріжкової*. Харків: НДІ ПЗІР НАПрН України, 2020. С. 108–116.

2. Сітченко Г. М. Стартап як об'єкт венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Учасники цивільних відносин: новації рекодифікації цивільного*

(приватного) права України: матеріали XIX наук.-практ. конф., присвяч. 99-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 12 берез. 2021 р.). Харків: Право, 2021. С. 349–351.

3. Сітченко Г. М. Договір convertible note як інструмент венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні: очікування та реальність. *Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних та сімейних прав: матеріали наук.-практ. конф., присвяч. пам'яті проф. Ч. Н. Азімова (м. Харків, 15 груд. 2021 р.).* Харків: Право, 2021. С. 186–190.

4. Сітченко Г. М. Цивільно-правовий захист прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Здійснення та захист корпоративних прав в Україні: шлях до європейських стандартів: Зб. наук. праць за матеріалами XXI Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Івано-Франківськ, 6 жовт. 2023 року) / НДІ приватного права і підприємництва імені акад. Ф. Г. Бурчака НАПрН України; за ред. д-ра юрид. наук В. А. Васильєвої.* Івано-Франківськ, 2023. С. 108–111.

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	18
ВСТУП	19
РОЗДІЛ 1. ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ ПРО ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТИВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ	29
1.1. Сучасний стан вивчення проблематики венчурного інвестування інноваційної діяльності.	29
1.2. Цивільно-правове регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності.	43
1.3. Поняття та сутність венчурного інвестування інноваційної діяльності.	60
Висновки за розділом 1.	74
РОЗДІЛ 2. СУБ'ЄКТИ ТА ОБ'ЄКТИ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТИВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ	76
2.1. Правове становище суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.	76
2.2. Правовий режим об'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.	117
Висновки за розділом 2.	136
РОЗДІЛ 3. ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВИЙ ЗАХИСТ ПРАВ СУБ'ЄКТІВ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТИВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ	140
3.1. Форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.	140
3.1.1. Юрисдикційна форма захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.	144
3.1.2. Неюрисдикційна форма захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.	152

3.2. Способи захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.	174
Висновки за розділом 3.	189
 ВИСНОВКИ.	 194
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.	201
ДОДАТКИ.	225

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

АТ – акціонерне товариство

ВФ – венчурний фонд

ГК України – Господарський кодекс України

ГПК України – господарський процесуальний кодекс України

ЄС – Європейський Союз

ІСІ – інститути спільного інвестування

ІТ – інформаційні технології

КУА – компанія з управління активами

НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України

ТОВ – товариство з обмеженою відповідальністю

ЦК України – Цивільний кодекс України

EVCA (англ. European private equity and venture capital association) – Європейська асоціація приватних інвестицій та венчурного капіталу

IPO (англ. Initial Public Offering) – первинне публічне розміщення компанією власних цінних паперів на фондовому ринку задля їх реалізації серед інших суб'єктів

LP (англ. limited partnership) – обмежене партнерство

NVCA (англ. National venture capital association) – Національна асоціація венчурного капіталу США

UVCA (англ. Ukrainian venture capital association) – Українська асоціація венчурного капіталу

ВСТУП

Обґрунтування вибору теми дослідження. Сьогодні Україна бореться не лише за незалежність з іноземним агресором, але демонструє здатність до швидкої зміни суспільного устрою, економіки та нормативного масиву з метою повноцінної інтеграції до європейської та світової спільноти. Враховуючи масштаб втрат¹ очевидно, що Україна потребує додаткової допомоги, окрім макроекономічної підтримки, високорозвинений ринок венчурних інвестицій може мати вирішальне значення для відновлення та трансформації країни.

З початку повномасштабного вторгнення Україна впроваджує амбітну програму реформ, що має на меті відкрити український ринок венчурного капіталу для інвесторів з усіх секторів та країн світу, які підтримують та активно долучаються до проектів інноваційного розвитку України. Це важливий час для економіки інновацій та венчурних інвестицій². З літа 2022 року низка учасників ринку венчурного інвестування, що базуються в Лондоні та Нью-Йорку, оголосили про створення нових фондів для підтримки інвестицій на ранніх стадіях в українські товариства, а український уряд визначив венчурний капітал пріоритетним у своїх планах щодо післявоєнної відбудови³.

Зважаючи на той факт, що приватне інвестування є частиною відновлення України, важливо дослідити питання поточного стану законодавства України щодо можливостей та перспектив практичної реалізації венчурного інвестування інноваційної діяльності. Загальновизнано, що законодавча база для інститутів

¹ Відповідно до результатів оцінки, що здійснена в рамках Національної ради з відновлення України від наслідків війни ... загальна сума прямих задокументованих збитків житловій та нежитловій нерухомості, іншій інфраструктурі України станом на вересень 2022 року склала понад \$ 127 млрд. Втрати активів бізнесу становлять щонайменше \$9,9 млрд. і продовжують зростати, також зазначено, що непрямі збитки (неотримані доходи) набагато вищі – \$30 млрд. [46]. Крім того, станом на 24 лютого 2023 року, розмір прямої шкоди, завданої Україні, сягав вже понад \$ 135 млрд., а потреби у відновленні та відбудові були оцінені у \$ 411 млрд. У ці потреби включено критично важливі кроки на шляху трансформації країни у відповідності до політик і стандартів ЄС та з огляду на готовність до вступу в ЄС [141].

² В Україні вже існує певна сформована екосистема, здатна підтримувати розвиток венчурних інновацій. За п'ять останніх років сумарна оцінка українських стартапів зросла на 703%. Більше того, за тогорічними результатами Україна посіла 6 місце в Центрально-Східній Європі за обсягом венчурного фінансування [164].

³ За даними Української асоціації венчурного капіталу на часі до інвестиційних процесів залучено 300 іноземних фондів, а в період з 2014 року було укладено понад 2000 угод з українськими компаніями. Тільки з початку 2022 року і до першого кварталу 2023 зафіксовано 199 угод на \$881 млн. (в Асоціації зазначають, що реальна сума більша, оскільки багато угод не розголошують суму інвестицій) [159].

інвестування венчурного капіталу є важливою змінною для пояснення його практичної реалізації та наслідків у різних країнах.

Питання співвідношення між законодавчою базою, яка сприяє залученню венчурних інвестицій в Україну, та їх витоком з країни за нинішніх обставин, та попередньо визначених як основні перешкоди на шляху України як надійного інвестиційного партнера. Такий стан, не в останню чергу, пов'язаний з схоластичним характером чинного законодавства, що охоплює чимало непрацюючих, взаємно суперечливих і неефективних регуляторних норм, відсутністю послідовності та системності відповідних актів, стратегій та програм розвитку, що забезпечили б сталий розвиток цієї сфери національної економіки.

Недостатнім залишається рівень доктринального осмислення категорій венчурного інвестування у правовій науці України. Так, окремі питання, пов'язані з формами здійснення інвестицій, досліджувалися у працях вітчизняних науковців: Ю. Є. Атаманової, Д. Є. Висоцького, О. М. Вінник, О. С. Віхрова, К. С. Іванової, О. Р. Кібенко, В. Ю. Полатая, О. Е. Сімсон, та інших та іноземних фахівців: M. Lausner, K. Litvak, P. Gompers, J. Lerner, J. Armour, D. Cumming, S. Kaplan та інших.

На дисертаційному рівні господарсько-правовий підхід щодо дослідження питань венчурного інвестування викладено в роботах Т. С. Гудіми «Правове регулювання діяльності з венчурного інвестування» та Р. В. Тарнавського «Господарсько-правове стимулювання венчурного інвестування в Україні». Натомість цивілістичний аспект досліджуваної проблематики вивчав Ю. М. Жорнокуй «Правове регулювання венчурного підприємництва (цивільно-правовий аспект)». Однак, незважаючи на попередні дослідження, питання цивільно-правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності для ефективної його реалізації набуває нової актуальності та залишається відкритим для нових дискусій у фокусі розпочатих реформ на шляху до євроінтеграції та економічного відновлення. Вказана потреба зумовлена відсутністю цілісної нормативно-правової бази, яка б забезпечила сприятливий інвестиційний клімат і конкурентний розвиток інноваційного

потенціалу в середині держави. З точки зору можливості активізації економічних ефектів венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні, подальшого розгляду потребує питання наближення національного законодавства до світової моделі структурування венчурних транзакцій та імплементації відповідних правових механізмів в контексті внесення відповідних змін до національного договірної та корпоративного права.

Окреслені обставини зумовлюють актуальність теми дисертаційного дослідження, необхідність проведення комплексного правового аналізу виявлених теоретичних та практичних проблем, потребу у їх науковому осмисленні та законодавчому вирішенні. Дисертаційне дослідження спрямоване на подолання існуючих прогалин в цивільно-правовій доктрині, присвяченій питанням венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження виконано відповідно до п.п. 13.3, 13.9 Основних напрямів наукових досліджень ХНУВС на 2021–2024 роки (рішення Вченої ради ХНУВС від 28.08.2021 р., протокол № 7). Тема дисертаційного дослідження затверджена Вченою радою Харківського національного університету внутрішніх справ (протокол № 13 від 24 грудня 2019 р.).

Мета і завдання дослідження. *Мета* роботи полягає у встановленні правової природи та сутності венчурного інвестування інноваційної діяльності, визначення специфіки та особливостей правового становища суб'єктів та правового режиму об'єктів відповідних правовідносин, форм та способів цивільно-правового захисту прав суб'єктів такої діяльності.

Дослідницька мета досягається в дисертаційній праці шляхом вирішення таких *завдань*:

- дослідити поточний стан інвестиційного законодавства та інноваційної діяльності;
- виокремити ключові аспекти та проблематику цивільно-правового регулювання венчурного інвестування;

- визначити поняття та сутність венчурного інвестування як інституту цивільного права;
- розширити наявні цивільно-правові напрацювання щодо суб'єктного складу та розуміння об'єктів правовідносин щодо венчурного інвестування;
- обґрунтувати подвійну правову природу реципієнта венчурних інвестицій, визначити особливості та кваліфікаційні ознаки, що надає йому статусу реципієнта венчурних інвестицій;
- встановити оптимальні організаційно-правові форми для ефективної реалізації діяльності інноваційних товариств в Україні, надати рекомендації щодо вдосконалення правового регулювання корпоративних прав реципієнта венчурних інвестицій;
- визначити форми захисту прав учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності;
- окреслити коло цивільно-правових способів захисту учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності;
- обґрунтувати загальні рекомендації, спрямовані на вдосконалення чинного законодавства, що регулює відносини венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Об'єктом дослідження є суспільні відносини щодо венчурного інвестування інноваційної діяльності, реалізації цивільно-правового захисту прав суб'єктів та загальнотеоретичні проблеми їх здійснення.

Предметом дослідження є відносини венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Методологічну основу дисертаційного дослідження складають сучасні методи наукового пізнання, закони і принципи матеріалістичної діалектики та формальної логіки, об'єктивно існуючі закономірності суспільно-економічного розвитку.

З використанням структурно-функціонального та комплексного методів було проаналізовано стан наукової розробленості та проблематики вивчення венчурного інвестування інноваційної діяльності, що стало підґрунтям для

виявлення основних теоретичних проблем у цьому питанні та дало можливість запропонувати конкретні пропозиції щодо вдосконалення цивільного законодавства України (підрозділ 1.1, 1.2).

За допомогою формально-логічного методу здійснено тлумачення таких понять як «венчурне інвестування інноваційної діяльності», «суб'єкти венчурного інвестування інноваційної діяльності», «об'єкти венчурного інвестування інноваційної діяльності», «форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності» та «способи захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності» (підрозділи 1.3, 2.1, 2.2, 3.1, 3.2).

Зокрема методом порівняльно-правового аналізу досліджувалися нормативно-правові акти різних країн, що регулюють досліджувані правовідносини. Об'єктом порівняння в цьому дослідженні є існуючі наукові доктрини та законодавство, що регулює порядок здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності, правове становище учасників таких відносин, права, які їм надаються, підстави виникнення та припинення таких правовідносин тощо (підрозділи 1.2, 2.1, 2.2.).

Системний метод дозволив вивчити інститут венчурного інвестування інноваційної діяльності та виявити різноманітні типи зв'язків у ньому й об'єднати їх у теоретичних положеннях через вивчення системоутворюючих структурних елементів венчурного інвестування інноваційної діяльності (суб'єкти, об'єкт, зміст) (розділи 1 та 2).

Наукова новизна одержаних результатів полягає в тому, що дисертаційна робота є першим в Україні комплексним дослідженням цивільно-правового регулювання відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні, на підставі якого отримані такі результати:

уперше:

1) визначено цивілістичне поняття венчурного інвестування інноваційної діяльності як виду діяльності венчурних інвесторів з придбання часток (акцій) у статутних капіталах товариств-реципієнтів, що здійснюють інноваційну

діяльність, на ранній стадії виведення їх інноваційного продукту на ринок чи (та) його масштабування, спрямованого на отримання прибутку від подальшого продажу зазначених часток (акцій), що характеризується високими ризиками і довгостроковістю повернення вкладених інвестицій;

2) розкрито сутність венчурного інвестування інноваційної діяльності через особливості його суб'єктного складу (інвестор, як правило інституційний, та венчурне товариство (АТ або ТОВ)); особливий об'єкт (частка (акції) у статутному капіталі товариства); та існування підвищеного ризику отримання негативних результатів або неотримання бажаного результату;

3) сформовано поняття суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності та особливості правового статусу кожного з них відповідно до встановлених визначень, за яким ними є венчурні інвестори (фізичні та юридичні особи), які здійснюють індивідуальне або колективне венчурне інвестування, та венчурні товариства-реципієнти цих інвестицій (стартапи), частки (акції) в статутному капіталі яких є об'єктом венчурного інвестування;

4) доведено, що стартап як реципієнт венчурних інвестицій – це суб'єкт інвестиційної діяльності, власник або володілець об'єкту венчурного інвестування, який, в обмін на частки (акції) у статутному капіталі, одержав від інвестора майно, майнові права й інші цінності у власність чи у користування і використовує їх у своїй підприємницькій діяльності або в спільній підприємницькій діяльності з інвестором. Ознаками стартапу, що характеризують його як учасника відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності є: 1) новостворене товариство; 2) інноваційна спрямованість його діяльності; 3) значний ринковий потенціал; 4) високий ризик діяльності у сфері інновацій.

удосконалено:

5) теоретичне розуміння технології краудфіндингу як отримання грошей для фінансування виготовлення нових продуктів (послуг) від великої кількості людей з використанням соціальних мереж або спеціальних краудфіндингових платформ. Доведено, що технологію краудфіндингу не варто відносити до

одного із видів бізнес-ангельського інвестування, оскільки краудфандинг належить до способів дистанційної торгівлі, хоча і виконує функцію залучення коштів до інноваційних проектів;

б) положення про те, що у світовій практиці ВФ не є організаційно-правовою формою юридичної особи, його варто розуміти як вид діяльності, яка може бути здійснена у доволі широкому колі організаційно-правових форм – обмеженого партнерства (LP), товариства з обмеженою відповідальністю (LLC), партнерства з обмеженою відповідальністю (LLP);

7) доктринальні напрацювання щодо суб'єктного складу та об'єктів правовідносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, а саме:

а) інституційні інвестори – це суб'єкти венчурного інвестування, які на професійних засадах від свого імені здійснюють послуги щодо можливості реалізації венчурної інвестиції на етапі переддоговірних відносин між інвесторами та стартапом, частки (акції) в статутному капіталі яких є об'єктом інвестування, та безпосередньо здійснюють інвестиційну діяльність в них по вкладенню майна, майнових прав та інших цінностей, що передані їм індивідуальними інвесторами, на договірних засадах, у разі досягнення консенсусу;

б) індивідуальні венчурні інвестори («бізнес-ангели» на міжнародному рівні) – інвестори, які здійснюють венчурне інвестування на ранніх етапах розвитку стартапу, їх важливою мотивацією є інтерес до конкретної інновації та впевненість у результатах її комерціалізації, при цьому основна мета – значне зростання вартості венчурного капіталу. Бізнес-ангели матеріально незалежні та інвестують власні кошти; здійснюють як матеріальну, так і нематеріальну підтримку проектів на різних етапах їх реалізації; вони можуть діяти самостійно або у складі певних об'єднань;

в) об'єктом венчурного інвестування інноваційної діяльності є частка (акції) у статутному капіталі товариства-реципієнта разом зі всіма технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління, гудвілом та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які складають

унікальність відповідного товариства порівняно з іншими особами, які працюють в відповідній сфері;

8) доктринальні підходи у цивільному праві щодо можливості реалізації специфічних контрольних прав венчурних інвесторів та їх захисту через існуючі організаційно-правові форми структурування відносин в контексті потреб світової моделі венчурного інвестування інноваційної діяльності;

набули подальшого розвитку:

9) положення про необхідність нормативного врегулювання діяльності стартапу з метою забезпечення цілісного процесу, що передбачає можливість залучення венчурних інвестицій на всіх стадіях від розроблення інновації або навіть ідеї інноваційної розробки, до ефективного комерційного втілення інновацій через зручні та зрозумілі механізми такої організації;

10) підхід, за яким актами цивільного законодавства регулюються особисті немайнові та майнові інвестиційні відносини, засновані на юридичній рівності, вільному волевиявленні, майновій самостійності їх учасників, а актами господарського законодавства встановлюються особливості таких відносин у процесі розміщення та використання інвестицій. Однак, необхідно враховувати й те, що саме цивільне право та цивільне законодавство формує предмет та особливості підприємницької діяльності, а також доктринальні засади підприємницького (господарського) права, що напряду стосується й інвестиційного та корпоративного законодавства.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що викладені у дослідженні положення, висновки та пропозиції можуть бути використані:

- у науково-дослідній сфері – для подальшого дослідженні проблем здійснення приватних інвестицій венчурне інвестування інноваційної діяльності;
- у правотворчості – для формування законодавчого масиву у сфері інноваційної діяльності що діяльності суб'єктів венчурного інвестування;

- у правозастосовній практиці – для вирішення проблемних питань, що виникають під час укладення та виконання інвестиційних договорів, а також захисту прав учасників відносин інноваційної діяльності;

- у навчальному процесі – при підготовці навчально-методичних посібників і підручників, для проведення лекційних та практичних занять з навчальних дисциплін «Цивільне право України», «Інвестиційне право», «Корпоративне право».

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійним науковим дослідженням, містить власні авторські висновки і практичні рекомендації.

Апробація матеріалів дисертації. Положення дисертації доповідалися й обговорювалися на засіданнях кафедри цивільного права та процесу факультету № 6 Харківського національного університету внутрішніх справ. Основні положення дисертаційного дослідження оприлюднені в доповідях на наукових конференціях та круглих столах: Основні положення дисертаційного дослідження оприлюднені в доповідях на наукових конференціях та круглих столах: круглий стіл «Стратегії підприємницької діяльності в інтересах сталого розвитку малого і середнього інноваційного підприємництва (м. Харків, 16 листоп. 2020 р.), XIX науково-практична конференція «Учасники цивільних відносин: новації рекодифікації цивільного (приватного) права України», присвячена 99-й річниці з дня народження доктора юридичних наук, професора, члена-кореспондента АН УРСР В. П. Маслова (м. Харків, 12 березня 2021 р.), науково-практична конференція «Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних та сімейних прав», присвячена пам'яті професора Ч. Н. Азімова (м. Харків, 15 груд. 2021 р.), XXI Міжнародна науково-практична конференція «Здійснення та захист корпоративних прав в Україні: шлях до європейських стандартів» (м. Івано-Франківськ, 6 жовтня 2023 року).

Публікації. Основні положення дисертації відображено у 8 наукових публікаціях, з яких: 4 наукові статті у виданнях, що входять до переліку наукових

фахових видань України з юридичних наук, 4 тези доповідей на науково-практичних конференціях.

Структура та обсяг дисертації зумовлені метою й завданнями дослідження. Робота складається зі вступу, трьох розділів, які охоплюють сім підрозділів, висновків, списку використаних джерел, додатку. Загальний обсяг дисертації складає 226 сторінок. Список використаних джерел містить 215 найменувань і викладений на 24 сторінках. Додатки налічують 2 сторінки.

РОЗДІЛ 1

ЗАГАЛЬНІ ПОЛОЖЕННЯ ПРО ВЕНЧУРНЕ ІНВЕСТИВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

1.1. Сучасний стан вивчення проблематики венчурного інвестування інноваційної діяльності

На сучасному етапі світового економічного розвитку інвестування в сферу інноваційної діяльності стало одним з домінуючих факторів прогресу суспільства та конкурентоспроможності як самих держав, так і окремих фізичних та юридичних осіб, які визнаються учасниками приватних відносин. Розвиток венчурного інвестування є одним із дієвих способів стимулювання інноваційної активності, а отже, має прямий вплив на економічне зростання кожної окремої країни. Тому зараз, як ніколи, постає питання створення сприятливого середовища для розвитку інновацій та залучення венчурних інвестицій у відбудову України, що, у свою чергу, потребує належного нормативного забезпечення таких відносин.

Аналіз світової кон'юнктури свідчить, що Україна посідає 5-е місце у світі за кількістю талантів у розробці за *Skill Value*, а також є домом для науково-дослідних центрів для понад 100 великих технологічних компаній, включаючи *Google, Samsung, Snap, Oracle, Nvidia, Lyft* і *Ring* [191]. При цьому наша країна має неабиякий потенціал втілення інновацій та залучення інвестицій світового рівня, у тому числі винахід жорсткого диска, провідної на ринку платформи розробки програмного забезпечення/ІТ (*Gitlab*) і платформ обміну повідомленнями, якими щомісяця користуються мільярди людей (*WhatsApp*)¹.

Відповідно до глобального звіту *KPMG Venture Pulse Q1 2023* [209] на світовому ринку простежується негативна тенденція (у I кварталі 2023 року обсяг

¹ Останні єдинороги, створені українськими підприємцями та інженерами, включають *Grammarly* та *People.ai, AirSlate* [205].

У 2013 році поняття «стартап-єдинороги» як компанії, які швидко ростуть та досягають капіталізації в \$ 1 млрд., запропонувала засновниця фонду *Cowboy Ventures* Ейлін Лі.

глобальних венчурних інвестицій знизився до \$57 млрд., що становить лише 32% від показника I кварталу 2022 року). Проте в Україні, в період з 2022 року по I квартал 2023 року було здійснено 13 угод, загальна сума яких становить понад \$500 млн., і це в умовах повномасштабної війни. Крім того, за результатами звіту UVCA більшість українських технологічних компаній, орієнтованих на глобальний або американський ринок продовжили зростати в доходах навіть не зважаючи на зниження нових інвестицій [160].

Ринок переорієнтувався, але далі зацікавленість і активність відновилися, та особливо збільшився інтерес з боку транснаціональних венчурних фондів. Зокрема, було засновано *Blue&Yellow Heritage Fund* (перший венчурний фонд американської компанії *Venture Capital* для роботи з українськими ІТ-проектами) на \$50 млн. Також відомо про декілька закордонних фондів, які готові інвестувати понад \$10 млн. кожен [55].

У 2021 році Українською асоціацією венчурного та прямих інвестицій (UVCA) за підтримки USAID CEP в Україні у співпраці з Міністерством цифрової трансформації України було створено Книгу інвесторів [181] як найбільший каталог активних гравців ринку венчурного інвестування інноваційної діяльності з метою полегшення доступу стартапів до початкового інвестування в Україні. Аналіз фондів, залучених до венчурних інвестицій в Україні відповідно до цієї книги, допомагає визначити деякі особливості українського ринку венчурного інвестування інвестиційної діяльності, а саме:

1) те, що не знайдено правового підтвердження чи інформації у відкритому доступі, що будь-який з багатьох фондів венчурного капіталу, орієнтованих на інвестування в інноваційну сферу з українськими засновниками чи на території України був створений відповідно до законодавства України з визначенням та формою юридичної особи відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування» [101];

2) найбільш популярним є вибір юрисдикції США, що безперечно є вибором не тільки з позицій сильних правових механізмів реалізації та захисту їх інвестицій, а й з комерційних міркувань;

3) про суто український ринок інноваційних компаній: дослідження висвітлених інвестицій за участю цих фондів, що розглядаються, показало, що теза «інвестують в українські стартапи» може бути розтлумаченою досить широко, адже не має відповідних критеріїв чи правових вимог до реципієнта таких інвестицій.

Наведене вище демонструє, що Україна є невід’ємною складовою світового ринку технологій та інновацій. Проте, у той час, коли у всьому світі активно говорять про український розвинутий ринок венчурного інвестування інноваційної діяльності, наукова доктрина висвітлює проблеми відсутності реальних венчурних фондів в Україні, їх непристосованість до інвестиційних реалій інноваційної діяльності, чи взагалі використання таких правових форм у схемах оптимізації податкового навантаження у сферах, що взагалі не корелюють з інноваційною діяльністю [122, с. 110].

Тому, з метою подальшого уникнення підміни категоріального апарату або інших суперечностей (наприклад, існує розбіжність між категорією «венчурний фонд» (за Законом України «Про інститути спільного інвестування») та фактичним структуруванням транзакцій венчурного інвестування у практичній площині, як правило, це використання організаційно-правових форм юридичних осіб, передбачених ЦК України) та детального розгляду стану вивчення проблематики венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні, важливо з’ясувати поточний стан українських реалій у цій сфері.

Інститут класичної моделі венчурних інвестиційних фондів, які здійснюють ризикове інвестування в інноваційні стартапи малих та середніх суб’єктів підприємницької діяльності, не є релевантним в юрисдикції України¹. Натомість, зареєстровані в українській юрисдикції ВФ відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування», як правило, здійснюють

¹ Варто зазначити що історично склалося, що здебільшого венчурні інвестори почуваються найбільш комфортно з корпоративними механізмами та стандартизованими формами інвестиційних документів американської моделі, тому досить часто вимагають від компаній-реципієнтів перед тим, як закрити свої інвестиції, перейти до штату Делавер. Деякі програми інкубаторів і акселераторів (наприклад, YCombinator) також історично вимагали від іноземних компаній реєструватися в юрисдикції США, перш ніж надавати їм відповідне інвестування [190].

інвестиції не в інноваційну сферу, а в сферу «класичної» господарської діяльності (наприклад, будівництво). Обрана модель діяльності не відповідає реальним інтересам ринку інновацій, венчурні інвестиції не виконують головної функції – фінансування новостворених малих та середніх товариств, чия діяльність спрямована на створення, впровадження та комерціалізацію інновацій. Ключовими ж гравцями на ринку венчурного інвестування інноваційної діяльності є суб'єкти, інкорпоровані в іноземній юрисдикції, що дозволяє їм таким чином виводити українські інновації на глобальний ринок та залучати міжнародні венчурні інвестиції. Зрозуміло, що в контексті конфлікту юрисдикцій все частіше учасники пристосовуються до «правил гри» у більш сприятливому правовому середовищі.

Викликає занепокоєння навіть не той факт, що вітчизняне законодавство не містить юридичних форм світової моделі механізму венчурного інвестування інноваційної діяльності (це питання деталізується в наступному підрозділі), а скоріше той факт, що ступінь її наукового-теоретичного обґрунтування та аналізу в Україні на цьому етапі розвитку значно поступається зарубіжній практиці в наявності та опрацьованості відповідних інструментів такої діяльності. Ступінь розробленості істотно відстає від реальних потреб економіки та права, але не можна заперечувати, що нормативне забезпечення розвивається, і вже зараз існує набір інструментів, що дозволяють успішно реалізовувати інвестиції у венчурному капіталі через договірні форми та юридичні конструкції корпоративного права, про що мова йтиме в наступних розділах.

Сучасний стан дослідження проблематики венчурного інвестування інноваційної діяльності іноземними фахівцями дозволяє констатувати, що світова наукова спільнота зацікавлена в пошуку оптимальних форм ефективної комерціалізації діяльності стартапів, які демонструють здатність до швидкого виведення інноваційних продуктів на світовий ринок. Зрозуміло, що і цивільно-правове регулювання має ґрунтуватися на практичних потребах цих венчурних інвесторів. Тому вважаємо, що висновки, зроблені учасниками венчурного інвестування інноваційної діяльності (відповідно до згаданої Книги інвесторів,

2021) є важливими щодо подальшого розуміння того, які саме напрямки мають бути у фокусі уваги законодавців та уряду щодо законодавчих поточних реформ, формування державних стратегій та програм розвитку, що не лише декларативно закріплюють залучення приватних інвестицій¹, але й здатні забезпечити реальні умови для венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні.

Позитивно варто оцінити підхід, за яким розгляд державного регулювання інвестиційної діяльності має здійснюватися з точки зору виправлення прогалин ринку, що створює теоретичну основу для структурування практичних завдань державного регулювання щодо венчурного інвестування, добору відповідних їм засобів та з'ясування меж регуляторних можливостей держави [78, с. 161]. Специфіка вказаної тези полягає у тому, що отримання статусу кандидата у члени ЄС потенційно робить інвестиційне середовище в Україні привабливим для венчурних інвесторів. Тому і нормативна база, і правова доктрина, і правозастосовна практика мають першочергове завдання – створення такого цивільно-правового механізму залучення венчурного капіталу в економіку країни, який би відповідав реальним інтересам приватного інвестора.

На підтвердження нашої тези варто навести думку, за якою доцільним є аналіз положень законодавства України, а також вивчення загальних проблем правового забезпечення залучення інвестицій з метою впровадження інновацій у різні галузі економіки, які б могли виступити рушійною силою розвитку економіки держави в цілому [139, с. 23]. Досліджуючи світовий досвід, можна з впевненістю зазначити, що продумана інвестиційна політика забезпечує учасників інноваційного процесу дієвими нормативно-правовими та економічними умовами для розміщення інвестицій як у приватний, так і державний сектори економіки держави, акцентуючись на їх інноваційній спрямованості.

¹ Так, наприклад, у Національній економічній стратегії-2023, затвердженій урядом 3 березня 2021 року, питання залучення прямих іноземних інвестицій було визначене як ключове [98]. Проте, це мало лише декларативний характер, оскільки на практиці найбільші одиничні інвестиції в Україні ледве сягали від \$ 10 до 20 млн., активні інвестори в українських стартапах залишалися локальними гравцями, майже не було учасників, які вкладають у проекти більше \$ 100 млн., залишаючись під юрисдикцією національного законодавства. Більшість успішних стартапів, як правило, дислокуються у США або Західній Європі, залучаючись підтримкою міжнародних інвесторів [207].

У науці існують емпіричні докази того, що політика держави, а саме практичні аспекти її реалізації на рівні окремих товариств, впливає на формування інвестиційного середовища країни в цілому. Як наслідок, отримані науковцями результати свідчать про те, що венчурне інвестування масштабується там, де інвестор має довіру до країни-реципієнта [162]. Проте відповідний висновок має ґрунтуватися на застосуванні таких методів як аналіз та синтез, що дозволить на рівні доктрини з'ясувати не лише чинники, але сутність того чи іншого правового явища.

Питання аналізу та дослідження механізмів забезпечення інвестиційної політики держави, аналіз окремих програмних документів щодо інвестиційного розвитку та його нормативно-правового забезпечення займають вагоме місце в роботах таких науковців: О. М. Вінник, Д. В. Задихайло, О. Р. Кібенко, В. В. Поєдинок, Р. Б. Шишка та ін. Однак створення та реалізація ефективної, адекватної сучасним вимогам інвестиційної політики з вектором напрямку на стимулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні залишається актуальним питанням сьогодення. Хоча останнім часом у вітчизняній науці проблематика венчурного інвестування, в різних її проявах, отримала новий погляд у роботах В. А. Кройтора [64–66], О. Є. Кухарева [67–69], В. А. Попова [82–84], В. В. Цюри [149–151], О. Р. Шишки [155–157] та інших.

Натомість зарубіжний досвід вказує на те, що в моделі взаємодії держави й бізнесу в процесі стимулювання інноваційної діяльності в розвинених країнах, роль приватного сектора полягає в розробці технологій на основі власних досліджень та ринковому освоєнні інновацій, а роль держави – у їх сприянні, а саме шляхом створення правових та інституціональних умов для їх діяльності. В українському ж законодавстві реалізувалася тенденція підміни приватних механізмів побудовою публічних засад публічного управління інноваційною діяльністю. Це пояснюється переважанням публічних норм у регулюванні інвестиційних відносин інноваційної діяльності, відсутні дієві інструменти залучення приватних інвестицій у реалізацію інноваційних проєктів. Замість

ринкових механізмів панують методи державного управління і навіть контролю, численні обмеження, які свідчать про впровадження імперативної моделі регулювання приватних за своєю природою відносин [117, с. 4]. В той час, коли регуляторний вплив держави в інноваційно-інвестиційній сфері повинен спрямовуватися на мотивацію економічних суб'єктів та на усунення перешкод, які виникають на шляху здійснення інноваційних інвестицій [154, с. 17], обрана модель регулювання в Україні не відповідає реальним інтересам учасників ринку інновацій, а тому між основними елементами національної інноваційної системи – приватним і публічним – нарощується розрив, що не сприяє розвитку інвестиційних відносин та поширенню інновацій [117, с. 4]. У цьому контексті проблеми правової доктрини полягають у забезпеченні обґрунтування сталого інноваційного розвитку на приватноправових засадах. З огляду на вищенаведене та існуючу світову практику ефективної комерціалізації результатів інноваційної діяльності, вбачається доцільним урегулювання відносин венчурного інвестування нормами приватного права, та посилення гарантій їх дотримання та забезпечення нормами публічно-правового характеру.

Обґрунтування наведеної позиції полягає у тому, що на практиці відсутня синергія економічних, правових і організаційних механізмів, які б дозволили ефективно та швидко учасникам приватних інвестицій комерціалізувати інноваційні продукти. Наявні в Україні механізми національної державної політики та нормативно-правове регулювання їх застосування не вибудовані в єдину конструкцію [71, с. 23].

Не полишена увагою проблематика інвестування інноваційної діяльності в Україні з огляду на успішну реалізацію проектів венчурного інвестора, що зумовлюється перспективами розвитку окремої компанії та наявністю кваліфікованого її менеджменту, який зможе ефективно використовувати інвестиції і підвищити її вартість, а також достатній рівень розвитку фондового ринку, який дозволить об'єктивно оцінити поточну вартість компанії, тобто створить сприятливі умови для зручного продажу венчурним інвестором пакету акцій компанії, яка стала об'єктом інвестування [91, с. 169]. Тобто проблема

полягає у наявності інструментів залучення інвестування товариств у сфері малого та середнього підприємництва в ЄС та Україні.

У юридичних наукових колах запропоновано розробити комплексну державну програму розвитку венчурного інвестування в Україні. Зокрема наголошується, що така програма має містити заходи як щодо розвитку інформаційної підтримки інноваційного бізнесу, удосконалення нормативно-правової бази діяльності венчурних фондів, і, що не менш важливо, – комплекс стимулюючих заходів податкового характеру [53]. Однак, вважаємо, що з огляду на багатогранність досліджуваних правовідносин, видається складним їх врегулювання в рамках єдиного нормативно-правового акту або навіть декількох концептуально пов'язаних актів. Враховуючи специфіку венчурного інвестування більш логічним є приведення чинного законодавства у відповідність до вироблених світовою практикою стандартів реалізації венчурних інвестицій з урахуванням національних особливостей існуючих організаційно-правових форм юридичних осіб та потенціалу цивільно-правового регулювання.

Важливо зазначити, що у той час, коли сучасний стан вивчення проблематики венчурного інвестування зосереджується на питаннях, пов'язаних з правовим режимом корпоративних прав усіх учасників (акціонерів)¹, їх охороною і захистом, поза увагою науковців у вітчизняних дослідженнях залишається проблема визначення статусу суб'єктів венчурного інвестування як учасників корпоративних відносин та питання договірного регулювання їх діяльності.

Одним з факторів, що визначає вибір іноземних інвесторів, який сприяє прийняттю ними рішення про розміщення інвестицій в Україну є наявність у внутрішньому законодавстві нашої країни відомих, зрозумілих та прийнятних для іноземного інвестора правових конструкцій – модельних для відповідної зарубіжної правової системи. Першочергово, це питання пов'язане з

¹ Більшість інструментів, що використовуються при структуруванні венчурного інвестування за кордоном, пов'язані з правами, що є похідними з акцій і укладених корпоративних договорів. Золота тріада питань корпоративних відносин за англійським правом – корпоративне управління, питання відчуження часток (акцій) та вирішення конфліктних ситуацій (на практиці найчастіше регулюються корпоративними договорами).

організаційно-правовими формами юридичних осіб, які можуть бути використані під час венчурного інвестування інноваційної діяльності.

З цього приводу І. В. Спасибо-Фатєєва неодноразово звертала увагу на створення спеціальної структури, що призначена і придатна саме для венчурного інвестування інноваційної діяльності. Вченою зауважується, що оскільки наукових розробок цих проблем в Україні практично не існує, усе регулювання у разі його необхідності може бути здійснене на базі інструментарію ЦК. Зокрема, на підставі аналізу можливості застосування організаційно-правових форм, передбачених ЦК України, до відносин, що виникають у процесі вкладення венчурного капіталу, запропоновано враховувати специфіку, яка може при цьому мати місце, в установчих документах венчурних компаній [130, с. 147]. Проте, поряд із цим важливо зауважити, що цивілістика в Україні останнім часом має активно відстоювати свої позиції, які розхитуються з боку представників науки господарського права. Необхідно зберегти ті надбання, які ми отримали від класиків цивілістики, примножити їх та не дозволити зруйнувати. Інакше приватне право, яке регулює не тільки цивільні відносини між пересічними особами, а й між суб'єктами підприємницької діяльності (комерсантами), поглинеться правом публічним, про що вже вище велася мова, та й взагалі може звестися нанівець, що вже мало місце в нашій історії за радянських часів [134, с. 87].

На цивілістичному аспекті правової природи венчуру взагалі і венчурного підприємництва безпосередньо ґрунтуються наукові напрацювання Ю. М. Жорнокуя [37], у яких автор наголошує на необхідності та обґрунтовується доцільність (правильність з огляду на його сутність) врегулювання відносин щодо інвестування венчурного капіталу в інноваційну сферу нормами цивільного законодавства. Слід зауважити, що незважаючи на пріоритет доцільності цивільно-правового нормативного забезпечення інноваційного інвестування венчурного підприємництва, наука цивільного права, загалом, приділяє недостатньо уваги основним конструкціям, що мають місце у відповідних правових зв'язках. Проте не лише правова доктрина, але й

законодавець не враховує пропозицій, висловлених щодо удосконалення цивільно-правового регулювання досліджуваних відносин. Звертаємо увагу, що дисертаційне дослідження на тему «Правове регулювання венчурного підприємництва (цивільно-правовий аспект)» автором було захищено ще у 2004 році, однак, з незрозумілих причин законодавцем жодні з пропозицій щодо суб'єктного складу правовідносин в інноваційній сфері не були взяті до уваги під час розробки законопроектів, у т. ч. Закону України «Про переведення економіки України на інноваційну модель розвитку» [104].

Через роки Ю. М. Жорнокуй знову піднімає питання проблематики визначення організаційно-правових форм юридичних осіб, які функціонують у сфері інноваційної діяльності – суб'єктів венчурного підприємництва. Автором зазначається нагальна потреба у чіткій регламентації на рівні Закону України «Про інноваційну діяльність» організаційно-правових форм таких суб'єктів, обстоюється позиція двоякої юридичної природи венчурного підприємства, яке може визнаватися і юридичною особою (організаційно-правова форма), яка здійснює венчурне підприємництво, і об'єктом цивільно-правових відносин [124, с. 350].

Загалом, підтримуючи такий підхід, хотілося б зазначити, що, на жаль, на сьогоднішній день, в Україні відсутнє розуміння стартап-компанії як об'єкта венчурного інвестування інноваційної діяльності, специфіки її створення, розвитку та діяльності, а також переліку та процедури застосування дієвих інструментів підтримки стартап-ідей. Тому особлива увага має бути звернута на питання вирішення проблематики визначення, правової сутності, ознак та специфіки розвитку стартапів в Україні.

З викладеного, стає очевидним, що існуючі норми цивільного законодавства не дають можливість, хоча мають весь належний потенціал, повною мірою реалізувати можливості класичного світового прикладу через недостатню інституційну спроможність існуючих форм та відповідно брак конкретного визначення процесуальних процедур такого інвестування. Так, для

покращення інвестиційного клімату венчурного капіталу необхідним є визначення правових форм та способів реалізації такого інвестування.

У той же час у доктрині господарського права К. М. Врублевською-Місюною було запропоновано створення ефективного правового механізму для забезпечення інноваційного інвестування в господарську діяльність суб'єктів України та визначення їх основних правових форм [13, с. 165]. Такий же підхід міститься і в роботах О. В. Вінник, яка позначає корпоративну (шляхом створення та/або участі в юридичній особі) та договірну (шляхом укладення договорів інвестиційного характеру) форми інвестування [11, с. 177]. Слід зазначити, що проблематика інноваційного інвестування свого часу була окреслена у колективній монографії «Інноваційне інвестування в Україні: проблеми правового забезпечення», однак автори монографії досліджують переважно або інноваційні, або інвестиційні аспекти [54]. Проте незважаючи на значні позитивні аспекти вказаної роботи, неможна ототожнювати термінологію «інноваційне інвестування» та «венчурне інвестування інноваційної діяльності», оскільки останнє пов'язане зі значно вищим рівнем ризику отримання прибутку від комерціалізації інновацій, що є предметом наукової та науково-технічної діяльності.

Вивчення та аналіз процесів, пов'язаних з розробкою і впровадженням нових технологій в економічне середовище передбачає чітке з'ясування і використання певної термінології, що першочергово пов'язано з вживанням категорій «інноваційний» і «венчурний». Іноді ці поняття ототожнюють, іноді – вважають різноплановими. Підтримуємо наукову точку зору, що ці категорії не є синонімічними, оскільки: 1) вони співвідносяться як загальне і спеціальне, де інноваційна діяльність – перше, а венчурна – друге; 2) вони мають різну економічну природу (інтелектуальна – у інноваційної, фінансова – у венчурної діяльності; 3) мають різну мету (інноваційна – прибуток і соціальний ефект; венчурна – прибуток від участі у якості венчурного інвестора у статутному

капіталі венчурної компанії (соціальний ефект може бути другорядним) [39, с. 164]¹.

Практика країн, у яких венчурний капітал, на основі якого здійснюється венчурне інвестування інноваційної діяльності уже багато років, застосовується як важливе джерело інвестицій в інноваційні процеси, свідчить, що він функціонує і розвивається у власних специфічних формах, що покликані забезпечити ефективність управління та зменшити трансакційні витрати, пов'язані з функціонуванням та інвестування венчурних проектів.

На сьогоднішній день інвестування шляхом придбання часток (акцій) у статутному капіталі (*equity financing*) набуло найбільшого поширення у світовій практиці венчурного інвестування. Дослідженню питання реалізації інвестиційної діяльності в корпоративній формі та формі спільного інвестування приділяють увагу О. М. Вінник, Ю. М. Жорнокуй, О. Р. Кібенко, І. В. Спасибо-Фатєєва, О. П. Суш, Д. В. Чернадчук та інші.

На жаль, маємо констатувати відсутність єдиного погляду на співвідношення категорій «корпоративне інвестування» та «спільне інвестування». З цього приводу наявні дві протилежні позиції: названі категорії визнаються як тотожними, так і відмінними. Ю. М. Жорнокуй обстоює позицію про доречність використання не категорії «спільне інвестування», а категорії «корпоративне інвестування». Автор позиціонує, що підхід до застосування терміна «спільне інвестування» є дещо хибним, оскільки не досить зрозумілим є той факт, що саме законодавець розуміє під «спільністю». Сам же науковець під корпоративним інвестуванням розуміє діяльність приватних осіб (інвесторів) з об'єднання майнових та інтелектуальних цінностей, пов'язану з набуттям корпоративних прав та прав власності на цінні папери, емітовані професійними

¹ З цієї підстави О. М. Вінник виокремлює комерційне та некомерційне інноваційне інвестування [11, с. 178]. Вважаємо, що діяльність з метою досягнення соціального чи іншого нематеріального ефекту не відповідає економічній сутності венчурного інвестування інноваційної діяльності, що полягає у збільшенні капіталу шляхом комерціалізації інновацій, адже до кола першочергового інтересу інвестора входить не процес розробки високотехнологічних товарів та послуг, а реальна можливість їх реалізації задля отримання прибутку.

учасниками ринку цінних паперів, які надалі розміщують отримані кошти в цінних паперах та корпоративних правах інших суб'єктів [36, с. 9–10].

О. П. Суц, Д. В. Чернадчук та інші вчені розділяють також точку зору, відповідно до якої корпоративне та спільне інвестування є відмінними категоріями. Однак, Д. В. Чернадчук, визначаючи сутність спільного інвестування, обмежує його сферу виключно діяльністю ІСІ [153, с. 216]. Натомість українське законодавство про ці інститути не враховує світову практику функціонування учасників венчурного інвестування інноваційної сфери. Перед ІСІ за сучасних умов постає значна кількість проблем, які не дають можливості з повною ефективністю реалізуватися потенціалу венчурного інвестування. Однак позитивним моментом є опрацювання даної проблематики у доктрині цивільного права.

У свою чергу, О. П. Суц окреслює коло проблем, пов'язаних із невизначеністю природи відносин із корпоративного інвестування, їх суб'єктного складу, недостатністю розробленості самої моделі організації та діяльності ІСІ, відсутністю визначення поняття «ІСІ», яке законодавець визначає через їх види тощо [135, с. 9–10]. Як наслідок, константуємо, що загальний рівень правового регулювання корпоративного інвестування (*equity financing*) потребує вирішення низки питань, бо є недостатнім в науковій теорії та хаотичним та поодиноким на практиці для ефективної реалізації відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності. Хоча в контексті останніх змін до Закону України «Про акціонерні товариства» [95] та Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю» [109] загалом спостерігається позитивна динаміка щодо пристосування їх до цивільних правовідносин із корпоративного венчурного інвестування.

Окремі аспекти проблем, пов'язаних з договірними конструкціями інвестування, у юридичній науці вивчено у наукових дослідженнях таких учених-правників, як В. М. Коссак, А. В. Омельченко, Р. Б. Шишка, О. Е. Сімсон та ін., які розглянули загальні засади договорів в інвестиційній діяльності. О. М. Вінник звертає увагу на деякі правові аспекти корпоративної форми

інвестування та можливості поєднання її з договірною у разі інвестування в організацію корпоративного типу. Вчена порівнює проблеми правового регулювання партнерських і корпоративних відносин [10, с. 247]. У свою чергу Ю. М. Жорнокуй акцентує увагу на положеннях законодавства України щодо забезпечення договорів у сфері корпоративного інвестування [32, с. 74].

Дійсно, грамотне структурування цих правовідносин і ретельне опрацювання положень договорів, що їх опосередковують, з точки зору механізмів їх ефективної реалізації і, найголовніше, життєздатності таких механізмів, можуть частково знизити ризики, а також гарантувати забезпечення захисту прав учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Оскільки венчурне інвестування в Україні, з використанням інструментів вітчизняного права, з'явилося відносно недавно, його використання у практичній площині дійсно викликає запитання щодо правового режиму договірного забезпечення такої діяльності, охороною і захистом прав та законних інтересів учасників. Окремо необхідно зазначити, що судова практика щодо ряду інструментів, які застосовуються до форми та структури договорів венчурного інвестування в Україні, ще не сформувалася, проте це не означає, що використання таких інструментів неможливо.

Дослідивши сучасний стан науково-теоретичних досліджень про загалі засади венчурного інвестування інноваційної діяльності, її корпоративні та договірні форми, а також питання їх правового регулювання та практики застосування, вбачається, що рівень доктринального осмислення категорій венчурного інвестування у правовій науці України залишається недостатнім, тому слід детально сконцентруватися на питаннях аналізу та вивчення відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності у цивільно-правовому аспекті.

Безспірно, що існуючі наукові напрацювання мають вагомий позитивний внесок щодо цивільно-правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності, проте, як бачимо, на практиці майже неможливо ефективно реалізувати означені у науковій доктрині механізми до цих

правовідносин, оскільки в Україні майже відсутня єдина (цілісна) регульована система, що забезпечить ці перспективні форми взаємозв'язку з українськими «молодими» юридичними особами у сфері технологічних інновацій та розробок нової продукції. Неможливо досягти правового ефекту, якщо законодавець і далі продовжить ігнорувати важливість системного підходу до подальших питань вирішення проблематики цивільно-правових механізмів, а саме закріплення особливостей правового статусу та організаційно-правові форми суб'єктів венчурного інвестування та правовий режим об'єктів, їх подвійну природу; питання правових засобів, які опосередковують зміст договірної регулювання; форми та способи захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

З огляду на вказане, необхідно провести всебічне дослідження правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні, адже закріплення чіткого механізму цивільно-правового регулювання цих відносин є однією з обов'язкових умов досягнення практичних завдань інноваційної економіки.

1.2. Цивільно-правове регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності

Як вже було нами зазначено цивільно-правове регулювання венчурного інвестування в Україні знаходиться на початковому рівні нормативного забезпечення (є недостатньо урегульованим), що перешкоджає можливості ефективно використати інноваційний потенціал вже зареєстрованих суб'єктів, які беруть участь в підприємницьких відносинах, та (або) залучення нових істотних інвестицій як важливої складової інноваційного процесу [122, с. 110].

На сьогодні основу правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності становлять Закон України «Про інноваційну діяльність» [100] та Закон України «Про інвестиційну діяльність» [99], за змістом яких правове регулювання венчурного інвестування визнається актуальним

завданням державної інноваційної політики та спрямоване на отримання корисних ефектів, а саме нових істотних інвестицій, в масштабі національної інноваційної системи України. Аналізуючи положення вказаних Законів в системі норм, які закріплюють регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності, виділяються дві групи норм, ті: 1) що формують публічно-правовий режим такої діяльності і 2) що регулюють відносини між приватними суб'єктами з приводу розміщення венчурних інвестицій.

Відповідно до розділу III Закону України «Про інвестиційну діяльність» [99] та розділу IV Закону України «Про інноваційну діяльність» публічно-правовий режим венчурного інвестування законодавець визначає як режим державної підтримки галузі венчурного інвестування через насичення її власним капіталом. Щодо відносин приватної сфери, то у першому підрозділі вже зазначалося, що регуляторний вплив держави має бути спрямованим на мотивацію економічних суб'єктів та на усунення перешкод, які виникають на шляху розміщення інвестицій в інноваційних проектах. І хоча Законом України «Про інноваційну діяльність» закріплено, що державне регулювання інноваційної діяльності здійснюється шляхом створення нормативно-правової бази та економічних механізмів для підтримки і стимулювання інноваційної діяльності та захисту цих прав та інтересів [100], однак на жаль, на сьогодні чинні законодавчі норми не у повній мірі врегульовують приватний сектор, їх регулятивний потенціал не адаптований (не відповідає на виклики врегулювання цих відносин у світовому контексті), а їх основний зміст все ще переважно орієнтований на домінування позиції ключової участі держави у фінансуванні інноваційної сфери.

Відсутність чіткої законодавчої позиції та її «опублічення» призводить до «розмивання» природи цих правовідносин в Україні, адже на нормативному рівні поняття венчурного інвестування інноваційної діяльності взагалі не закріплено, що логічно породжує і відсутність єдиного підходу до розуміння особливостей, кваліфікаційних ознак, функцій, та відповідно форм регулювання

діяльності венчурних інвесторів та межі участі держави в цих процесах з метою розвитку інноваційного потенціалу України.

На даний час, венчурне інвестування здійснюється в рамках загальних правових норм та використовує юридичні форми й схеми, що регулюються законодавством про правила корпоративної та інвестиційної діяльності. Тож, розглядаючи проблематику національного цивільно-правового нормативного забезпечення такого інвестування, важливо окреслити межі цього регулювання¹, що особливо є актуальним в умовах ведення дискусій щодо системного оновлення ЦК України.

Звичайно, цивільно-правове регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності не може виходити за межі відносин, що встановлюються цивільним законодавством, а саме, особисті немайнові та майнові відносини (цивільні відносини), засновані на юридичній рівності, вільному волевиявленні, майновій самостійності їх учасників (ст. 1 ЦК України [146]). Однак, як справедливо зауважено в доктрині цивільного права, на відміну від особистих немайнових та майнових відносин, існують правові зв'язки, які у випадках, встановлених законом, субсидіарно регулюються цивільним законодавством. Їх належність до предмета цивільного права можна пояснити проявом реалізації завдання повного (цілісного) регулювання суспільних відносин на випадок існування прогалин у законодавстві, або з метою зменшення нормативного масиву від нераціонального дублювання тотожних та аналогічних норм, що регулюють подібні відносини чи визначають однотипні юридичні конструкції [134, с. 26].

Варто зауважити, що не є цивільними, але такими, які у випадках, встановлених законом, допускаються до врегулювання джерелами цивільного права є майнові відносини у сфері господарювання (ч. 2 ст. 9 ЦК України [146]). Частина 2 ст. 4 ГК України [15] закріплює, що саме цим Кодексом і передбачені

¹ Межі правового регулювання – це сукупність суспільних відносин, яку можна і необхідно впорядкувати за допомогою права і правових засобів. Тобто це оптимальна повнота юридичного впорядкування суспільних відносин [134, с. 611].

такі особливості. Тобто, актами цивільного законодавства регулюються особисті немайнові та майнові інвестиційні відносини, засновані на юридичній рівності, вільному волевиявленні, майновій самостійності їх учасників, а актами господарського законодавства встановлюються особливості таких відносин у процесі розміщення та використання інвестицій. Однак, необхідно враховувати й те, що саме цивільне право та цивільне законодавство формує предмет та особливості підприємницької діяльності, а також доктринальні засади підприємницького (господарського) права, що напряду стосується й інвестиційного та корпоративного законодавства.

Слід погодитися з твердженням, за яким цивільне право є висхідним для блоку інших приватноправових галузей права і законодавства. Це пояснюється положеннями абз. 3 ч. 2 ст. 4 ЦК України, де вказано, що якщо суб'єкт права законодавчої ініціативи подав до Верховної Ради України законопроект, який регулює цивільні правовідносини інакше, ніж ЦК України, він зобов'язаний одночасно подати проект закону про внесення змін до ЦК України [134, с. 19].

Якщо проаналізувати ЦК України, то ми не знайдемо там жодного слова з коренем «інвест», що свідчить про відсутність спеціальних норм, які б нормативно забезпечували такий спектр цивільних правовідносин як венчурне інвестування інноваційної діяльності. Проте, необхідною умовою ефективності приватноправового регулювання є чітке визначення кола учасників (їх організаційно-правових форм) та форм закріплення правових зв'язків між ними (першочергово мова йде про договори як регулятор і форму закріплення прав та обов'язків).

У контексті цивілістичної природи відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності договірне регулювання виконує наступні функції:

- 1) безпосередньої організації та упорядкування відносин суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності, забезпечення узгодження волі сторін при входженні в конкретні правовідносини щодо вкладення венчурного капіталу;
- 2) функції координації відносин сторін, включаючи організаційно-процедурні

аспекти; 3) регулює правові відносини між його сторонами, а також з іншими (третіми) суб'єктами права, наділеними певними правами по відношенню до них.

У всій системі договорів слід розрізняти договори, які є безпосередньою підставою виникнення основних зобов'язань, і договори, зобов'язання та відносини за якими є вторинними. У першому випадку мова йде про основні договори, у другому – про договори, зміст яких забезпечений сутністю основних. Зазвичай комплекс договорів, яким опосередковується венчурне інвестування в Україні, сприймається як своєрідне підсистемне утворення договірного регулювання. Воно виникає й функціонує в межах системи національного цивільного права, адже саме в ЦК України містяться правові засади правочинів і договорів, що укладаються при здійсненні венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Потребує подальшого вивчення питання, щодо можливості застосування в українській юридичній дійсності іноземних наукових напрацювань у сфері договорів у сфері венчурного інвестування (детальний аналіз щодо пристосованості до окремих договорів буде здійснено у наступних розділах з позицій відповідності регулювання тих чи інших венчурних правовідносин), задля забезпечення гармонізації такого регулювання в Україні зі світовими стандартами (американськими, європейськими тощо). У цьому контексті розробники Закону України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні» [108], зосереджуючи увагу на запровадженні ринкових стимулів та мотивацій, піднімають питання реформування положень ЦК України щодо корпоративного та договірного забезпечення діяльності учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності з фокусом на запровадження та адаптацію інструментів загального права як одного з нагальних питань.

Безспірним є той факт, що на сьогодні ні правова природа, ні механізми регулювання досліджуваних відносин не встановлені, а тому задля залучення та ефективного захисту традиційних та венчурних інвестицій національне законодавство потребує якісних змін, що полягає у формуванні спеціального правового режиму Дія.City, який передбачає спеціальні умови оподаткування,

нові форми і варіанти договірної врегулювання відносин для резидентів цього режиму (ІТ-компаній). Однак, актуальним постає питання, яким чином створення спеціального режиму буде стимулювати розвиток сфери інвестування інноваційної діяльності, та, відповідно, залучення венчурного капіталу до українського ринку.

Пропонуючи зміни до договірної регулювання діяльності суб'єктів спеціального режиму цифрової економіки¹, вважаємо, що законодавець робить спробу створення правових форм використання потенціалу засобів та інструментів правочинів, що широко застосовуються в світовій практиці *equity financing* (інвестування шляхом придбання часток (акцій) у статутному капіталі) [45] з фокусом на рецепції елементів саме англійського права, і як наслідок, це: 1) потребує правового узгодження з основоположними принципами національного цивільного законодавства та 2) внесення відповідних змін до ЦК України та спеціального корпоративного законодавств. Однак, виконання задекларованих норм ставиться у залежність від прийняття відповідних підзаконних актів, що в свою чергу призводить до дублювання існуючих положень чи їх значної зарегульованості (у практичній площині це має негативні наслідки).

Вважаємо, що прийняття Закону України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні» є яскравим прикладом того, як бажання запозичення досягнень впливу права на розвиток цифрової економіки в інших правових системах може увійти у суперечність з рівнем правової культури національного правового регулювання в Україні. Тому, вбачається важливим, при вирішенні завдання створення конкурентоспроможного та ефективного регуляторного середовища венчурного інвестування інноваційної діяльності, зберегти баланс, а саме враховувати як локальні інституційні особливості розвитку, так і галузеві стандарти, які тяжіють до інститутів англосаксонської правової сім'ї.

¹ Оскільки, визначення такої категорії суб'єктів відсутнє, вважаємо, що мова йде про діяльність осіб, які забезпечують розвиток інноваційної сфери.

Так, актуальним стає порівняльний аналіз структури правового регулювання венчурного інвестування, але не стільки в аспекті запозичення зарубіжного досвіду, скільки – перспектив напрацювання власних вимог до системи договорів, які опосередковують ці відносини. Адже, вбачається, що реалізація положень договорів у сфері венчурного інвестування (прийнятих в англо-американській правовій системі), які застосовуються американськими та європейськими венчурними фондами, в Україні є можливою лише у випадку, якщо інвестиційний фонд-нерезидент інвестуватиме в українське товариство-резидента. Разом з тим, зважаючи на неефективність застосування відповідних положень до правочинів між українськими венчурними інвесторами (фондами та бізнес-янглами) та реципієнтами інвестицій-резидентами України, слід зупинитися на можливих способах забезпечення результату вигідної взаємодії між інвестором та реципієнтом в межах українського правового поля.

Іншою формою участі у сфері інвестиційної діяльності є корпоративна форма, що полягає у залученні інвестицій до статутного капіталу окремих організаційно-правових форм юридичних осіб. Отже, одним зі способів забезпечення необхідного результату є використання реципієнтом венчурних інвестицій певної організаційно-правової форми, яка б забезпечувала належним чином можливість структуризації управління стартапом, після отримання ним венчурних інвестицій. Саме тому на особливу увагу заслуговує вивчення сучасного стану пристосованості корпоративного законодавства щодо врегулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності через призму вирішення наступних питань.

Перш за все, правовідносини з корпоративного інвестування є цивільними правовідносинами, що охоплюють три елементи: 1) суб'єкт корпоративного інвестування; 2) об'єктом корпоративного інвестування є корпоративні права – для учасників (акціонерів); 3) зміст правовідносин – права та обов'язки суб'єктів корпоративного інвестування (можуть установлюватися двома шляхами: а) чинним законодавством; б) в рамках укладених договорів про здійснення корпоративного інвестування [113, с. 77]).

Основна проблематика цивільно-правового регулювання венчурного інвестування виникає через специфіку його об'єкта та предмета. Так, ЦК України та ГК України, а також спеціальне законодавство, повною мірою не відображають специфіку відносин щодо самого об'єкта венчурного інвестування – стартапу. Однак такі структури – вже реальність і слід виходити з того, що учасниками інноваційної діяльності можуть бути виключно суб'єкти права, а такі універсальні правові форми і моделі, як юридична особа, цивільно-правовий договір, представництво дозволяють цим суб'єктам брати участь в інноваційних відносинах [6, с. 30].

Проте активне використання категорії «стартап» у межах як економічних, так і правових досліджень не свідчить про однозначне розуміння її сутності. Варто чітко окреслити двояке розуміння вказаного поняття – як суб'єкт, який має втілюватися у певну організаційно-правову форму юридичної особи або як об'єкт (певний інноваційний проект, в якому розміщуються інвестиції).

Розглядаючи стартап В. А. Кройтор вказує, що це об'єкт з елементами ризику для подальшого його провадження, а його реалізація як інноваційного продукту має правові особливості, обумовлені економічними циклами (етапи) його створення та реалізації [66, с. 42], що обов'язково має окремо відображатися у питаннях регулювання кожного з цих етапів, адже відбувається як науково-технічна так і підприємницька діяльність щодо венчурного інвестування. Проте, на нашу думку, такий підхід додатково породжує високі вимоги до правового забезпечення правочинів з такими об'єктами венчурного інвестування [124, с. 350].

Інший підхід зумовлює розуміння стартапу як юридичної особи – реципієнта інвестицій, в акції (частки в статутному капіталі) якого інвестує венчурний інвестор, має та (або) демонструє високий потенціал реалізації в майбутньому в якості основного активу об'єкти інтелектуальної власності у сфері високотехнологічних інновацій. Виходячи з викладеного вважаємо, що питання цивільно-правових норм, що покликані врегулювати питання щодо розуміння природи стартапу та особливості його діяльності з урахуванням

специфіки цієї категорії і як суб'єкта, який здійснює інноваційну діяльність, полягає у проблематиці питання визначення його організаційно-правової форми, що зумовлює здійснення підприємницької діяльності.

Ю. М. Жорнокуй у своїх наукових працях неодноразово піднімав питання правового статусу, що займають такі юридичні особи в цивільно-правових відносинах, наголошуючи на їх специфічному правовому становищі. Зазначено, що вирішити поставлене завдання ми можемо лише після з'ясування правової сутності та специфіки самої правової конструкції юридичної особи у сфері венчурного підприємництва. Стверджується, що як суспільний інститут такий суб'єкт не є штучним породженням правової системи, а є наслідком диференціації праці і економічного розвитку суспільства. В такому випадку роль права зводиться лише до опосередкування економічних відносин. Наслідком цього процесу є впровадження конструкції юридичної особи як учасника майнового обороту (глава 7 ЦК України) та конструкції підприємства як єдиного майнового комплексу, що використовується в підприємницькій діяльності (ст. 191 ЦК України). Виходячи з викладеного слід звернути увагу, що така подвійна природа значно ускладнює вирішення поставленого завдання [37, с. 47].

Отже, дослідження цивільно-правової природи стартапу як об'єкту венчурного інвестування інноваційної діяльності та законодавче регулювання особливостей його функціонування як юридичної особи приватного права має прямий вплив щодо забезпечення належного доступу до джерел венчурного капіталу, і як результат, побудови структури дієвих механізмів прискорення комерціалізації інновацій [124, с. 351].

Сьогодні ж через розмитість і невизначеність понять та суперечливий характер нормативно-правових документів щодо природи та кваліфікаційних рис венчурного підприємництва, меж його реалізації, спостерігаємо за реаліями, коли венчурне інвестування здійснюється поза організованими ринками, а, отже, існує великий ризик різного роду зловживань з боку учасників процесу. Так, наприклад, існує «правова ніша», що дозволяє реєструватись як венчурний фонд,

отримувати всі переваги такого фонду, проте не виконувати ту суспільно-корисну роль, яку виконують венчурні фонди в США та країнах ЄС, Ізраїлі тощо, а саме – інвестування в інноваційні проекти з підвищеним ризиком. На превеликий жаль, норми про обов'язок здійснювати венчурні інвестиції в інноваційну діяльність в українському законодавстві не існує.

Тож, вважаємо небезпечним для економіки країни нівелювання закріплення поняття стартапу та його характерних рис з огляду на світові тенденції його пристосованості до інноваційної сфери. Вважаємо, що встановлення законодавцем відповідних вимог, допоможе уникнути наявної в Україні ситуації щодо здійснення венчурними інвестиційними фондами інвестицій не в інноваційну сферу, а у власні проекти, з метою оптимізації оподаткування організації, яка створила відповідний венчурний інвестиційний фонд. Саме тому, доцільно імплементувати до національного законодавства положення щодо закріплення кваліфікаційних вимог до об'єктів венчурного інвестування задля приведення діяльності українських венчурних інвестиційних фондів у відповідність з сутністю венчурного капіталу, а саме здійснення інвестування в новостворені малі та середні інноваційні товариства.

Проте, на практиці, ми спостерігаємо ситуацію, коли реформи, що мали бути спрямовані на розвиток державного регулювання та стимулювання приватного сектору заміняються знову активною участю держави як інвестора, та чергове ігнорування проблеми щодо покращення інвестиційного середовища для приватних інвестицій. Доказом того є проект, направлений на розвиток стартапів, який передбачає реалізацію на конкурсних засадах фінансової підтримки стартапам в Україні, у тому числі в сфері інформаційних технологій (далі – експериментальний проект) та затверджено Порядок його реалізації. Експериментальний проект реалізується Мінекономіки разом з Фондом розвитку інновацій, який надає фінансову підтримку стартапам у формі грантів та Фондом інвестицій (одержувачем бюджетних коштів), який надає фінансову підтримку стартапам у формі конвертованої позики. Експериментальний проект передбачає організацію та проведення на конкурсних засадах відбору стартапів на ранніх

етапах для отримання фінансової підтримки, визначення та прийняття рішення про переможців зазначеного відбору і надання їм фінансової підтримки, а також здійснення контролю за використанням коштів фінансової підтримки [105]. Також, в межах даного закону виникає питання, чому поняття «стартап» зводиться до обмеження його як резидента Дія Сіті (відсилання до Закону України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні» [108]) та/або що саме криється під поняттям «суб'єкт господарювання у розумінні положень Фонду інновацій» (розглядається детально в наступному розділі), що знову призводить до двоякого трактування.

Іншим важливим моментом є той факт, що особлива природа реципієнта венчурних інвестицій породжує і специфічні правові відносини щодо регулювання діяльності суб'єктів такого інвестування. Однак, в Україні відбулося викривлення змісту венчурного інвестування (на що звертається увага в юридичній літературі [37; 39, с. 161–162]). Законодавчою основою створення та діяльності ВФ в Україні є Закон України «Про інститути спільного інвестування». Однак вказаний Закон не вирішує всіх питань, пов'язаних з процедурою здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності такими фондами. В ньому визначаються лише поняття венчурного фонду, встановлюють особливості участі фізичних осіб у венчурних фондах. Вважаємо, що однією із найважливіших проблем діяльності венчурних інвестиційних фондів є неналежне їх правове регулювання. Поширення норм Закону України «Про інститути спільного інвестування» на діяльність венчурних фондів лише ускладнює правове забезпечення їх діяльності [90, с. 26]. Збільшення капіталізації венчурних фондів відповідно до цього закону не призводить до адекватного зростання інвестиційних потоків в інноваційні сектори економіки: спеціалізація венчурних фондів на інвестиціях у новостворені інноваційні компанії для України є винятком. Щодо ВФ, нині, на жаль, норми про їх обов'язок здійснювати інвестиції в інноваційну діяльність в українському законодавстві не існує [12, с. 37].

Вважаємо, що складність моделі правового регулювання венчурних інвестиційних відносин також пов'язана з нерозвиненістю їх, передусім, в українській економічній реальності. Опис того, чого майже немає, породжує небезпеку утворення абсолютно суперечливих, непридатних до використання понять, конструкцій і механізмів. У результаті некомфортне правове середовище не стає на заваді для венчурного інвестування, однак сприяє відтоку технологій за кордон, що зменшує кількість інноваційних товариств всередині країни [122, с. 115].

З урахуванням викладеного вважаємо, що стартап, як реципієнт інвестицій, може розглядатися в якості суб'єкта інвестиційної діяльності. Проте термінологія «стартап» не притаманна для сфери юридичних осіб в межах української правової традиції. Тому з метою дотримання положень чинного законодавства та правової доктрини доцільно використовувати організаційно-правові форми юридичних осіб, закріплені у ЦК України. Однак, варто брати до уваги й світові тенденції, в яких активно застосовується конструкція «стартапу».

Проте цивільно-правове регулювання досліджуваних правових зв'язків не обмежується виключно рамками ЦК України та організаційно-правовими формами юридичних осіб, які закріплені в ньому. Варто звернути увагу й на спеціальне законодавство. Так, вперше правове закріплення можливості здійснення венчурного інвестування на Україні відбулося у 2001 р. шляхом прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування», яким започатковано утворення абсолютно нових для перехідної економіки нашої країни інститутів інвестиційних правовідносин – венчурних фондів. Зауважено, що ідея поєднати можливість управління корпоративними та пайовими фондами з управлінням венчурним фондами народилась під час підготовки закону до другого читання. Вона виявилася плідною, оскільки відповідала специфічній задачі оптимізації фінансових потоків, легалізації й ефективному використанню вивезених за кордон коштів за рахунок створення відповідного податкового середовища [17, с. 69].

Якщо брати до уваги виключно сферу венчурного інвестування, то, відповідно до чинної редакції Закону України «Про інститути спільного інвестування» венчурним фондом є недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб [101]. Венчурні фонди порівняно з іншими видами ІСІ є найбільш ризикованими, але це пов'язано не з напрямками їх діяльності, а з відсутністю жорстких законодавчих вимог щодо складу та структури активів цих фондів та операцій з ними, які характерні для інших ІСІ. Недоліком вказаного Закону є відсутність вказівки в ньому на функціональне призначення венчурних фондів до інноваційної сфери, звідси, легальне поняття венчурного фонду в Україні не відобразило всієї повноти уяви про його діяльність.

Незважаючи на те, що венчурний фонд передбачає певні переваги перед іншими ІСІ, українська модель їх функціонування загалом не відповідає світовій практиці та зовсім не враховує особливостей інвестування саме інноваційної діяльності. Венчурний фонд в українському варіанті є досить складною й незручною з огляду на принципи створення, організаційну структуру та вимоги до складу та структури чистих активів організаційно-правовою формою. Стверджується, що серед недоліків венчурних фондів, на які розповсюджується поряд із законом про ІСІ законодавство про АТ, є достатня зарегульованість та жорстка регламентація їх діяльності [118, с. 368–369].

У контексті принципу верховенства права звертаємо увагу на Рішення Конституційного Суду України від 18 червня 2020 року № 5-р(П)/2020, в якому зазначено, що однією з вимог принципу верховенства права (правовладдя) є вимога юридичної визначеності ... принцип юридичної визначеності є істотно важливим у питаннях ... дієвості верховенства права (правовладдя) (абз. 1 пп. 2.1.1 пп. 2.1 п. 2 мотивувальної частини). Юридична визначеність передбачає, що законодавець повинен прагнути чіткості та зрозумілості у викладенні норм права. Кожна особа залежно від обставин повинна мати можливість орієнтуватися в тому, яка саме норма права застосовується у певному випадку, та мати чітке розуміння щодо настання конкретних юридичних

наслідків у відповідних правовідносинах з огляду на розумну та передбачувану стабільність норм права (абз. 6 пп. 3.2 п. 3 мотивувальної частини Рішення Конституційного Суду України від 23 січня 2020 року № 1- р/2020) [114].

У Доповіді «Верховенство права», схваленій Європейською Комісією «За демократію через право» (Венеційська Комісія) на її 86-му пленарному засіданні, яке відбулося 25-26 березня 2011 року, зазначено, що юридична визначеність вимагає, щоб юридичні норми були чіткими і точними та спрямованими на забезпечення того, щоб ситуації та правовідносини залишалися передбачуваними (перше речення п. 46) [20].

Враховуючи положення Закону України «Про інститути спільного інвестування» та беручи до уваги згадані рішення Конституційного Суду України щодо юридичної визначеності варто констатувати, що чинне законодавство України, рецепіювавши конструкцію ВФ з іноземних правопорядків, викривило розуміння її сутності та змісту самого венчурного інвестування.

Виходячи з викладено варто зауважити, що в Україні в цілому створена нормативно-правова база, спрямована на нормативне забезпечення здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності, водночас ефективність такого функціонування не є високою, чому сприяють недосконалі правові механізми та неузгодженість між актами законодавства різних галузей. Зважимо, що наявність норм, які містяться в ЦК України, ГК України, Законах України «Про інвестиційну діяльність», «Про інноваційну діяльність», «Про інститути спільного інвестування», «Про акціонерні товариства» та «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю» не створює ефекту належного врегулювання досліджуваних відносин, чітко не встановлює суб'єктний склад цих відносин та їх об'єкти, не відображає специфіку здійснення венчурного інвестування як правовідносин, пов'язаних із залученням інвестицій у сферу науково-технічних розробок. Відповідно й варто констатувати, що вказані фактори не дозволяють вести мову про будь-який інноваційний розвиток,

оскільки виникнення та здійснення тих чи інших юридично значимих дій на пряму пов'язане з положеннями чинного законодавства.

Спробою вирішити проблему нормативного регулювання венчурного інвестування стали проекти Законів України «Про венчурні фонди інноваційного розвитку» (розроблений державним агентством України з інвестицій та інновацій в 2008 році), «Про венчурні інвестиційні компанії» (розроблений державним агентством України з інвестицій та інновацій в 2008 році) та «Про венчурну діяльність в інноваційній сфері» (zareєстровано в Верховній Раді України за № 1082 від 30.11.2007 р.). Вони містили правові й організаційні основи створення і здійснення діяльності венчурних інвестиційних компаній, особливості функціонування венчурних інвестиційних компаній інноваційного розвитку, встановлення вимог до складу їх активів, порядку державної реєстрації, підтримки та контролю венчурних інвестиційних компаній.

Проте вказані законопроекти отримали значні критичні зауваження з боку науковців та інших фахівців, зокрема з підстав: неузгодженості з нормами Закону України «Про інститути спільного інвестування»; різних організаційних і методологічних підходів щодо діяльності компанії з управління активами венчурних фондів і звичайних ІСІ; підвищення регулятивного тиску на підприємницьку діяльність із причини створення поряд з НКЦПФР окремого регулятора в особі Кабінету Міністрів України; порушення принципу самостійного ведення господарської діяльності, встановлення мінімального терміну дії фонду; невизначеності спеціальної термінології, зокрема «інноваційні підприємства», «венчурний інноваційний фонд», «підприємства інноваційної структури» тощо; відсутності норм відносно відповідальності за протиправне використання інсайдерської інформації (реалізації інноваційних програм і проектів, результатів наукових досліджень), зазначеної в щоквартальних звітах та інших. Отже, вказані документи так і не набули юридичної сили, що є цілком виправданим.

Однозначно, розробку вищевказаних законопроектів не можна визнати вдалою, оскільки Законом України «Про інститути спільного інвестування» вже

передбачена практична можливість створення та діяльності ВФ, то було б доречним застосування та удосконалення вже існуючого нормативного акту. Стверджується, що введення спеціального закону, який декларується як допомога в розвитку венчурної діяльності, призведе до зворотного результату – займатися цією діяльністю стане складніше, посиляться тенденція останніх років – реєстрація венчурних компаній в іноземних юрисдикціях [17, с. 69]. Відповідно, варто підтримати думку, за якою реформування законодавства у сфері венчурного підприємництва повинно здійснюватися не стільки за рахунок прийняття нових нормативно-правових актів, скільки шляхом доповнення основних положень діючого інноваційного законодавства України [9, с. 7–10].

Тому створення окремого акту щодо регулювання діяльності венчурних фондів, який використовуватиме іншу (відмінну) порівняно з Законом України «Про інститути спільного інвестування» термінологію, або інакше визначить організаційні питання (на що вже зверталася увага в юридичній літературі [29, с. 235]), лише викличе конкуренцію правових норм, що знову таки призведе до гальмування процесу їх впровадження. Також, як показує закордонна практика, прийняття комплексних актів у сфері венчурного інвестування не дає корисного ефекту для галузі порівняно з реформами галузевого законодавства.

Тож, беручи до уваги світові правові здобутки у досліджуваній сфері, з урахуванням сучасних тенденцій інноваційного розвитку, законодавець має звернути увагу на удосконалення законодавства в контексті приватноправового регулювання, а саме, щодо:

- створення відповідного корпоративного середовища через визначення організаційно-правових форм суб'єктів та реципієнтів, оптимальних для венчурного інвестування (першочергово організаційно-правових форм венчурних фондів та питання законодавчого визначення корпоративних механізмів для діяльності «стартапу» – товариства-отримувача венчурних інвестицій);

- врегулювання правових засобів, що використовуються в інвестиційних договорах між венчурними інвесторами та інноваційними товариствами-

реципієнтами (договорах венчурного інвестування), у т. ч. врегулювання правового режиму їх предмету та окремих договірних конструкцій, що застосовуються в сфері венчурного інвестування;

– чіткої регламентації на рівні закону й визначення правових форм здійснення венчурного інвестування в Україні.

– впровадження державного контролю у сфері венчурного інвестування [122, с. 116].

Проаналізувавши стан цивільно-правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні, зауважимо, що:

1) в Україні, з незрозумілих причин, відсутні основи розвитку законодавства про інвестування інноваційної діяльності. На сьогодні не має спеціального закону, присвяченого венчурному інвестуванню, а відповідна сфера підприємництва нормативно забезпечується чисельністю схоластично розміщених норм;

2) на сьогодні суспільні відносини випереджають розвиток законодавства, яке не встигає підлаштовуватися та модернізуватися під нові економічні зв'язки, а тому суспільні відносини, що при цьому виникають, не мають належного правового забезпечення. Не є виключенням й відносини щодо венчурного інвестування інноваційної діяльності, що не лише пов'язано з відсутністю механізму правового забезпечення, але й науковим та практичним напрацювання базових категорій таких як суб'єктний склад, об'єкти, підстави виникнення та припинення відповідних правових зв'язків [90, с. 26];

3) наявна нормативно-правова база не дозволяє виконувати функцію забезпечення ефективного інвестування новостворених малих та середніх наукоємних інноваційних товариств;

4) відсутні механізми та чітке визначення категоріального апарату у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності, які є зрозумілими для світової практики цих правовідносин.

У контексті викладеного, варто вказати, що відсутність загальних положень про венчурне інвестування є явищем негативним, що зумовлює низку негативних наслідків і хаотичність спеціального законодавства.

Дійсно, цивільно-правове регулювання венчурного інвестування інвестиційної діяльності, для досягнення синергії системи інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні в процесі комерціалізації результатів діяльності останньої ще має пройти значний шлях. Вже сьогодні актуальною є проблема ефективного залучення приватних венчурних інвестицій в процеси відновлення пост-воєнної економіки України, а отже основний фокус має зміститися від односторонніх законодавчих кроків до комплексного вирішення питань законодавчого регулювання цих правовідносин як комплексного інституту цивільного права. Безперечно, що чітко закріплений механізм венчурного інвестування інноваційної діяльності є основою розвитку економіки інноваційного напрямку, що сприяє не лише залученню венчурних локальних інвестицій, але й підвищить довіру закордонних інвесторів, які бажають співпрацювати з вітчизняними підприємцями у сфері високих технологій. Тому правова доктрина має своїм першочерговим завданням у контексті розглядуваних аспектів створення такого цивільно-правового механізму залучення венчурного капіталу в економіку країни, що відповідає реальним інтересам приватного інвестора щодо вкладення таких інвестицій в інновації та діяльності їх реципієнтів.

1.3. Поняття та сутність венчурного інвестування інноваційної діяльності

Актуальність дослідження поняття венчурного інвестування інноваційної діяльності обумовлена пошуком побудови дієвих механізмів цивільно-правового регулювання залучення приватних венчурних інвестицій у інноваційну сферу з метою прискорення комерціалізації інновацій, що набуває особливого значення для сприяння ефективній реконструкції України.

Попередньо з'ясовано, що нині в країні відсутній системний підхід до побудови цілісної нормативно-правової бази щодо основних засад формування та регулювання ринку венчурних інвестицій в Україні. Недостатнім залишається рівень доктринального осмислення категорії венчурного інвестування у цивільно-правовій науці. Наявність змішування в нормативно-правових актах, а також і в наукових дослідженнях різнорідних понять у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності призводить до негативних наслідків у вигляді правової невизначеності, що також суттєво гальмує процес залучення інвестицій. Більше того, венчурне інвестування не знайшло свого законодавчого закріплення ні серед видів, ні серед джерел інвестування інноваційної діяльності, хоча, як уже наголошувалося, іноземний досвід свідчить про найбільшу його пристосованість та значення для інноваційної сфери.

Так, поза увагою законодавця залишаються важливі питання поняття, сутності та особливостей здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності. Звідси, невизначеність у питаннях правового становища суб'єктного складу та правового режиму об'єктів, що можуть бути залучені до розробки та реалізації інноваційних проектів, відповідних організаційно-правових форм комерціалізації інновацій. Отже, виникає об'єктивна необхідність у науковому обґрунтуванні поняття та сутності венчурного інвестування інноваційної діяльності.

В українському законодавстві жоден з нормативно-правових актів не містить легального визначення поняття «венчурне інвестування інноваційної діяльності». Проте й світова практика не оперує таким визначенням, використовуючи до розглядуваних правовідносин категорію «венчурний капітал» у контексті вкладення венчурних інвестицій.

Як наголошується, уже сьогодні варто формувати національний єдиний нормативно-правовий простір і забезпечувати однозначність застосування юридичної, економічної та фінансової термінології і в межах окремих нормативно-правових актів, і в рамках усього галузевого законодавства [5, с. 21].

Інвестиційна діяльність визначається ст. 2 Закону України «Про інвестиційну діяльність» як сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій [99], тобто йдеться насамперед про інвестиції як об'єкт правового регулювання. Отже, визначальною категорією інвестиційних відносин є поняття інвестиції, що розглядається в юридичному та економічному аспектах. В економічному сенсі інвестицію розуміють як капітал, що вкладається в об'єкти інвестиційної діяльності з метою одержання свого приросту, тобто доходу (прибутку). В юридичному розумінні інвестиція є майновою цінністю, яка є внеском інвестора в об'єкт інвестування в передбачених законом видах і формах [112, с. 58].

У ст. 1 Закону України «Про інвестиційну діяльність» міститься поняття інвестицій, за яким ними є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход). Через категорію цінності розкрито суть інвестицій також у Законі України «Про режим іноземного інвестування» [106], а саме: під іноземними інвестиціями розуміють цінності, які вкладають іноземні інвестори в об'єкти інвестиційної діяльності відповідно до законодавства України з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту.

Проте видова гамма інвестицій в рамках венчурного інвестування має власну специфіку. Так, розрізняють наступні види венчурних інвестицій: 1) інвестиції першого раунду: а) на «посівній» стадії (*seed money investments*) – це так звана передстартова стадія інвестування, коли маємо тільки проект, бізнес-ідею, що потребує впровадження¹; б) на стадії запуску компанії (*start-up*) забезпечують початок діяльності юридичної особи-реципієнта на ринку (заснування, укладання першого контракту, залучення менеджменту та маркетингу майбутніх продуктів); 2) інвестиції другого раунду забезпечують оборотними коштами (*working capital*) юридичних осіб-реципієнтів на ранній стадії розвитку (*early stage, infant/ young firm*), які здійснюють продаж продукції

¹ Інвестиції на цій стадії надаються для формування проекту, пошуку та аналізу ринків збуту.

або надання послуг, але ще не мають прибутків; 3) інвестиції третього раунду становлять проміжне інвестування (*mezzanine financing*) на розширення (*expansion*) підприємницької діяльності реципієнта, юридична особа якого вже має значний обсяг продажу, але потребує додаткових інвестицій на розширення обсягів виробництва та збуту, проведення додаткових маркетингових досліджень, збільшення основних фондів та штату працюючих; 4) інвестиції четвертого раунду (*bridge financing*) надаються на первинне публічне розміщення (IPO), тобто на стадії перетворення приватної компанії на публічну, що є успішною стадією завершення проекту, на якій фіксується дохідність вкладання інвестора [126, с. 32–33].

У контексті даного дослідження нас цікавлять конкретні правовідносини щодо діяльності (сукупності дій) інвесторів по інвестуванню новостворених інноваційних товариств (комерціалізації діяльності цих реципієнтів-стартапів)¹. Тобто, мова йде про інвестиції в інноваційну діяльність в рамках окремих організаційно-правових форм юридичних осіб, які здійснюють підприємницьку діяльність та мають корпоративний устрій.

Загалом розуміння сутності інноваційної діяльності на нормативному рівні міститься у двох законах – «Про інвестиційну діяльність» та «Про інноваційну діяльність», які деталізують положення один одного. Закріплюючи норми, за якими інноваційна діяльність зводиться до використання та комерціалізації результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів і послуг, вказані Закони майже не вирішують питання визначення суб'єктного складу відносин, віднесених до інноваційної діяльності.

Для цілей цього дослідження, використовуємо термін «інноваційна діяльність», за яким нею визнається діяльність зі створення, комерціалізації, впровадження (використання) інноваційних продуктів у сфері суспільного

¹ Нами у тексті цього дослідження використовується термін «інвестування», як у зв'язку з обраною темою, з фокусом на особливу природу об'єкта, а саме через поняття «інвестування інноваційної діяльності», так і в силу усталених традицій світової практики венчурного капіталу, що визначається як процес щодо пошуку, вкладення (залучення) і реалізації венчурних інвестицій щодо *інноваційної діяльності* у широкому сенсі.

виробництва з отриманням нової або суттєво вдосконаленої продукції, виконання інноваційних робіт, надання інноваційних послуг, а також підвищення техніко-технологічних показників відповідної господарської діяльності та виробничого процесу. Тобто у цьому разі інноваційною діяльністю не охоплюються роботи з винайдення та дослідження ідеї, її розробки, отримання наукових результатів і доведення їх до стану об'єкта інтелектуальної власності – вона фактично починається з прийняття практичних заходів до реалізації останнього в реальному секторі економіки як інновації. Саме тому суб'єктами інноваційної діяльності венчурного інвестування визнаються не всі, а відповідно до такого підходу тільки ті суб'єкти господарювання, які фактично фокусують свої підприємницькі зусилля на здійсненні або забезпечують доведення об'єкта інтелектуальної власності до стану практичного використання (до інноваційного продукту) та впроваджують його як інновацію з отримання очікуваних результатів [92, с. 324].

У загальному значенні світової економіки венчурними інвестиціями є інвестиції в проекти технологій з певним ризиком для створення і впровадження новітніх продуктів [90, с. 26, 218]. Звідси урахування економічної сутності венчурного капіталу дозволяє адекватно перекладати його зміст на мову права, а саме як, інвестиції в акціонерний капітал новостворених інноваційних товариств та товариств, що знаходяться на початкових стадіях свого розвитку, проте демонструють проривну інноваційну бізнес-пропозицію з потенціалом сильного зростання та отримання високого прибутку.

Однак варто враховувати й сутність венчурних інвестицій, які, з економічної точки зору, становить венчурний капітал. З позицій вчених економістів венчурний капітал – це капітал, інвестований в проект з істотним рівнем ризику, в нове підприємство або в розширення вже існуючої компанії в обмін на контрольний пакет її акцій [80, с. 137]. На думку Ч. Дж. Вулфела 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 [213, с. 231–232]. Національна Асоціація венчурного капіталу США визначає, що «венчурний капітал» – це те все, що у своїй сукупності перетворює ідеї та фундаментальні дослідження на продукти та послуги, які змінюють світ, через процес створення швидкозростаючих компаній з нуля [211], тобто це ресурс, забезпечений професіоналами в цій галузі, які крім грошових інвестицій, додатково забезпечують професійну підтримку по лінії менеджменту молодим, швидкозростаючим компаніям, що мають значний потенціал конкурентного розвитку [80, с. 137].

Відповідний синергетичний ефект дослідження категорії «венчурного капіталу» дає змогу окреслити венчурне інвестування як логічний виток вкладення та використання (реалізації) такого капіталу. Такий акцент є цілком виправданим, адже венчурний капітал, як основне джерело венчурних інвестицій, має структуроутворююче значення для цивільно-правового регулювання досліджуваних правовідносин, його обсяг визначає межі дії спеціального інвестиційного законодавства у сфері інноваційної діяльності.

Розглядаючи венчурний капітал як правову категорію, ми зітнулися з тим, що досить часто виникає наукова дискусія співставлення цього поняття з іншими: наприклад до поняття «інвестування», але тут власне акцент останнього саме на процесі вкладення венчурного капіталу («інвестування чогось»), або поняття «інвестиційна діяльність» – на суб'єкті, який здійснює таку діяльність («діяльність когось») щодо реалізації цих ресурсів. Іншими словами, діяльність венчурних інвесторів і забезпечує цей особливий ресурс, який у своїй сукупності й набуває поширення у загальному підході до цих правовідносин як венчурний капітал.

Проте важливим моментом венчурного інвестування інноваційної діяльності є й той факт, що венчурні інвестиції формуються з фінансового капіталу на основі об'єднання останнього з інтелектуальним та людським [140, с. 117].

Наведене вище, дозволяє визначити венчурні інвестиції як особливу категорію вкладень, що визначається наступними притаманними їм ознаками: 1) їх інноваційна спрямованість; 2) високий ступінь ризику і невизначеності в частині досягнення цілей щодо комерціалізації результатів діяльності поінвестованої юридичної особи-стартапу; 3) ці види інвестицій є досить ризикованими, оскільки вони неліквідні, а їх повернення повністю залежить від зростання інноваційної компанії; 4) висока прибутковість як визначальний чинник, що впливає на прийняття рішення про здійснення такої інвестиції, зокрема, інвестування того чи іншого інноваційного проекту.

Серед фахівців не існує не лише єдиного розуміння щодо сутності самої категорії «венчурне інвестування інноваційної діяльності», але й щодо термінологічного визначення існують різночитання (інноваційна підприємницька діяльність, інноваційне інвестування, венчурне інвестування тощо) [90, с. 26]. Окремо виникають складнощі застосування вітчизняними науковцями тлумачення терміну «венчурний», що досягає невиправдано широких меж. Його визначають і як будь-який вид інвестування, і як молоду інноваційну компанію, що знаходиться в пошуку засобу інвестування власного бізнесу за допомогою зовнішнього джерела, і як інноваційну діяльність [17, с. 68]. Тому для досягнення мети цього дослідження, з огляду на вищенаведене, далі необхідно зупинитись на окремих особливостях, що характеризують сутність венчурного інвестування інноваційної діяльності та відокремлюють від тотожних або споріднених понять.

В англійській мові слово «венчур» має безліч значень. Його можна тлумачити як ризиковане, сміливе підприємство (небезпечна затія), а також як сума, що піддається ризику. Як бачимо, перш за все, мова йде про ризикове

середовище – висока ймовірність ризику провалу венчурного продукту і неотримання прибутків взагалі.

Ризики, що мають місце при венчурному інвестуванні інноваційної діяльності, на думку Ю. М. Жорнокуя, варто розглядати подвійно (без відриву між собою) ризики інвестування та інноваційні ризики. Загалом, інвестиційні ризики розуміють як можливість виникнення непередбачуваних фінансових втрат (ризик неповернення розміщених ресурсів). Натомість інноваційні ризики – як можливість втрат, пов'язаних з інвестуванням у виробництво принципово нових товарів, послуг, розвитком нових технологій, які в силу власної новизни та якісних характеристик не отримують кінцевого споживача [133, с. 141]. Венчурні інвестори заздалегідь погоджуються із можливістю втрати коштів при вкладенні їх у підприємницькі товариства в обмін на високий ступінь прибутку у випадку їхнього успіху. Наведене дозволило окремим фахівцям стверджувати, що для здійснення ризикової діяльності варто зазначити, що власне ризик полягає не лише у ймовірності втрати залучених коштів або у неотриманні очікуваних результатів і попиту щодо створеного продукту, а й те, що ризикованою є потенційна співпраця сторін венчурного бізнесу та випуск новаторського продукту через репутаційні ризики у тому числі [83, с. 40–41].

Отже, неможливо ототожнювати поняття «інвестування інновацій» та «інвестування інноваційної діяльності», адже венчурний капітал є важливим (виконує свої економічні функції) в інноваційному процесі саме на стадії виведення інноваційного продукту на ринок чи забезпечення економічно виправданого масштабу виробництва [215, с. 137–138]. Тож, супереч поширеній думці, варто наголосити, що суб'єкти венчурного інвестування не фінансують створення інновацій (виключенням можуть бути державні венчурні інвестиції, однак це питання виходить за рамки даного дослідження), а зацікавлені в отриманні високого прибутку від комерціалізації товарів та послуг, що створені на базі останніх [122, с. 115]. Фактично, можна стверджувати, що венчурне інвестування – це довгострокове безоплатне вкладення капіталу. У деяких

випадках інвесторам необхідно чекати в середньому від 3 до 5 років для того, щоб упевнитись в перспективності внесків [37, с. 57].

Характерною особливістю венчурного інвестування є активна участь інвестора в управлінні товариством-реципієнтом інвестиції, оскільки він особисто зацікавлений в отриманні необхідного результату, тому «ризикові» інвестори часто не обмежуються наданням коштів, а здійснюють різного роду управлінські, консультативні та інші ділові послуги таким юридичним особам, але при цьому не мають права вмішуватися в оперативне керівництво їх діяльністю [37, с. 57]. Так, наприклад, професіоналізм інвестора (формальний сектор) чи (та) його досвід (бізнес-ангели) дає можливість скоротити тривалий процес комерціалізації [122, с. 110–111].

Загалом же можна підсумувати, що венчурне інвестування інноваційної діяльності – це особлива система вкладення коштів у нові інноваційні проекти [90, с. 218]. Розглядаючи венчурний капітал в системі інноваційної діяльності, варто зазначити, що він не просто тісно пов'язаний з інноваціями, він є критичним чинником в інноваційному процесі. Кошти, отримані як венчурний капітал, на відміну від банківського кредиту надаються на безповоротній, безпроцентній основі, не вимагають забезпечення і не підлягають вилученню протягом існування таких правовідносин. Єдиною заставою є спеціально обумовлена кількість акцій (часток у статутному капіталі) у вже існуючому або лише створюваному товаристві. Венчурний інвестор не намагається придбати контрольний пакет часток (акцій), а лише розраховує, що менеджери товариства, маючи контрольний пакет часток (акцій), збережуть стимули для активного розвитку своєї підприємницької діяльності [90, с. 219]. Це суттєво відрізняє венчурний капітал від позичкового та дозволяє розглядати венчурних інвесторів не просто як фінансову інфраструктуру, а як суб'єктів інноваційної діяльності [118, с. 364]. Категорія венчурного капіталу відображає систему відносин між суб'єктами венчурного підприємництва, що забезпечує акумуляцію вільних коштів і вкладення їх у інноваційні проекти з метою дослідження, освоєння і комерціалізації нововведень [85, с. 59].

Наступною особливістю венчурного інвестування є постійний зв'язок венчурного інвестора та товариства-реципієнта як результат здійснення останнім підприємницької діяльності, пов'язаної з підвищеним ризиком отримання збитків. Зауважується, що хоча венчурне підприємництво характеризується підвищеним рівнем підприємницького ризику, проте є однією з важливих форм інвестування інноваційних проектів, що не лише стимулює інноваційні процеси в окремих товариствах, але й загалом позитивно впливає на ринок інновацій [24, с. 35]. Отже, венчурне підприємництво – це, перш за все, вирішення проблем інвестування сфери інновацій.

Підвищений ризик венчурного інвестування компенсується очікуванням отримання високої прибутковості на проінвестований капітал, оскільки метою розміщення венчурного капіталу є досягнення значного доходу від корпоративної участі як венчурного інвестора у статутному капіталі венчурного товариства. Є характерним для комерціалізації результатів наукових досліджень у наукоємних і, у першу чергу, у високотехнологічних сферах, де перспективи отримання прибутку не гарантовані і присутня значна частка ризику.

Продаж часток (акцій), як правило, здійснюється шляхом первинного публічного розміщення, включаючи емісію акцій компанії на вільному ринку або галузевий продаж, в якому фонд венчурного капіталу, як правило на рівні з іншими акціонерами товариства, продає такі акції іншій компанії [188, с. 15]. Отже, логічним є той факт, що інвестори прагнуть отримати великий приріст капіталу, продавши всі належні їм акції, коли вони стануть прибутковими в майбутньому. Тобто інвестиції венчурного капіталу є неліквідними за своєю природою – це довгострокові інвестиції, оскільки їх повернення повністю залежить від економічного росту товариства – збільшення вартості часток (акцій).

Процедурно це відбувається шляхом купівлі-продажу часток (акцій), що забезпечує надходження венчурного капіталу для інвестування інноваційних проектів, але зумовлюється тривалим строком можливого повернення інвестованих коштів. При цьому такі кошти повертаються не у прямому сенсі, а

через продаж належних венчурному інвестору часток (акцій) у статутному капіталі товариства-реципієнта іншим особам після завершення венчурного проекту. Фактично мова йде про корпоративне інвестування, що передбачає надання коштів товариствам шляхом участі у їх статутному капіталі.

Якщо з порядком здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності ми визначилися, то що розуміти під цим явищем як правовою категорією – питання риторичне. Як вже зазначалося, на сьогодні чинне законодавство не містить легального її тлумачення.

У свою чергу, у правовій доктрині досить чітко простежується тенденція переважання визначення саме поняття «діяльності з венчурного інвестування», під якою, наприклад, Т. С. Гудіма пропонує розуміти 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 [17, с. 71].

Однак, діяльність із метою досягнення соціального чи іншого нематеріального ефекту не відповідає економічній суті венчурного інвестування, що спрямована на збільшення капіталу. У зв'язку з цим, у рамках нашого дослідження, погоджуємось з думкою О. Е. Сімсон стосовно того, що інвестиційна діяльність – це лише та діяльність, що спрямована на одержання прибутку [120, с. 34], оскільки діяльність реципієнта такого інвестування інноваційної діяльності є видом підприємництва, заснованим на наявності здібності підприємця акумулювати з різних джерел інвестиції, який орієнтований на практичне використання технічних та технологічних нововведень, які оцінюються як високорентабельні, направлений на завершення науково-технічних проектів, що не випробувані на практиці, так і на удосконалення вже існуючих з метою здійснення прав інтелектуальної власності та отримання прибутку і (або) іншого ефекту (преваг).

Отже, венчурне інвестування інноваційної діяльності розглядається як здійснення венчурним інвестиційним фондом або неінституційним інвестором (приватною особою – бізнес-янголом) не забезпеченого заставою, гарантією або іншим шляхом інвестування матеріальних та нематеріальних цінностей в діяльність означеного вище реципієнта, що демонструють значний потенціал комерційного зростання, з метою отримання частки в статутному капіталі відповідного реципієнта інвестицій та подальшої її реалізації після зростання ринкової вартості такої частки статутного капіталу [136, с. 72].

Загалом же можна підсумувати, що венчурне інвестування інноваційної діяльності – це особлива система вкладення інвестицій у нові інноваційні проекти, що об'єднують професійні підприємницькі зусилля (дії) інвестора (ів) шляхом прийняття управлінських або/та технічної рішень у діяльності інноваційного товариства, та майно, майнові права й інші цінності, що мають ринкову вартість, призначені для довгострокового вкладення в інвестування стартапів у сфері інновацій, від початкових стадій їх становлення до подальшої комерціалізації інноваційних продуктів (послуг) цієї діяльності.

Зазначені вище особливості встановлюють підвищені вимоги до цивільно-правового регулювання інституту венчурного інвестування інноваційної діяльності, сутність якої проявляється через:

1) своєрідність форми інвестування (здійснюється шляхом реалізації інвестиційних проектів і укладення договорів з корпоративними правами та іншими видами майнових та інтелектуальних цінностей, які належать суб'єктам-реципієнтам цих інвестицій, що здійснюють інноваційну діяльність);

2) спеціальний суб'єкт – венчурний інвестор;

3) специфіка венчурних інвестицій:

а) щоб забезпечити синергію вкладення фінансового та людських ресурсів щодо сприяння високій діловій активності та потенційній реалізації ефективної комерціалізації інноваційної діяльності товариств-реципієнтів, венчурні інвестиції можуть мати матеріальну (кошти, рухоме та нерухоме майно) або інтелектуальну форму. Це твердження можна обґрунтувати положеннями ст. 1

Закону України «Про інвестиційну діяльність», у якій прямо вказується, що до інвестицій необхідно відносити кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери (крім векселів), рухоме і нерухоме майно, що становить собою матеріальний вираз і майнові права, які впливають із авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності, сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань [99];

б) інвестиції як цінності можуть бути виражені в грошовому еквіваленті, але цей факт не має призводити до того, що останні повинні вкладатися лише у вигляді грошових сум. Під цим твердженням розуміється те, що інвестиції в обов'язковому порядку мають проходити оцінювання, тобто під час зарахування їх на баланс товариства вони повинні мати грошове вираження;

в) довгостроковість та неліквідність. Отримання доходу від венчурних інвестицій значною мірою залежить від успіху інноваційних товариств, тобто відбувається істотний розрив у часі між початковою інвестицією та кінцевою виплатою (зазвичай мають часовий розрив до 10 років);

г) ризиковий характер інвестиції. Існує велика ймовірність «провалу» стартапу, що посилюється рядом економічних факторів щодо його інноваційної складової у довгостроковій перспективі.

4) метою є одержання високого рівня прибутку (доходу).

На основі проведеного дослідження можна визначити, що венчурне інвестування інноваційної діяльності забезпечує ефективну реалізацію венчурного капіталу у функціонуванні приватних юридичних осіб, що діють у сфері інноваційної діяльності, на корпоративних чи договірних засадах. Високі ризики такого інвестування обумовлені новизною інновацій, що комерціалізуються, та ранньою стадією виведення нових високотехнологічних продуктів на ринок, що створені на їх базі, і знижуються за допомогою використання спеціальних правових форм і засобів.

У більш вузькому розумінні венчурне інвестування як цивільно-правова категорія – це вид діяльності венчурних інвесторів з придбання акцій (часток у статутних капіталах) юридичних осіб приватного права, що здійснюють

інноваційну діяльність, на ранній стадії виведення їх інноваційного продукту на ринок чи (та) його масштабування, спрямований на отримання прибутку від подальшого продажу зазначених акцій (часток), що характеризується високими ризиками і довгостроковістю повернення вкладених інвестицій.

Висновки за розділом 1.

1. Ступінь наукового-теоретичного напрацювання розуміння сутності, видів та особливостей здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні на даному етапі її розвитку значно поступається зарубіжній практиці в наявності та опрацьованості відповідних інструментів нормативного забезпечення.

2. Вивчення проблематики венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні свідчить про існування різного розуміння сутності та правової природи між закріпленим поняттям «венчурного фонду» відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування» та фактичним здійсненням операцій у сфері венчурного інвестування на практиці.

3. Інститут класичної моделі венчурних інвестиційних фондів, які здійснюють ризикове інвестування в інноваційні стартапи малих та середніх суб'єктів підприємницької діяльності, не є релевантним в юрисдикції України. Обрана модель діяльності не відповідає реальним інтересам ринку інновацій, венчурні інвестиції не виконують головної функції – інвестування новостворених малих та середніх товариств, чия діяльність спрямована на створення, впровадження та комерціалізацію інновацій.

4. Аналіз і порівняння науково-теоретичних напрацювань про корпоративні та договірні інвестиційні правовідносини у сфері інноваційної діяльності та практичне їх застосування не мають єдиного знаменника, що зумовлено відсутністю єдиної (цілісної) регульованої системи, що забезпечить корпоративну та договірну форми закріплення правових зв'язків інвесторів та реципієнтів інвестицій у сфері технологічних інновацій та розробок нової продукції. Неможливо буде досягти правового ефекту, якщо законодавець і далі продовжить ігнорувати важливість системного підходу вирішення проблематики цивільно-правових механізмів, а саме закріплення особливостей правового статусу та організаційно-правові форми суб'єктів венчурного інвестування та правовий режим об'єктів, їх подвійну природу; питання правових засобів, які

опосередковують зміст договірної регулювання; форми та способи захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

5. Визначено венчурні інвестиції як особливу категорію вкладень, що визначається наступними притаманними їм ознаками: 1) їх інноваційна спрямованість; 2) високий ступінь ризику і невизначеності в частині досягнення цілей щодо комерціалізації результатів діяльності проінвестованої юридичної особи-стартапу; 3) ці види інвестицій є досить ризикованими, оскільки вони неліквідні, а їх повернення повністю залежить від зростання інноваційної компанії; 4) висока прибутковість як визначальний чинник, що впливає на прийняття рішення про здійснення такої інвестиції, зокрема, інвестування того чи іншого інноваційного проекту.

6. Венчурний капітал є важливим (виконує свої економічні функції) в інноваційному процесі саме на стадії виведення інноваційного продукту на ринок чи забезпечення економічно виправданого масштабу виробництва, а відтак, неможливо ототожнювати поняття «інвестування інновацій» та «інвестування інноваційної діяльності».

7. Венчурне інвестування інноваційної діяльності – це особливий різновид інвестиційної діяльності, що виражається через особливості його суб'єктного складу (інвестор, як правило інституційний, та венчурне товариство (АТ або ТОВ)); особливий об'єкт (корпоративні права); та існуванням підвищеного ризику отримання негативних результатів або неотримання бажаного результату.

9. Венчурне інвестування як цивільно-правова категорія – це вид діяльності венчурних інвесторів з придбання акцій (часток у статутних капіталах) юридичних осіб приватного права, що здійснюють інноваційну діяльність, на ранній стадії виведення їх інноваційного продукту на ринок чи (та) його масштабування, спрямований на отримання прибутку від подальшого продажу зазначених акцій (часток), що характеризується високими ризиками і довгостроковістю повернення вкладених інвестицій.

РОЗДІЛ 2

СУБ'ЄКТИ ТА ОБ'ЄКТИ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

2.1. Правове становище суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Одним із пріоритетних завдань, які стоять перед Україною на сучасному етапі, є збільшення темпів економічного відновлення, що потребує залучення якомога більшої кількості інвестицій у різні галузі національної економіки. Очевидно, що особлива увага має приділятися нормативній регламентації правовідносин, які виникають у процесі залучення коштів юридичних та фізичних осіб з метою їх подальшого інвестування у високоліквідні активи з метою комерціалізації інноваційних продуктів та послуг. Тобто, вбачається, що правовий статус суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності має визначатися не схоластично, а спиратися на відповідну соціально-економічну основу, враховуючи реальний стан правочинів на ринку венчурних інвестицій в Україні та національні особливості їх реалізації.

Слід зазначити, що традиційно в Україні венчурне інвестування завжди розглядалося в контексті вкладень в українські стартапи. Глибоко укорінилась думка, що наш ринок венчурного капіталу має односторонній вектор напрямку, а саме, виробництво інноваційних ідей на експорт, а кінцева мета стартапера – залучення коштів та комерціалізація на просторах високотехнологічних юрисдикцій «розвиненого венчуру».

Дійсно, не лише підтримувати стабільність своєї підприємницької діяльності, але й розвивати її під час війни – титанічна праця. З цієї метою все більше українських підприємців звертають увагу на міжнародні ринки та шукають там споживачів та інвесторів. Як свідчать дослідження *Mastercard SME Index*, 28% українських представників малого та середнього підприємництва вже розширили свою діяльність на закордонного споживача, і ще 21% планують

почати це робити у майбутньому [158]. Як основні бар'єри, що заважають вийти на іноземні ринки, залишаючись українським суб'єктом інноваційної діяльності, вказується на недостатність інвестиційних ресурсів, профільних знань та недосконалість національного законодавства. Саме така обмеженість змушує все більше українських підприємців у сфері інноваційної діяльності шукати інвестиційні ресурси за межами України.

У свою чергу, іноземні венчурні інвестори продовжують звертати все більше уваги на українську стартап-екосистему, Центральну та Східну Європу в цілому. З літа 2022 року низка венчурних партнерств у Лондоні та Нью-Йорку оголосила про створення нових фондів для підтримки початкових інвестицій в українські товариства. Серед доволі активних інвесторів з українськими керівними партнерами варто згадати *SMRK VC Fund*, *TA Ventures*, відновлює діяльність *Digital Future*, *GEEK Ventures*, *SID Venture Partners Fund*, *Flyer One Ventures*, *Hypra*, створені нові фонди *Angel One* та *hi5 Ventures* та інші.

Проте, зазначені вище фонди не відповідають класичному розумінню структури ВФ в Україні, і навіть корпоративних венчурних фондів відповідно до національного законодавства щодо регулювання відносин спільного інвестування. Справа у тому, що диверсифікація ризиків призводить українських інвесторів до інкорпорування їх фондів в іноземній юрисдикції, більше того їх інвестиційні пропозиції свідчать про переважну більшість вкладень в зростаючі закордонні товариства.

Звідси, в умовах глобалізації світового інвестиційного та інноваційного ринків, коли український інвестор стає їх частиною правове становище вітчизняних суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності законодавством не визначено, що є однією з причин гальмування розвитку відповідного інституту в нашій країні. Правове регулювання досліджуваних відносин будується, не спираючись ані на існуючу світову практику, що відповідала б на глобальні виклики інноваційного розвитку, ані на відповідну економічну основу реальних правочинів, які укладаються у цій сфері.

Отже, на окрему увагу заслуговує дослідження аспектів визначення правового статусу суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності, їх класифікація, особливості та внутрішня структура, відповідно до обраних напрямів діяльності та проблематики вибору організаційно-правової форми юридичної особи для ефективного здійснення такого інвестування.

В науковій літературі зауважено, що в Україні не створено законодавче забезпечення комерціалізації науки, не розроблено конкретні законодавчі нормативи щодо функціонування її ринку [28, с. 366]. А, отже, для ефективної реалізації цього процесу, досліджуючи правову природу та необхідність її нормативної регламентації виникає потреба у встановленні чіткого суб'єктного складу учасників такого роду діяльності. Наведене підтверджується й позицією В. А. Попова, який вважає, що венчурне інвестування має цікавий і доволі широкий суб'єктний склад, наділений різними можливостями та механізмами впливу і має величезну кількість способів інвестування, оскільки це діловий процес, який об'єднує інвесторів і стартапи з різних сфер та галузей [82, с. 34]. Отже, особливості суб'єктивного складу породжують специфіку змісту цих правовідносин і природи венчурного інвестування, що є важливим залежно від стадії, на якій безпосередньо відбувається інвестиційна діяльність.

Суб'єктами венчурного інвестування інноваційної діяльності є венчурні інвестори (фізичні та юридичні особи), які здійснюють індивідуальне або колективне венчурне інвестування, та стартапи-реципієнти цих венчурних інвестицій, частки (акції) в статутному капіталі яких є об'єктом венчурного інвестування.

У юридичній літературі висловлено думку, що інвестор – це фізична чи юридична особа, а також держава чи територіальна громада, що вкладає майно, майнові права й 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 [79, с. 49]. З таким узагальненням не можна погодитись, хоча дійсно досить широкого розповсюдження у нормативних актах

та правовій доктрині набуло ототожнення особи інвестора і підприємця, однак у дійсності відмінність між ними є досить істотною.

Суб'єкт, інвестуючи кошти, може розраховувати на додатковий захист лише у разі, якщо він не має можливості брати участь у процесі створення можливого майбутнього доходу. Якщо ж такий суб'єкт має відповідну можливість і здійснювати прямий контроль за реципієнтом інвестиції, то він спроможний сам захистити власні вкладення, а отже, він не є інвестором, і в наданні йому особливого статусу, відмінного від інших суб'єктів, немає потреби. Натомість інвестор, навпаки, потребує спеціальних механізмів забезпечення досягнення власного інтересу, спеціального статусу, нормативного його закріплення. Характерною ознакою інвестора є наявність «внутрішнього» ризику, що полягає в можливості втрати інвестицій, оскільки в нього немає правової можливості безпосередньо брати участь у процесі використання вкладених коштів, а їх очікування залежить від чесності й компетентності інших осіб [142, с. 431].

Варто визначити коло осіб, які можуть брати участь у таких правових зв'язках та набувають відповідний статус, оскільки не кожна особа (фізична чи юридична), виконуючи функції в рамках венчурного інноваційного проекту, визнається венчурним інвестором.

Так, йдучи від загального до спеціального, зауважимо, що загалом розуміння сутності інноваційної діяльності на нормативному рівні міститься у двох законах – «Про інвестиційну діяльність» та «Про інноваційну діяльність», які деталізують положення один одного. Закріплюючи норми, за якими інноваційна діяльність зводиться до використання та комерціалізації результатів наукових досліджень та розробок і зумовлює випуск на ринок нових конкурентоздатних товарів і послуг, вказані Закони майже не вирішують питання визначення суб'єктного складу відносин, віднесених до інноваційної діяльності у контексті її відповідності до венчурного інвестування. Отже, у процесі дослідження правової природи та нормативної регламентації здійснення

венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні виникає потреба у встановленні суб'єктного складу такого роду діяльності.

Законодавством встановлюється існування двох категорій суб'єктів, які є учасниками інвестиційних правовідносин, – інвестор та учасник інвестиційної діяльності. Останніми, за ч. 3 ст. 5 Закону України «Про інвестиційну діяльність», є громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора [99]. Тобто учасники – це особи, які не вкладають свої чи залучені кошти в певні об'єкти і не чекають на позитивні результати своїх інвестицій, проте безпосередньо сприяють процесу вкладення інвестиції в об'єкт інвестування або процесу реалізації інвестицій, які виконують роботи чи надають послуги, спрямовані на кінцевий результат інвестиційної діяльності – одержання прибутку. Це означає, що всі інші учасники визначають коло повноважень за домовленістю з інвестором на підставі додаткового до інвестиційного договірною зобов'язання.

Тобто учасники інвестиційної діяльності включенні у венчурну інвестиційну діяльність на умовах, що безпосередньо сприяють процесу вкладення інвестицій в об'єкт інвестування або процесу реалізації інвестицій, надають послуги, спрямовані на забезпечення кінцевого результату венчурного інвестування – отримання прибутку від комерціалізації діяльності інноваційних стартапів, однак не є безпосередньо стороною венчурного інвестування.

Відповідно до ст. 5 Закону України «Про інноваційну діяльність» її суб'єктами можуть бути фізичні і (або) юридичні особи України, фізичні і (або) юридичні особи іноземних держав, особи без громадянства, об'єднання цих осіб, які провадять в Україні інноваційну діяльність і (або) залучають майнові та інтелектуальні цінності, вкладають власні чи запозичені кошти в реалізацію в Україні інноваційних проектів [100]. Тобто цей Закон до суб'єктів інноваційної діяльності відносить осіб (фізичних чи юридичних) незалежно від національної приналежності, а також їх об'єднання, які здійснюють будь-який з таких видів діяльності: 1) інноваційну діяльність; 2) залучення майновий та інтелектуальних

цінностей; 3) вкладають власні чи запозичені кошти в реалізацію в Україні інноваційних проектів. Тобто, фактично суб'єктів, що здійснюють інвестиційну та безпосередньо суб'єктів, що займаються саме інноваційною діяльністю об'єднано в одну категорію.

При цьому така ситуація може бути пояснена тим, що для реалізації нової ідеї, рішення, розробки як інновації суб'єкти інноваційної діяльності, як правило, потребують наявності або залучення значних обсягів інвестицій, що пов'язано із великою собівартістю інноваційного проекту та високим ризиком щодо можливості реальної комерціалізації майбутнього проекту та виведенням його на ринок. Це є причиною поєднання вказаними особами самої інноваційної діяльності з діяльністю по залученню коштів для виконання інноваційного проекту, які можуть надходити як від приватних інвесторів, так і від держави (територіальної громади) [51, с. 126]. Таким чином, саме правова форма інвестиційної діяльності безпосередньо передбачає порядок створення її суб'єктів, визначає межі їх інвестиційної правосуб'єктності, специфіку діяльності суб'єкта, повноваження керівних органів, особливості та наслідки припинення інвестиційної діяльності або суб'єкта інвестиційної діяльності [13, с. 91].

Проте, такий стан справ не варто плутати зі здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності, де головний акцент робиться на діяльність інвестора, що вкладає у частки (акції) у статутному капіталі зазначених вище суб'єктів інноваційної діяльності, які орієнтовані на розробку і виробництво інноваційних продуктів, з метою розвитку й розширення цих суб'єктів, відтак отримання прибутку від приросту вкладених коштів через збільшення росту та вартості цих товариств-реципієнтів. У цьому контексті нас цікавить саме діяльність інвестора як сторони інвестиційного зобов'язання щодо реалізації такої інвестиції.

Оскільки, окремо не визначено правовий статус венчурного інвестора, то оперуємо загальним визначенням інвестора, який відповідно до ст. 5 Закону України «Про інвестиційну діяльність» є суб'єктом інвестиційної діяльності, що

приймає рішення про вкладення власних, позичкових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. З урахуванням вище викладеного та положень вказаної статті, вважаємо, що венчурний інвестор – суб'єкт венчурного інвестування, який здійснює розміщення власних, позичкових чи залучених коштів у формі венчурних інвестицій в інноваційні стартапи¹ з метою отримання високого рівня прибутку від комерціалізації продуктів (послуг) такої діяльності.

Але перш ніж визнавати фізичну чи юридичну особу венчурним інвестором, необхідно чітко встановити правосуб'єктність кожної окремої категорії. Так, венчурних інвесторів прийнято розподіляти на індивідуальних венчурних інвесторів та професійних (інституційних) інвесторів.

Група індивідуальних венчурних інвесторів представлена так званими бізнес-ангелами². Так, на міжнародному рівні визнаним є підхід, що бізнес-ангели – індивідуальні інвестори, які здійснюють венчурне інвестування на ранніх етапах розвитку стартапу, їх важливою мотивацією є інтерес до конкретної інновації та впевненість у результатах її комерціалізації, при цьому основна мета – значне зростання вартості венчурного капіталу. Бізнес-ангели матеріально незалежні та інвестують власні кошти; здійснюють як матеріальну, так і нематеріальну підтримку проектів на різних етапах їх реалізації; вони можуть діяти самостійно або у складі певних об'єднань.

Не зважаючи на визнання цього терміну науковцями і його поширеність у світовій літературі, законодавці більшості країн уникають його використання у процесі унормування інвестиційної діяльності, оперуючи чисто правовим аналогом – «приватні інвестори-власники капіталу», розуміючи при цьому під бізнес-ангелами приватних інвесторів, які вкладають гроші в інноваційні проекти, на етапі створення підприємств в обмін на повернення вкладень і частку у статутному капіталі [8, с. 14–15].

¹ В частки (акції) статутного капіталу стартапів-реципієнтів венчурних інвестицій.

² Як зазначається, В. Ветцель був одним із перших, хто ввів цей термін розуміючи під ним осіб, які забезпечують ризикові інвестиції в молоді підприємства [201, с. 163].

За критерієм походження коштів слід виділити приватних венчурних інвесторів, що вкладають власні кошти в інноваційну діяльність, та інвесторів, які здійснюють залучення коштів третіх осіб на професійній основі та мають спеціальну правоздатність. Залучення коштів третьої сторони дозволяє венчурним інвесторам збільшувати обсяг венчурних інвестицій і вкладати значні інвестиційні ресурси в стартапи-реципієнти на більш пізніх етапах їх розвитку.

Інвестування власних коштів знижує вимоги до гарантованої прибутковості, дозволяє здійснювати більш ризикове інвестування і спрощувати внутрішню структуру інвестора. Власні кошти інвестують: 1) бізнес-ангели (невеликі індивідуальні інвестори), 2) корпоративні венчурні фонди.

Функціонування українських корпоративних венчурних фондів (фонди з єдиним інвестором) при інноваційних компаніях з міжнародним ім'ям, є не що інше, як їх дочірнє товариство, створене з метою поглинання у разі проходження процедури успішності комерціалізації випробовуваної інноваційної ідеї, і у зв'язку з цим не мають достатньої правової специфіки відносин венчурного інвестування, що є предметом цього дослідження.

Інша справа, основним завданням вітчизняного законодавця має бути створення сприятливого інвестиційно-правового клімату для бізнес-ангела. Причому ризиковий характер інноваційних проєктів, у які вкладаються кошти «ангела», зумовлює необхідність вироблення ще більш гнучких підходів до заохочення та регулювання діяльності останніх, порівняно з інвесторами, що підтримують традиційні види підприємництва, отримання прибутку з яких, вочевидь, є більш надійним.

Перш за все зауважимо, що незважаючи на те, що бізнес-ангели як суб'єкти інноваційної діяльності венчурного інвестування реально присутні в українській підприємницькій практиці. Однак, у вітчизняному правовому полі, як особи із «зрозумілою» правосуб'єктністю, вони відсутні, їх правове становище законодавством не визначено, що є першою і найвагомішою причиною гальмування розвитку інституту приватного інвестування в нашій країні.

Загальні положення, що містяться у Законі України «Про інвестиційну діяльність» лише в загальних рисах регулюють діяльність бізнес-ангела, що за своєю природою є інвестиційною, при цьому про такого суб'єкта інвестування інноваційних проектів у вищевказаному нормативному акті не йдеться [72, с. 49].

Водночас у ЄС також наявна проблема невизначеності щодо єдиного правового статусу бізнес-ангелів. Так найбільш суворі вимоги до цього суб'єкта застосовуються у Великій Британії, де для здійснення своєї діяльності бізнес-ангел має пройти процедуру сертифікації. Проте, у більшості країн ЄС діяльність бізнес-ангелів детально не врегульована і не потребує жодної сертифікації чи акредитації. На думку Європейської комісії, незважаючи на недоліки відсутності специфічного правового регулювання, такий підхід є більш доцільним, ніж встановлення жорстких вимог для діяльності бізнес-ангелів, оскільки їхня діяльність характеризується вищим ступенем ризиковості порівняно зі звичайною інвестиційною діяльністю, а корисний ефект від неї має важливе значення для національної економіки. Крім того, відсутність жорстких умов для функціонування бізнес-ангелів спрощує залучення іноземного капіталу до підтримки інноваційних стартапів [208].

Законодавство про інвестиційну діяльність не встановлює обмеження щодо віку чи особливого правового статусу для осіб, які здійснюють розміщення коштів з метою отримання прибутку. Законом не вимагається реєстрація інвестора як суб'єкта підприємницької діяльності чи інша особлива процедура доступу до ринку венчурного інвестування. «Статус підприємця для ангелів бізнесу є необов'язковим, оскільки, по-перше, їх діяльність не має систематичного характеру, по-друге, процедура реєстрації фізичної особи як підприємця передбачає затрати для бізнес-ангела, як часові, так і фінансові, по-третє, статус підприємця передбачає сплату податків та пенсійних внесків, подання декларації про доходи – наслідки, що зменшують привабливість вкладення власних коштів бізнес-ангелами в інноваційні проекти. Тож відсутність статусу підприємця, а отже, й статусу суб'єкта господарювання – не є перешкодою для осіб, що бажають стати ангелами бізнесу, як, власне, і факт

наявності такого статусу, оскільки бажання підприємця інвестувати кошти може бути ще більш виправданим, виходячи з особливостей його діяльності, яка, по суті, й може потребувати інноваційних проєктів» [72, с. 51]. Вбачається, цілком природно, що бізнес-ангелу фізичній особі, як вітчизняному, так і іноземному, достатньо володіти загальною повною цивільною дієздатністю для здійснення інвестиції в інноваційний проєкт на території України.

У процесі вивчення необхідності закріплення правового статусу бізнес-ангела виникає питання введення терміну «бізнес-ангел» у нормативну базу, з урахуванням того, що цей термін у науковому обігу має переважно емоційний відтінок і не розкриває правову сутність розглядуваного виду інвестування. Натомість замість англійської термінології, логічним вбачається, використовувати у нормативно-економічному обороті поняття (словосполучення) – «індивідуальний венчурний інвестор». Так, пропонується індивідуальним венчурним інвестором є фізична особа, яка надає з особистих коштів середні та довгострокові інвестиції інноваційним стартапам, що мають значний потенціал росту і знаходяться на первинних етапах свого розвитку [8, с. 14]¹.

У зв'язку з прогалинами у нормативній базі, що регламентує діяльність індивідуальних венчурних інвесторів, та можливостями глобальної мережі Інтернет в Україні значної популярності набула технологія краудфандингу, яку помилково відносять до одного із видів бізнес-ангельського інвестування. Так, під краудфандингом необхідно розуміти отримання грошей для фінансування виготовлення нових продуктів (послуг) від великої кількості людей з використанням соціальних мереж або спеціальних краудфандингових платформ. Тож, незважаючи на те, що краудфандинг часто використовують стартапи для розробки та виробництва інноваційних товарів, цей спосіб залучення коштів не є венчурним. Через краудфандинг споживачі замовляють товари, що не можна назвати інвестицією, оскільки метою останньої є не придбання товару, а

¹ Для зручності будемо оперувати поняттям «бізнес-ангел», під яким при цьому розуміємо саме індивідуального венчурного інвестора.

отримання високого прибутку. Таким чином, краудфандинг належить до способів дистанційної торгівлі, хоча і виконує функцію залучення коштів до інноваційних проектів [123, с. 87].

Дійсно, інвестиційний краудфандинг для потенційних інвесторів – це можливість відносно легким та зручним способом виходити на фондовий ринок; вкладати кошти в реалізацію проектів в різних країнах, не маючи при цьому законодавчих, територіальних, дозвільних та інших адміністративних перешкод; звертатись за професійною допомогою до брокерів та інших спеціалістів організованих ринків капіталів в юрисдикціях [63, с. 128]. Проте питання правового регулювання є важко регульованим контексті транскордонності відповідного механізму.

Однак, протягом останніх років набув поширення інвестиційний різновид краудфандингу – краудінвестинг (акціонерний краудфандинг), у ході якого споживачі не фінансують сам товар, але купують частку (акції) у статутному капіталі юридичної особи – стартапу. Таке інвестування є однією з форм реалізації венчурного бізнес-ангельського інвестування.

Порівняно з іншими формами венчурного інвестування, краудінвестинг характеризується високою гнучкістю, швидкістю акумуляції коштів, прозорістю інформації. Для приватних осіб інвесторів така форма дає змогу брати участь у реалізації стартапів за допомогою відносно невеликих за обсягом інвестицій. При цьому вони мають можливість будувати власну стратегію інвестування, наприклад, диверсифікуючи напрями вкладання коштів. Але все одно існує великий ризик фінансових втрат. У рамках процедури краудінвестингу момент створення юридичної особи-стартапу може бути відкладено, поки не набереться достатньої кількості інвесторів, які виявили бажання придбати частку (акції) у її статутному капіталі. Для стартапу особливо цінним є той факт, що бізнес-ангели акумулюють не тільки необхідний венчурний капітал, а й діляться своїм багаторічним професійним досвідом, знаннями та бізнес-контактами, що може мати велике значення для довгострокового успіху інноваційного проекту. В обмін «ангел» розраховує на частку (акції) в статутному капіталі товариства

(проінвестованого стартапу) для реалізації в майбутньому великим інституційним інвесторам з метою отримання прибутку [123, с. 82].

Питання юридичного закріплення форми реалізації бізнес-ангельського інвестування видається непростим, оскільки, по-перше, потребує вирішення питання конкуренції юрисдикцій. Стартапи, які не мають достатнього доступу до ангельського інвестування в середині країни на ранніх стадіях розвитку, досить часто змушені переїхати до США, Великої Британії або, все частіше, до Китаю, та ж тенденція прослідковується і в релокації українського бізнес-ангела, що віддає перевагу залишатися в «тіні». У будь-якому випадку, подальші транскордонні ангельські інвестиції можуть допомогти подолати деякі проблеми, пов'язані з національною фрагментацією та офшоризацією. Тому важливо не старатися «замкнути бізнес-ангела», а дати реальні інструменти для оптимізації своїх інвестицій в Україні. Наприклад, податкові субсидії, що надаються у Великій Британії в рамках *Seed Enterprise Investment Scheme* (SEIS) або *Enterprise Investment Scheme* (EIS), заохочують потенційних інвесторів ставати бізнес-ангелами. Такі організації, як *European Business Angel Network* (EBAN) і *Business Angels Europe* (BAE), вже зосереджені на заохоченні розвитку транскордонних ангельських інвестицій у Європі, але існує низка перешкод бізнес-ангельського інвестування в Україні.

Початкова проблема полягає в тому, що інвестори-ангели мають сильну тенденцію інвестувати на локальному рівні, наприклад, для загального комфорту та щоб зберігати контроль та нагляд за зрозумілими правилами ведення підприємницької діяльності. Нагальним питанням є створення науково-практичного підґрунтя у ході нещодавніх актуальних реформ для забезпечення довіри до українського інноваційного середовища, що в майбутньому має бути орієнтоване на стрімке інвестиційне зростання інноваційного підприємництва, а отже здатне забезпечити їх можливість виходити на глобальний ринок. Щодо здійснення підприємницької діяльності, то бізнес-ангели можуть бути знайомі зі своїми ринками, але можуть бути невдоволені тим, чи мають можливість підприємці до масштабування на інших ринках.

По-друге, правовий механізм договірної регулювання ангельського інвестування у світі зародився у системі загального права, а отже, ці форми вже добре відомі міжнародним інвесторам та бізнесу, що ставить вимогу гармонійного запровадження в національний контекст. Так, Ю. М. Жорнокуй наголошує на необхідності переглянути нормативне регулювання окремих сфер національної економіки та привести їх у відповідність до світових стандартів венчурного інвестування, за умови, якщо це не буде порушувати національні традиції та права і законні інтереси учасників цих відносин [26, с. 38].

Оформлення інвестування стартапу індивідуальним інвестором технічно складається з оформлення та внесення змін в установчі документи у зв'язку з прийняттям інвестора до складу учасників (акціонерів), і це може бути у тому числі договір купівлі-продажу частки (акцій). Всі відносини в цьому випадку цілком прозорі та у інвестора буде можливість легально отримувати доходи, якщо стартап буде успішним, продати свої акції (частку в статутному капіталі) у стартапі і повернути інвестиції з прибутком. Також, інвестор, отримуючи частку (акції) в статутному капіталі товариства-стартапу, швидше за все, зможе впливати на управлінські рішення «стартаперів» через виконавчі органи, наглядову раду або вищий орган суб'єкта інноваційної діяльності. Врегулювати взаємовідносини сторін в цьому випадку можливо відповідно до корпоративного договору [123, с. 86].

Однак, у зв'язку з тим, що в національному законодавстві фактично відсутній захист інвестора-міноритарія, поширеним явищем є намагання бізнес-ангелів отримати контрольний пакет акцій (частки), що, по-перше, суперечить сутності венчурного інвестування, по-друге, частіше за все є неприйнятним для стартапу-реципієнта інноваційної діяльності. Постають також проблеми врегулювання майбутніх корпоративних відносин товариства-реципієнта (його засновників (учасників)) та бізнес-ангела на ранніх стадіях, особливо коли мова йде про комерціалізацію ще на етапі відсутності юридичної особи.

Поряд з корпоративною формою, бізнес-ангели можуть здійснювати інвестування шляхом надання позики. Але розмір доходів інвестора від

інвестування стартапів на початковому етапі може перевищувати обсяг відсотків, і якщо стартап буде успішний, то інвестор не зможе масштабувати свій прибуток від володіння часткою (акціями) в проекті, і це суттєвий недолік такого способу [123, с. 86].

Іншим питанням, що має бути враховане, обираючи цей спосіб закріплення договірних відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, бізнес-ангели мають враховувати, що така форма інвестування коштів інноваційного підприємництва шляхом отримання прибутку у вигляді процентів зумовлює її схожість з наданням приватним інвестором, по суті, фінансової послуги, ознаками якої є пов'язаність її з фінансовими активами, здійснення в інтересах третіх осіб та з метою одержання прибутку. Ці ознаки, притаманні будь-якій фінансовій послугі, водночас характеризують й інвестиційну діяльність «ангела». Слід погодитися з тим, що визнаючи «ангельську» інвестицію фінансовою послугою, тим самим піддається така інвестиційна діяльність: а) спеціальному регулюванню та підвищеному контролю з боку держави, що «відлякає» разових інвесторів, які займаються різного роду господарською діяльністю; б) обмежуємо коло потенційних бізнес-ангелів вимогами, що висуваються до суб'єктів, які здійснюють фінансові послуги в Україні, зокрема фізичній особі необхідна реєстрація як суб'єкта підприємницької діяльності. Разові інвестиції фізичних осіб бізнес-ангелів у формі процентної позики є проявом ініціативи, бажання інвестора вкласти власні гроші в інноваційний проект, і необачне, надмірне регулювання цієї діяльності зумовить відсутність разових інвесторів, що, очевидно, є небажаним при їх нинішній мізерній кількості [72, с. 51].

Вирішуючи це питання, можливою альтернативою є попередні договори купівлі-продажу часток (акцій) у статутному капіталі з відкладальною умовою, при настанні якої сторони зобов'язуються укласти відповідний основний договір. Але в рамках існуючого законодавства, ця конструкція є дієвою лише за умови добровільної згоди всіх учасників, адже при відмові однієї зі сторін її не можна зобов'язати укласти основний договір. З іншої сторони, можна вести мову

про стягнення збитків, пов'язаних із відмовою контрагента укласти основний договір [76]. Однак, ураховуючи відсутність судової практики у сфері досліджуваних правовідносин, складно наперед оцінити реальні перспективи.

У США, наприклад, вирішили цю проблему і на законодавчому рівні забезпечили інвесторам, які дійсно ризикують більше всіх і фінансово підтримують стартап-проекти на початку їх шляху, коли ще нічого не відомо, чи будуть вони успішними, можливість вибору – отримувати відсотки і власне по закінченню договору повернути позику або перевести борг за позикою в корпоративні права [76]. Так, в англосаксонській правовій системі існує юридична конструкція конвертованої позики (договір *convertible note*).

Законом України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні» зроблено кроки щодо адаптації національного регулювання до світової практики правозастосування договору *convertible note*. Так, ст. 29 цього Закону було закріплено поняття та особливості договору позики з альтернативним зобов'язанням. В узагальненому розумінні договір *convertible note* – операція, при якій інвестор дає під відсоток або без нього кошти в борг стартапу, а останній замість повернення грошей має можливість передати у власність позикодавця частки (акції) свого стартапу, тобто, відбувається конвертація коштів в частку (акції) юридичної особи. У такому випадку між інвестором і стартапом укладається договір позики, супроводжуваний передачею інвестору цінного паперу (*convertible note*), у якому описуються комерційні умови надання і конвертації позики. Інвестор отримує право замість повернення суми позики придбати за встановленою в договорі методикою певну кількість часток (акцій) інноваційної юридичної особи [198, с. 193].

Тож, абсолютно логічним стало закріплення законодавцем у згаданому вище Законі України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні» (ст. 29) наступних положень: «договором позики, укладеним між кредитором та резидентом Дія Сіті (товариством) як боржником, може бути передбачено, що на вимогу кредитора в якості виконання альтернативного зобов'язання боржник зобов'язаний прийняти кредитора до складу учасників

боржника або збільшити розмір його частки у статутному капіталі (якщо кредитор є учасником боржника) та вважати відповідну суму позики додатковим вкладом кредитора для оплати частки у статутному капіталі боржника» [108].

Проте, розглядаючи практику застосування положень *convertible note* до сфери венчурного інвестування інноваційної діяльності, вбачається її ефективність повної мірою тільки в юрисдикціях, у яких прийнято відповідне нормативне регулювання правовідносин, що виникають у зв'язку з укладенням таких договорів. Однак, в Україні можливість повноцінної реалізації такої правової конструкції є сумнівною через відсутність її комплексного регулювання. І в цьому випадку права та обов'язки по новому договору обмежуються тими правовими конструкціями договорів функціонування суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності, які містяться в національному законодавстві, то закріпити такі відносини договором по аналогії іноземних юрисдикцій, у яких такі правовідносини врегульовані законодавчо, наразі коректно неможливо. Це впливає зі змісту правовідносин, які при цьому виникають, а також прав і обов'язків сторін.

Так, операція по конвертації боргу в частки (акції), якщо слідувати класичному «західному» правовому підходу, полягає в передачі кредитору по позиції часток (акцій), остаточна ціна на які визначається не в момент укладення договору, а в майбутньому, або за погодженою формулою, в рахунок заборгованості по позиції. У країнах, в яких використання такої правової моделі правовідносин врегульовано на нормативному рівні, законодавство містить також безліч додаткових опцій, які впливають на обсяг прав і обов'язків інвесторів і осіб, які надають кошти за такими договорами [121, с. 189].

Тому якщо виходити з правового режиму встановленого в Україні, при укладанні подібного договору вказані вище зобов'язання можуть бути реалізовані лише в добровільному порядку, якщо обидві сторони в майбутньому виявлять бажання їх виконати. Виходячи з правової природи договору позики вимагати повернення грошових коштів інвестор точно зможе, разом з тим, зобов'язання щодо передачі у власність кредитора часток (акцій) боржника в

рахунок заборгованості не може бути примусово реалізовано, оскільки в Україні законодавчо врегульовано оборот цінних паперів і для передачі акцій у власність третьої особи потрібно правова підстава – відповідний договір купівлі-продажу, укладений згідно із вимогами законодавства. Чи буде боржник збільшувати власний статутний капітал невідомо, припускається, що остаточне рішення приймається залежно від оцінки стартапу на момент повернення позики, що є додатковим ризиком для інвестора. Зазначається, що у цьому разі правомірно примусити боржника провести збільшення свого статутного капіталу кредитор не зможе, оскільки таке зобов'язання не може бути реалізовано самим боржником, воно залежить від корпоративного рішення його акціонерів (учасників) [76].

Практиками, для досягнення необхідного результату для венчурного інвестора, пропонується використовувати зарахування за ст. 601 ЦК України як підставу для припинення зустрічних зобов'язань. Зокрема, для АТ на нормативному рівні передбачена можливість при додатковій емісії акцій проводити їх оплату шляхом заліку однорідних зустрічних вимог з емітентом, якщо у емітента існують грошові зобов'язання перед акціонером (майбутнім акціонером). Для ТОВ такі правила не встановлені, але немає й заборони, тому можна припустити, що теж можна провести залік зустрічних вимог, виходячи із загальних положень зобов'язального права [76]. Тож, обираючи даний спосіб венчурних інвестицій в українські стартапи варто мати на увазі ту ситуацію, що в кінцевому рахунку інвестиція може бути переведена виключно в площину повернення звичайної процентної позики.

У разі неправильного оформлення відносин між інвестором та реципієнтом помилкового визначення прав, обов'язків та відповідальності сторін, стартап може втратити контроль над своєю підприємницькою діяльністю, а інвестор – над своїми інвестиціями, тому вважається, що інституційні інвестори, володіючи професійними навичками та досвідом, можуть забезпечити більш ефективне управління інвестиційними ресурсами, ніж індивідуальні інвестори у контексті врегулювання правочинів венчурного інвестування – створення доступних (що

особливо важливо – на ранніх стадіях) і ефективних правових засобів. Тому не дивно, що ключовим фактором на світових ринках венчурного капіталу є швидке зростання саме ролі інституційних інвесторів. Крім того, інституційні інвестори є основними гравцями не лише на розвинених ринках; їхня роль швидко зростає і в країнах, що розвиваються [173, с. 531].

Слід зазначити, що венчурне інвестування, що здійснюється інституційними інвесторами істотно відрізняється від інвестування індивідуального інвестора, що пов'язано з необхідністю акумуляції коштів значної кількості інвесторів з метою вкладення в об'єкти інвестиційної діяльності. Інша особливість інституційних інвесторів полягає у тому, що вони, з одного боку, є стороною, яка приймає ці інвестиції (прямим реципієнтом від інвесторів), і водночас самі здійснюють професійну діяльність по вкладанню коштів у об'єкти інвестування.

Поширеним є визначення, що інституційний інвестор є юридичною особою – посередником, яка акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює інвестиційну діяльність, спеціалізовану, як правило, на діяльності з цінними паперами [152, с. 19]. Однак, таке визначення не розкриває реальну роль інституційного інвестора у процесі залучення сторін до реалізації венчурного інвестування в конкретний інноваційний проект (продукт чи послугу). Адже оцінити стартап на ранніх стадіях непросто через обмеженість юридичної інформації та відсутність присутності на ринках капіталу [174, с. 228], а тому існує багато невизначеності щодо майбутньої інвестиції. Оцінка венчурних товариств визначається в результаті переговорів між венчурними інвесторами та підприємцями [170, с. 2–15].

З огляду на світову практику, наприклад, відповідно до модельного статуту BVCA для інвестицій на ранніх стадіях інституційним інвестором може виступати фонд, товариство (партнерство LP), інша юридична особа, траст або інша фізична чи юридична особа, основним видом діяльності якої є здійснення інвестицій, або особа, діяльність якої полягає у здійсненні (розпорядженні), управлінні або консультуванні щодо інвестицій для будь-якого з перерахованих

вище суб'єктів. Тобто важливим фактором виступає саме переддоговірний процес консенсусу між засновниками венчурного товариства та венчурного інвестора, де останньому відводиться важлива роль так званого «професійного консультанта». Таким чином, врахування фокусу інституційних інвесторів може призвести до більш адекватної оцінки вартості товариств, підтриманих венчурними фондами.

Можна виокремити наступні переваги реалізації інвестиційного інтересу через інституційних інвесторів: 1) об'єднання інвестицій, отриманих від значної кількості інвесторів, дозволяє взяти участь в інвестуванні на більш вигідних умовах з економічної точки зору (досягнення цієї мети стає можливим за рахунок диверсифікації розміщення інвестицій, що забезпечується завдяки тому, що одночасно фінансується декілька інноваційних проектів, в рамках яких обирається сценарій розвитку, що забезпечує мінімізацію ризиків за одночасного зростання вартості [25, с. 95–96]) та більш захищених – з юридичної (спеціальний рівень контрольних прав, отримання інформації про діяльність товариства тощо); 2) інвестиційну діяльність здійснюють суб'єкти, наділені спеціальною правоздатністю; 3) оцінка інвестиційної привабливості, так само як і захист уже розміщених інвестицій, проводиться на професійному рівні; 4) ризик невиконання зобов'язань за інвестиційними договорами приймає на себе власне інституційний інвестор [142, с. 269–270].

Тож приходимо до висновку, що інституційні інвестори – це суб'єкти венчурного інвестування, які на професійних засадах від свого імені надають послуги щодо можливості реалізації венчурної інвестиції на етапі переддоговірних відносин між інвесторами та стартапом, частки (акції) в статутному капіталі яких потенційно є об'єктом інвестування, та безпосередньо здійснюють інвестиційну діяльність в них по вкладенню майна, майнових прав та інших цінностей, що передані їм індивідуальними інвесторами, на договірних засадах, у разі досягнення консенсусу.

У ст. 4 Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» [107] закріплено, що інституційні інвестори – це інвестори у фінансові

інструменти, які є ІСІ (пайовими та корпоративними інвестиційними фондами), інвестиційними фондами, взаємними фондами інвестиційних компаній, недержавними пенсійними фондами, фондами банківського управління, страховими компаніями, іншими фінансовими установами, що здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок таких осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів. Звертаємо увагу, що зазначена стаття Закону йменує ІСІ інституційними інвесторами, не проводячи їх розмежування. З огляду на це варто наголосити, що законодавством передбачено два види ІСІ, а саме корпоративний фонд і пайовий фонд, причому пайовий фонд є об'єктом правовідносин, а не суб'єктом, а тому не може вважатись суб'єктом венчурної інвестиційної діяльності, ані здійснювати таку діяльність.

Венчурне інвестування, що здійснюється венчурними фондами/фондами приватних інвестицій істотно відрізняється від інвестування в боргові та пайові фінансові інструменти, яке здійснюють фонди спільного інвестування чи інші особи, що професійно керують активами [185, с. 1028–1037]. Венчурні фонди не є окремим різновидом юридичних осіб, а тому для їх створення за кордоном використовуються різні організаційно-правові форми – від АТ до простого товариства. Венчурні фонди зазвичай не пропонують свої цінні папери (частки) до публічного продажу – вони залучають кошти індивідуальних інвесторів, інституційних інвесторів. Звертається увага, що у випадку, якщо такий фонд емітує цінні папери, то він отримує статус публічної компанії [92, с. 433].

Нажаль у нашій країні конструкція венчурного фонду використовується не з тією метою, яка має місце за кордоном. В основу кута українські інвестори (переважно великі та середні фінансово-промислові групи) ставлять завдання з використанням досліджуваної конструкції досягти переваг в оподаткуванні, здійсненні більш ефективного управління (отримання контролю над суб'єктом господарювання) та перерозподіл активів групи. Одним з негативних аспектів використання венчурних фондів є створення умов для прихованого володіння

активами, а також спрощення процедури продажу активів.

Варто наголосити, що не зважаючи на законодавче закріплення, поняття ВФ в Україні відрізняється, як зазначається вище, від загальноприйнятого, а саме – це недиверсифікований ІСІ закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів ІСІ серед юридичних та фізичних осіб (ст. 7 Закону України «Про інститути спільного інвестування» [101]). Іншими словами, це специфічний ІСІ, правила формування, існування та закриття якого вмонтовані у загальні правила діяльності ІСІ та КУА.

ВФ є недиверсифікованим і закритим ІСІ та здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів, тобто проспект емісії та зміни до нього не оприлюднюються (ч. 10 ст. 7, абз. 3 ч. 2 ст. 52 Закону України «Про інститути спільного інвестування»). Виходячи з положень абз. 4 ч. 1 ст. 7 цього Закону закритість ВФ означає те, що такий фонд чи його КУА не приймає на себе зобов'язань щодо викупу цінних паперів, емітованих таким ВФ (його КУА), до моменту його припинення. Таким чином, цей Закон прямо передбачає, що у випадку вкладення коштів у цінні папери ВФ, будь-які гарантії щодо повернення інвестицій на підставі емітованих та придбаних інвесторами цінних паперів ВФ відсутні, тобто в усіх випадках інвестування у такий фонд є високоризикованим, а єдиною гарантією для інвестора є репутація відповідного ВФ.

Однак, це визначення також дозволяє встановити, що український законодавець відносить до ВФ ті фонди, чиї цінні папери не зареєстровані для торгів на фондовому ринку, а також, що такі фонди в Україні не зобов'язані диверсифікувати свої інвестиції між різними суб'єктами інноваційної діяльності, що зменшувало б ризики ВФ. Стверджується, що очевидно, що право ВФ інвестувати всі свої активи в одне підприємство, не відповідає стратегії його діяльності, який мав би інвестувати в кілька проектів, презумуючи, що успішним виявиться лише один і покриє збитки від банкрутства інших реципієнтів інвестицій [136, с. 40].

Можна виділити деякі особливості правового регулювання діяльності ВФ порівняно з іншими ІСІ, що містяться в Законі України «Про інститути спільного

інвестування» та актах НКЦПФР. Наприклад, ВФ має мінімальні обмеження щодо структури активів. Так, Законом України «Про інститути спільного інвестування» передбачено, що до складу активів ВФ можуть входити боргові зобов'язання, які можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами відступлення прав вимоги, позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством [101]. Наведена норма є досить вдалою у контексті приведення національного законодавства у відповідність до світових тенденцій у сфері венчурного інвестування, як спосіб залучення більшого об'єму інвестицій до венчурних інвестиційних фондів, що здійснюватимуть інвестування високоризикових інноваційних проектів.

Проте, не зовсім чіткою є позиція законодавця, щодо мінімального розміру внеску для фізичної особи. Можливо логіка полягала у конкретному розмежуванні бізнес-ангельського та професійного інвестування, але тоді більш доцільно встановити тверду фіксовану суму внеску, що має бути сплачена фізичною особою для участі у ВФ. Проте, Закон України «Про інститути спільного інвестування» не містить жодних вимог про розмір грошових коштів для юридичних осіб, а відтак, такі особи можуть стати учасником венчурного інвестиційного фонду, придбавши його цінні папери навіть у кількості, що еквівалентна одній мінімальній заробітній платі, натомість права фізичної особи при цьому обмежуються. Отже, доцільним є зрівнювання умов для фізичних та юридичних осіб. Це дозволило б створити умови для залучення додаткового капіталу до венчурних інвестиційних фондів, що збільшило б їх інвестиційну привабливість та, як наслідок, й кількість проінвестованих проектів.

Повертаючись до позитивних рис, передбачена можливість ВФ надавати кошти у позику, але лише юридичним особам, за умови що не менш як 10 % статутного капіталу відповідної юридичної особи належить такому ВФ. Варто позитивно оцінити наявність цього положення, оскільки це створює додаткові умови, за яких ВФ неспроможний «розпорошувати» наявні у нього ресурси, а свої кошти і зусилля концентрує на товариствах, куди вже здійснено інвестицію. Зокрема, якщо фонд вже інвестував кошти в реципієнта інвестицій, а згодом

такий реципієнт потребує додаткових інвестицій, проте фонд не готовий здійснювати інвестицію шляхом викупу частки (акцій) в статутному капіталі (наприклад, не має впевненості, що товариство не збанкрутує), відповідне законодавче положення створює механізм, за якого ВФ може стати кредитором реципієнта інвестицій, шляхом надання позики. Крім того, якщо ВФ надав свої кошти в позику вже проінвестованому товариству, шанси на успішний результат діяльності такого реципієнта інвестицій, порівняно з ситуацією коли реципієнт не зміг би отримати іншого стороннього фінансування, зросли. Отже, вищою стала ймовірність успішного завершення інвестиційного проекту та отримання ВФ прибутку.

Тож, ВФ 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 лише КУА, яка є професійним учасником фондового ринку, стверджується, що ВФ – професійний суб'єкт інвестиційної діяльності, КУА 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 [19, с. 62].

Таким чином, ВФ є суб'єктом венчурного інвестування інноваційної діяльності, що у своїй діяльності керується усім масивом українського і міжнародного, визнаного в Україні, інвестиційного законодавства. Але при цьому, будучи суб'єктом інвестування інноваційної діяльності, спрямованої на пошук та фінансування високоризикового, проте потенційно високодохідного проекту вітчизняних суб'єктів підприємницької діяльності, ВФ має керуватися законодавством про інноваційну діяльність. Тобто ВФ визнається суб'єктом венчурного інвестування інноваційної діяльності, якщо об'єктом його інвестицій є частка (акція) у статутному капіталі суб'єкта інноваційної діяльності.

Проте, Закон України «Про інститути спільного інвестування» не містить положень ні щодо обов'язковості здійснення ВФ інвестування в інноваційні

товариства, ні щодо обов'язкових умов договору венчурного інвестування, ні щодо ознак, яким мають відповідати реципієнти венчурних інвестицій, ні щодо особливого порядку відчуження венчурним інвестором своєї частки в товаристві-реципієнті (порядок виходу венчурного інвестора з товариства). Відсутність зазначених положень створює можливості для здійснення ВФ будь-яких інвестицій [136, с. 42]. Це призвело до того, що ВФ можуть інвестувати у будь-які об'єкти або не інвестувати кошти взагалі, використовуючи венчурні інвестиційні фонди лише як організаційно-правову форму, без відповідності сутності венчурного інвестування.

Звісно, що українські економічні та правові реалії далекі від того рівня, який було досягнуто країнами – світовими лідерами венчурної індустрії. Першочергово, це зумовлено вільним рухом венчурного капіталу, що ґрунтується на підприємницьких приватноправових засадах здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності. У другу чергу, тим спектром форм залучення венчурних інвестицій, які пропонуються законодавцями США, країн ЄС та Великої Британії.

Оскільки на сьогодні в Україні практика використання організаційно-правових форм юридичних осіб у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності знаходиться на первинній стадії становлення, їх порівняння з закордонними аналогами у контексті практичного застосування їх сутнісних правових характеристик дозволить оцінити переваги та недоліки, а також, з урахуванням позитивного європейського досвіду, можливості їх використання у підприємницькій діяльності, встановити законодавчі зміни, необхідні для української правової дійсності та успішної реалізації проектів з венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Організаційно-правова структура типового венчурного інституту в західних країнах виглядає наступним чином. Він може бути утворений або як самостійна компанія-фонд, або як обмежене партнерство. У деяких країнах під венчурною компанією «фондом» розуміють асоціацію партнерів, а не компанію як таку, а тому створюються у відомій англосаксонській системі права

організаційно-правовій формі обмеженого партнерства (*limited liability partnership* – LLP) [186] зі змішаною відповідальністю, у якому є керуючі партнери з повною відповідальністю (*general partners*) – венчурні капіталісти та партнери з обмеженою відповідальністю (*limited partners*) – інвестори. Їх статуси відрізняються тим, що обмежений партнер не відповідає за результати діяльності фонду більше ніж сума, що була внесена як вклад до його майна, а генеральний партнер несе необмежену відповідальність за зобов'язаннями фонду. Генеральні партнери мають довіреність на право діяти від імені всіх учасників. Таким чином, управляюча компанія є генеральним партнером, а інвестори – обмеженими [38, с. 108].

Стандартною організаційною формою, яку використовують венчурні капіталісти в США, є також *Limited liability partnership* – LLP (юрисдикція штату Делавер) [167]. Сам венчурний капіталіст є генеральним партнером і несе необмежену особисту відповідальність, тоді як кінцеві інвестори є обмеженими партнерами. Таку структуру зазвичай обирають через її податкову прозорість: з метою оподаткування прибуток «проходить» через партнерство і оподатковується як дохід, що залишається в руках кінцевих інвесторів¹.

Однак не податковий режим зумовлює потребу у виборі такої організаційно-правової форми, саме форма LLP передбачає значну організаційну гнучкість, що дозволяє задовольнити специфічні вимоги окремих інвесторів. Для того, щоб мінімізувати витрати, пов'язані з конфліктом інтересів між венчурними та кінцевими інвесторами щодо зменшення ризиків в інноваційній сфері, спектр їхніх дій зазвичай обмежується низкою договірних умов (наприклад, обмеженням: 1) розміру будь-якої інвестиції в певне товариство або 2) спільного інвестування в портфельні компанії з боку генеральних партнерів та заборонаю фонду інвестувати в певні типи товариств.

¹ Це дозволяє інвесторам, звільненим від оподаткування, інвестувати разом з іншими, не втрачаючи свого привілейованого статусу. Якщо організаційна форму не дозволяє «наскрізне» оподаткування, то можна очікувати, що це матиме негативний вплив на пропозицію венчурного інвестування, принаймні з боку інвесторів, звільнених від сплати податків [203].

Оскільки обмежене партнерство є об'єднанням активних інвесторів на основі договору, які намагаються збільшити вартість через інвестування та інші контрактні структури, моніторинг доданої вартості, консультування та підбір управлінського персоналу в товариства-реципієнти в інноваційній сфері діяльності, а отже їх організаційна форма має розглядатися у контексті можливостей корпоративного права забезпечити оптимальні договірні ковенанти (*contractual covenants*)¹. Адже, як результат, успішні механізми виходу включають поглинання операційних компаній, IPO (англ. *Initial Public Offering*)² та, у випадку викупу, поглинання іншими товариствами (так звані вторинні поглинання), тому дуже важливо працювати й над завданням із розвитку вітчизняного фондового ринку та створення умов для IPO – з метою забезпечення ВФ більш привабливих умов виходу через інститути фондового ринку.

Зважимо, що хоча кожен штат у США може бути використаний як юрисдикція для створення обмеженого партнерства, штат Делавер зазвичай вважається найкращим вибором через його добре продуманий і розвинений законодавчий режим і, що особливо важливо, його розвинену систему правозастосування.

Визначення фонду венчурного капіталу, яке застосовується до американських ВФ, міститься в Зводі Федеральних Нормативних Актів (*Code of Federal Regulation*: Title 17, Chapter II, Part 275, Section 275.203(l)-1)), відповідно до якого фонд венчурного капіталу (*Venture capital fund defined*) – це будь-який приватний фонд, що: 1) демонструє інвесторам і потенційним інвесторам, що він дотримується стратегії венчурного капіталу; 2) відразу ж після придбання будь-якого майна, за винятком кваліфікованих інвестицій або короткострокових вкладів, тримає не більше 20 % від суми сукупного капіталу внесків фонду і

¹ «Ковенант» визначається як «обіцянку про майбутню поведінку», «домовленість чи письмова обіцянка зробити або надати щось, або утриматися від виконання чи надання чогось, яка є обов'язковою для сторони, що приймає на себе зобов'язання щодо здійснення цих дій (*positive covenants, affirmative covenants*) або утримання від їх скоєння (*negative covenants*) [176].

² IPO (англ. *Initial Public Offering*) – первинне публічне розміщення компанією власних цінних паперів на фондовому ринку задля їх реалізації серед інших суб'єктів.

незатребуваного інвестиційного капіталу в активах (крім короткострокових вкладів), які не є кваліфікованими інвестиціями на суму або за справедливою вартістю, що послідовно застосовуються фондом; 3) не бере в борг, не випускає боргових зобов'язань, не надає гарантій або не має інших важелів впливу понад 15 % сукупних вкладів приватних фондів капіталу і незатребуваного інвестиційного капіталу, і будь-які такі позики, заборгованість, гарантії або важелі діють протягом не поновлюваного терміну не більше 120 календарних днів, за винятком того, що будь-які гарантії приватного фонду, щодо вказаного портфеля зобов'язань компанії, на суму вартості інвестицій приватного фонду у вказаному портфелі компанії, не вписуються в межі 120 календарних днів; 4) випускає лише цінні папери, умови яких не наділяють утримувача будь-яким правом, за винятком надзвичайних обставин, в яких утримувач може вимагати вивести, викупити або вимагати викупу цінних паперів, але може дати право утримувачам на отримання пропорційного розподілу серед всіх держателів.

На додаток, як зазначено в пункті (а) цього розділу, ВФ також містить будь-який приватний фонд, який заявляв інвесторам (потенційним інвесторам) під час пропозиції цінних паперів приватного фонду, що він реалізує стратегію венчурного капіталу [136, с. 45]. Позиція законодавця саме на діяльності фонду щодо венчурного інвестування у молоді ризикові інноваційні товариства інноваційного спрямування, відображає сутність таких правовідносин. Підтримуємо наукову позицію Р. В. Тарнавського, що відповідна ознака має бути інкорпорованою до національного законодавства України, з метою забезпечення відповідності правового регулювання венчурного інвестування та змісту венчурних інвестицій як економічної категорії [136, с. 47].

У партнерстві має бути як мінімум один повний партнер (*general partner*), який здійснює управління (у ВФ ним є керуюча (венчурна) компанія). Партнери з обмеженою відповідальністю не беруть участь в управлінні товариством, оскільки, в іншому разі, втрачають статус партнерів з обмеженою відповідальністю. Вони мають право голосувати, щоб усунути генерального партнера, хоча зазвичай договір структурований так, що це практично зробити

неможливо, якщо лише генеральним партнером, у піднятому на зборах питанні, не вчинено кримінальний злочин.

За американським законодавством керуюча компанія має також інвестувати свої кошти в фонд (не менше 1% від його обсягу)¹ і несе необмежену субсидіарну відповідальність за його зобов'язаннями, відповідальність інших членів фонду обмежена їхнім внеском. Це дозволяє захистити фонд від вимог кредиторів як окремих інвесторів (доктрина *entity shielding*) [184, с. 226]. Також завдяки обмеженню відповідальності в разі невиконання зобов'язань обмеженими партнерами (перш за все зобов'язань щодо внесення вкладів) відповідальність не може бути перекладена на інших учасників фонду [167]. Американські венчурні фонди не підлягають детальному контролю Комісією з цінних паперів (*Securities and Exchange Commission*), якщо більшість інвесторів є кваліфікованими інвесторами – забезпеченими фізичними особами або інституційними інвесторами. В цьому випадку презюмується, що інвестори здатні правильно оцінити ризики і самостійно прийняти відповідні інвестиційні рішення.

У Великій Британії партнерство з обмеженою відповідальністю (*LP Limited Partnership*) стало важливою формою організації для венчурних капіталістів, та є однією з найпоширеніших фондкових структур і причин, чому Велика Британія є другим за величиною світовим центром венчурних інвестицій. Фонд венчурного капіталу створюється відповідно до Закону про товариства з обмеженою відповідальністю (1907 року) [187; 192] та повинен мати щонайменше одного генерального партнера (GP) і будь-яку кількість партнерів з обмеженою відповідальністю (LP). Управління фондом здійснює венчурна

¹ Історично зобов'язання GP спочатку становили 1% від загального капіталу, однак оскільки вони досягли значного успіху, то LPs наполегливо заохочували вкладати значну суму ліквідних коштів у свої фонди. Детальний аналіз питань, пов'язаних з структурою комісій та внесків у відповідних фондах, отримав у працях Gompers P. та Lerner J. [178, с. 3–44], Kaplan S. N., Sensoy B. A. [182, с. 597–614], Robinson D. T. та Sensoy B. A. [194, с. 2760–2797] та інших.

До 1996 року федеральні податкові наслідки для фонду залежали від мінімального інвестування капіталу GP, визначеного Службою внутрішніх доходів (*Internal Revenue Service*) як менше з (х) 1% від загального капіталу фонду або (у) 500 000 доларів США. Сьогодні капітальні інвестиції GP не мають відношення до його податкової класифікації як фонду. Однак, щоб GP не оподатковували свої перераховані відсотки як звичайний дохід, а не як довгостроковий приріст капіталу, багато з них все ще дотримуються безпечної гавані, згідно зі звітом *Wilson Sonsini Goodrich & Rosati*. [189].

компанія, яка виступає в ролі генерального партнера (GP) партнерства. Учасники несуть обмежену відповідальність за дії ВФ в обмін на делегування всіх управлінських рішень до GP [187].

Строк діяльності партнерства, як правило, становить 10 років. Рік, коли фонд здійснює свою першу інвестицію має назву «рік створення». На початку створення фонду LP зобов'язуються внести загальну суму інвестицій («зобов'язальний капітал»). Ці зобов'язання не передаються GP негайно, а зберігаються у LP до моменту, коли GP зажадає від них фінансування інвестицій та оплати послуг з управління («вимога капіталу»). Інвестиції здійснюються протягом перших кількох років існування фонду, а наступні роки присвячуються зусиллям, спрямованим на збільшення вартості та дохід з інвестицій. Нові інвестиції, як правило, залучаються та відбираються протягом перших трьох-п'яти років існування фонду. Як правило, інвестиції утримуються від трьох до восьми років до виходу з фонду. Термін діяльності фонду може бути пролонгований і часто продовжується на додатковий період, якщо портфельні компанії не досягли бажаних результатів або якщо ринки виходу є досить слабкими. Зазвичай LP договір передбачає автоматичне продовження на один-три роки. Якщо потрібно більше часу, а так зазвичай і буває, GP і LP мають дійти взаємної згоди. Середня тривалість функціонування фондів становить близько 15 років.

При цьому, ВФ є закритими, а частки LP не призначені для передачі або торгівлі, є неліквідними, оскільки природа інвестиційного циклу робить незаплановану ліквідацію портфельних компаній надзвичайно дорогою. Однак вони можуть бути передані іншому інвестору за згодою GP, хоча це відбувається не часто.

GP отримує винагороду у вигляді щорічної плати за управління та частки прибутку¹. GP відповідає за управління та ведення справ партнерства. І хоча, як

¹ Існують значні відмінності як у відсотковій ставці, так і в основі, на якій вона розраховується (плата за модальне управління становить 2% від залученого капіталу на рік протягом інвестиційного періоду, а потім 2% від інвестованого капіталу після цього). Типовою схемою для GPs є схема «2 і 20»: 2% комісії за управління активами та 20% прибутку від інвестицій. І хоча ставка на практиці індивідуально, але загальним правилом є стимул для

вбачається із зазначеного вище, зазвичай вносить номінальну суму капіталу, GP несе необмежену відповідальність і тому залишається відповідальним за всі борги та зобов'язання ELP. Таким чином, GP, як правило, є TOB (LLC – *limited liability company*) або партнерством з обмеженою відповідальністю (LLP – *limited liability partnership*). GP, як правило, має всі повноваження діяти від імені ELP та брати на себе зобов'язання без попередніх консультацій з LPs [206].

З огляду структуру керуючої компанії в США та Великій Британії, що діє в інтересах партнерства як його представник, укладаючи договори, що зв'язують всіх інших учасників, визначення особливостей діяльності та специфіку правового становища КУА ІСІ доцільно характеризувати її правове становище суб'єкта відносин з корпоративного управління, а не як суб'єкта венчурного інвестування. Щодо досвіду, який варто запозичити українському законодавцю, підтримуємо думку, що для врегулювання венчурного інвестування, доцільним є запровадження подання КУА до НКЦПФР детальної стратегії розвитку та управління активами кожного ВФ, яка буде враховувати як короткострокову, так і довгострокову перспективи [136, с. 62], що знову ж таки має стати гарантією вкладення коштів в інноваційну підприємницьку діяльність.

Вважаємо за доцільне підтримати думку [136, с. 119–120], що саме британські LP є найбільш популярним вибором для структурування фондів венчурних інвестицій, що пов'язано з: 1) їх податковою прозорістю¹; 2) ELP пропонує велику організаційну гнучкість, що дозволяє задовольнити специфічні вимоги окремих інвесторів²; 3) обмеженою відповідальністю партнерів ELP як ключовою причиною, чому інвестори надають перевагу вибору цієї організаційно-правової форми для структурування венчурних інвестицій; 4) можливістю структурування фондів венчурних інвестицій³.

максимізації прибутку фонду для інвесторів, і виплачується лише після того, як фонд повернув капітал інвесторів і перевищив мінімальну норму прибутку [163].

¹ Кінцевим результатом податкової прозорості є те, що для цілей оподаткування перевіряється структура фонду, а інвестори оподатковуються з прибутку так, ніби вони самі інвестували безпосередньо в базовий актив.

² Партнери можуть регулювати на власний розсуд питання щодо розподілу прибутку, передачі часток у партнерстві та ведення бізнесу, не маючи законодавчих обмежень [206].

³ Тому структура фонду в Україні має максимально відповідати тенденціям глобального венчурного розвитку, що ще раз є підтвердженням того, що неможливо ізолювати реформувати лише Закон України «Про інститути спільного інвестування», а має бути комплексний підхід, де правова система має розвинути інфраструктуру

Оскільки розглянута вище форма обмеженого партнерства (LP) є визнаною формою ВФ за кордоном, неодноразово робилися спроби використовувати подібні форми договірних об'єднань для організації венчурних фондів в Україні. На перший погляд, найближчий аналог до форми LP, в національному цивільно-правовому регулюванні, є організаційно-правова форма командитного товариства, але українське командитне товариство навряд чи відповідає сутності венчурного інвестування, оскільки відповідно до ст. 80 Закону України «Про господарські товариства» [96] частка вкладників не може перевищувати 50%, тобто решту складеного капіталу мають забезпечувати повні товариші. Такі великі внески керуючих партнерів не є характерними для західних венчурних інвесторів. Загальна сума внесків повних товаришів як правило не перевищує 20% капіталу фонду, як це було наведено вище. Цим венчурні інвестори відрізняються від стратегічних інвесторів, які прагнуть контрольної частки у статутному капіталі товариства. Крім вказаної норми, суттєво обмежує застосування організаційно-правової форми командитних товариств для заснування ВФ в Україні ч. 3 ст. 75 цього Закону, яка передбачає обмеження особи – бути повним учасником тільки в одному командитному товаристві та неможливість такої особи виступати учасником повного товариства. Це означає неможливість для венчурного інвестора брати участь одночасно у декількох інноваційних проектах, тобто бути засновником декількох інноваційних товариств, що не відповідає тенденціям світової практики високоризикового венчурного інвестування, коли венчурний інвестор здійснює диверсифікацію інвестиційних ризиків за рахунок вкладення інвестицій в декілька венчурних товариств.

Слід вказати на неможливість використання в Україні напрацювань американського та британського права щодо правового забезпечення договірних відносин у вигляді партнерств, зважаючи на поточний стан законодавства про

послуг з управління інвестиціями, що важливо як для інвесторів, так і для менеджерів фондів – стабільне і передбачуване податкове і правове середовище, включаючи впевненість в обмеженій відповідальності для інвесторів.

ICI щодо діяльності венчурних інвестиційних фондів, але разом з тим, передбачені правові механізми цивільного права мають наявний потенціал до загальноприйнятих світових стандартів регулювання відповідної сфери та забезпечення одноманітної практики структурування відносин між інвесторами та КУА ICI у формі ВФ.

Аналізуючи міжнародну практику, що як правило не містить окремого законодавчого регулювання діяльності ВФ, можна впевнитися у тому, що ВФ не є організаційно-правовою формою, а скоріше видом діяльності, яка може бути здійснена у доволі широкому колі організаційно-правових форм – обмеженого партнерства (LP), товариства з обмеженою відповідальністю (LLC), партнерства з обмеженою відповідальністю (LLP).

Однак, в контексті окреслених вище проблем щодо нецільового використання потенціалу венчурних інвестиційних фондів, а саме ігнорування здійснення інвестування інноваційної діяльності, важливо було б закріпити положення щодо діяльності ВФ як суб'єкта венчурного інвестування інноваційної діяльності. При цьому структура має відповідати інтересам учасників підприємницької діяльності в інноваційній сфері.

Одним з факторів, що визначає вибір іноземних інвесторів, який сприяє прийняттю ними рішення про розміщення інвестицій в Україну, є наявність у внутрішньому законодавстві нашої країни відомих, зрозумілих та прийнятних для іноземного інвестора правових конструкцій – модельних для відповідної зарубіжної правової системи. З проведеного аналізу стає зрозумілим, що саме правова форма LPs є легко регульованою з точки зору корпоративного управління, вони можуть бути структуровані таким чином, щоб уникнути обтяжливих вимог щодо публікації інформації (що забезпечує інвесторам високий рівень конфіденційності щодо фінансових результатів) і, за умови, що інвестори не беруть участі в щоденному управлінні, пропонують інвесторам обмежений захист від відповідальності.

Одним із способів забезпечення необхідного результату з урахуванням поточної ситуації в контексті відповідності потребам світової моделі та

відсутності аналогу обмеженого партнерства, вважаємо, є практична правова можливість закріплення аналогічних корпоративних прав суб'єктів венчурного інвестування, їх реалізація відповідно до обсягу цих прав, що визначається їх часткою (акцією) в статутному капіталі реципієнта та захисту їх прав. З урахування того, що Закон України «Про інститути спільного інвестування» не містить вказівку на організаційно-правову форму для створення ВФ, а отже допускаємо, що найбільш вдалим вибором для правового забезпечення ефективного регулювання договірних відносин у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності, є саме організаційно-правові форми ТОВ та АТ.

Повертаючись до питання правового статусу реципієнта як сторони, що приймає інвестиції, вважаємо, що ним є суб'єкт інвестиційної діяльності, власник або володілець об'єкту (предмету) венчурного інвестування, в обмін на частки (акції) яких у статутному капіталі, одержав від інвестора майно, майнові права й інші цінності у власність чи у користування і використовує їх у своїй підприємницькій діяльності або в спільній підприємницькій діяльності з інвестором. Варто зазначити, що на сьогодні відсутнє правове регулювання статусу реципієнта як сторони венчурного інвестування інноваційної діяльності, та законодавчо не закріплено його легальне визначення. Однак, досить вживаним його синонімом є термін «стартап», що часто використовується в Україні як назва товариств, які здійснюють інноваційну діяльність. Проте, ми свідомо ігнорували визначення реципієнта венчурного інвестування інноваційної діяльності через наявні законодавчі поняття «підприємство інноваційної діяльності» та «інноваційне підприємство» (за ГК України), використання одного з них призводить до неповного, порівняно з положеннями ЦК України про суб'єктів правовідносин та об'єкти цивільних прав, тлумачення досліджуваних правовідносин.

Black's Law Dictionary визначає стартап як етап, що описує початок підприємства, який забезпечує фінансування ідеї [212]. За іншим підходом, стартап – це підприємство, яке зазвичай є новоствореним, що швидко розвивається і має на меті задовольнити потреби ринку, розробляючи або

пропонуючи інноваційний продукт, процес чи послугу. Стартапом зазвичай є компанія, створена для швидкого розвитку масштабованої бізнес-моделі [193].

Законодавче регулювання стартапів в іноземних юрисдикціях не містить визначення поняття, увага ж акцентується на притаманних йому ознаках. Так, наприклад, деталізовано правове регулювання стартапів в Індії, де на законодавчому рівні наведені чіткі вимоги до них. Зокрема, стартапом може бути ТОВ, приватна компанія чи партнерство, які існують не довше 5-ти років та діяльність яких спрямована на створення нового продукту чи послуги [202].

На законодавчому рівні України термін «стартап» розкривається у Положенні щодо конкурсного відбору проектів для державного стимулювання створення і використання винаходів (корисних моделей) та промислових зразків, за яким стартап – проект, пов'язаний зі створенням та/або використанням винаходів, корисних моделей, промислових зразків, ноу-хау та інших результатів інтелектуальної, творчої діяльності [81]. Про «стартап» мова йде й у проекті Закону України «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо встановлення спеціального податкового режиму» (реєстровий номер 2615), де стартап визначено як новостворений суб'єкт господарювання (юридична особа або фізична особа-підприємець), який ще не визначився з формою оподаткування [110].

Нажаль, з такими визначеннями неможливо погодитися, оскільки у ньому не міститься ключова ознака стартапу – інноваційна складова. Проте варто зазначити, що позитивним напрямом останніх законодавчих ініціатив що віднесення стартапу до сфери інновацій, а саме відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України «Про реалізацію експериментального проекту щодо надання на конкурсних засадах фінансової підтримки стартапам в Україні, у тому числі в сфері інформаційних технологій» стартапом визначається резидент Дія Сіті та/або суб'єкт господарювання у розумінні положень Фонду інновацій.

Логічно, виникає питання: чому поняття «стартап» зводиться до обмеження його як резиденту Дія Сіті (відсилання до Закону України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні»)? Вважаємо

необґрунтованим такий підхід, оскільки нагадаємо, що цей Закон обмежується застосуванням лише до ІТ індустрії в Україні, без врахування інших секторів економіки України, що має розглядатися в комплексі інноваційного розвитку цих сфер. Також незрозуміло, що саме криється під поняттям «суб'єкт господарювання у розумінні положень Фонду інновацій» з бланкетними нормами, що не мають відповідного нормативного закріплення, що знову призводить до двоякого трактування.

Відповідно до Європейського моніторингу стартапів термін «стартап» розкривається через 3 ознаки: 1) стартапи молодше 10 років; 2) стартапи мають (високо) інноваційні технології та/або бізнес-моделі; 3) стартапи мають (прагнуть) значного зростання кількості працівників та/або продажів [91, с. 171]. Тобто, ознаки, що характерні для стартапу як суб'єкта відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності мають відповідати наступним: 1) новостворене товариство; 2) інноваційна спрямованість його діяльності; 3) значний ринковий потенціал; 4) високий ризик діяльності у сфері інновацій.

Якщо брати до уваги досвід Великої Британії, то для удосконалення правового регулювання венчурного інвестування в Україні, з урахуванням світових тенденцій, на сьогодні варто закріпити законодавчому рівні обов'язок здійснення інноваційної діяльності. З огляду на практику закріплення регулювання відносин корпоративних венчурних трастів У Великій Британії, слід вказати, що встановлення законодавцем відповідних вимог до стартапу – одержувача венчурного інвестування, допоможе уникнути наявної в Україні ситуації щодо здійснення венчурними фондами інвестицій не в інноваційні товариства, а у власні проекти, з метою оптимізації оподаткування організації, яка створила відповідний венчурний інвестиційний фонд.

Так, існує низка правил, які визначають, які компанії можуть претендувати на фінансування трасту венчурного капіталу (*Venture Capital Trust – VCT*) та бути включеними до його портфелю. Казначейство Великої Британії встановлює ці правила, щоб переконатися, що VCT продовжують відповідати політичним цілям уряду, а гроші спрямовуються тим компаніям, які найбільше потребують

інвестування для розвитку. До таких компаній встановлено ряд кваліфікаційних умов: 1) компанія повинна мати постійне представництво у Великій Британії та здійснювати те, що Служба доходів і митниці називає «кваліфікованою торгівлею»¹; 2) компанія може претендувати на інвестиції за програмою VCT, якщо загальна вартість її активів не перевищує 15 млн. фунтів стерлінгів на момент інвестування або 16 млн. фунтів стерлінгів одразу після цього²; 3) VCT інвестуватимуть у компанії, яким не більше семи років від дати їхнього першого комерційного продажу³; 4) критерій так званої «наукомісткі компанії»⁴.

З огляду на останні законодавчі зміни у національному праві вже були прийняті кроки до врахування критерію реєстрації у Законі України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні», що визначає спеціальний правовий та податковий режим «Дія Сіті» для зареєстрованих в Україні технологічних компаній. Українські технологічні компанії повинні відповідати вимозі бути зареєстрованим суб'єктом підприємницької діяльності в Україні, щоб стати резидентами Дія Сіті та підтримувати свою резидентність [108]. Як ми побачили на практиці, це позитивний режим для стартапів, але головна проблема полягає в тому, що Дія.City обмежується лише ІТ-індустрією. Хоча здається, що розвиток ІТ-інновацій – це панацея, яка може вирішити значну кількість економічних проблем, але реальна ситуація вимагає інновацій у багатьох інших перспективних напрямках для венчурних інвестицій в Україні.

Доктринальний підхід щодо доцільності закріплення вимоги обов'язкового місця реєстрації реципієнта інвестиції в Україні висвітлений у науковій доктрині. Так, обґрунтовано, що відповідна кваліфікаційна вимога

¹ Таким чином відбувається направлення інвестиційних ресурсів у ті види діяльності, що дійсно потребують венчурних інвестицій, враховуючи їх ступінь ризикованості.

² На момент здійснення інвестиції в компанії повинно бути менше 250 штатних працівників. Звичайно, що наразі українські стартапи далекі від таких розмірів інвестицій, але знову ж таки умова про закріплення кількості працівників є реальним показником діяльності, а отже менша ймовірність використання схем відмивання коштів через такі венчурні механізми.

³ Однак існують винятки для «подальших інвестицій», а не лише новостворених, тобто також у випадках, коли вже існуюча компанія прагне залучити значний обсяг капіталу для виходу на новий продукт або географічний ринок. Ця ознака є важливою в контексті нинішньої воєнної ситуації в Україні, і набуває особливого значення щодо надання можливості національним стартапам переорієнтуватися на глобальний ринок.

⁴ Для підтримки цілей державної політики правила інвестування розширено для компаній, які мають значну частку висококваліфікованих працівників або відповідають певним інноваційним умовам.

спрямована на забезпечення розміщення венчурними інвестиційними фондами інвестицій у вітчизняних суб'єктах (як наслідок, відсутність «вимивання» коштів за кордон), які здійснюють інноваційну діяльність¹. З наведеним аргументом складно не погодитися, але вважаємо, що більш економічно-вигідним є не «замикання стартапу», а створення тих практичних умов, за яких відповідних суб'єкт має реальні комерційні вигоди від ведення підприємницької діяльності на території України, при цьому зберігаючи фактичну можливість взаємодіяти в глобальному венчурному середовищі, так і реальна здатність доступу до інвестицій в іноземних юрисдикціях.

Тому, вбачається, що більш доречно імплементувати досвід Великої Британії, що дозволить стартапам будь-яку реєстрацію, але вимагатиме реальне здійснення діяльності на території України, а не лише реєстрації відповідного представництва, що особливо важливо в контексті міжнародної підтримки відбудови нашої країни та залучення іноземних приватних інвесторів до українського інноваційного ринку.

На початковому етапі якісно нового змістовного становлення сфери українського венчурного інвестування, доцільним виглядає включення вимоги обов'язковості ВФ мати в своєму інвестиційному портфелі як мінімум одного реципієнта, зареєстрованого в Україні, що дозволить додатково збільшити інвестиції в малі і середні товариства локального та національного ринку інновацій, що на початковому етапі розвитку дуже обмежені в своїх інвестиційних ресурсах.

Щоб отримати венчурне інвестування на ранніх стадіях здійснення інноваційної діяльності, стартап має відповідати наступним характеристикам: 1) новостворене товариство; 2) наявність досвідчених менеджерів у сфері управління інноваційними проектами; 3) його інноваційна спрямованість на

¹ Аргументами за включення відповідної ознаки до кваліфікаційних вимог товариства-реципієнта відповідно визначено: залишення коштів венчурних фондів в межах України, стимулювання розвитку саме українських інноваційних товариств та товариства, що мають іноземних засновників, які прийняли рішення здійснювати свої діяльність на території України, орієнтованість венчурних фондів на пошук потенційно успішних проектів та, як наслідок, поглиблення співпраці між бізнес-середовищем (у тому числі венчурними фондами) та суб'єктами інноваційної інфраструктури (бізнес-інкубаторами, технопарками, науковими парками), вищими навчальними закладами та іншими осередками інноваційного науково-технологічного розвитку [136, с. 49].

реалізацію самої інновації (продукту, послуги); 4) здатність до розширення потенціалу щодо отримання високого доходу від реалізації інноваційного проекту.

Так, враховуючи специфіку здійснення інноваційної діяльності, вважаємо, що вона має спрямовуватися на отримання прибутку, що обов'язково повинно зазначатися при розмежуванні товариств на підприємницькі та непідприємницькі (ст. 84, 85 ЦК України). Як наслідок, за таких обставин товариства, які займаються венчурним інвестуванням варто визнавати виключно підприємницькими. Враховуючи положення ЦК України такі юридичні особи можуть створюватися або як господарське товариство, або як виробничий кооператив. Однак, як вже зазначалося, не всі види організаційно-правових форм господарських товариств можуть бути використані для ведення такої діяльності.

Так, вже наводилися негативні аргументи щодо можливості використання командитного товариства для ведення венчурного підприємництва. Певну паралель можна провести й щодо повного товариства, де взагалі немає місця такій категорії учасників як вкладники. Відповідно залишаємося прихильниками раніше вказаного твердження, що юридичні особи в сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності можуть бути створені виключно як АТ та ТОВ. Наша думка ґрунтується на тому, що: 1) така діяльність пов'язана з підвищеним ризиком отримання негативного результату (збитками), що зумовлює майнову відповідальність учасників таких товариств (саме організаційно-правова форма АТ та ТОВ передбачають ризик несення збитків їх учасниками (акціонерами) у межах вкладів (оплати акцій) у статутний капітал); 2) законодавство України щодо вказаних організаційно-правових форм юридичних осіб у сфері підприємництва є найбільш досконалим та відповідає світовим стандартам (про що свідчить оновлення Закону України «Про акціонерні товариства» та прийняття Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю»).

Підтвердження вказаного є теза про те, що учасники юридичної особи, яка здійснюватиме венчурне інвестування інноваційної діяльності, мають за мету

одержання прибутку від такої діяльності, а на випадок отримання негативного результату проведення науково-технічних розробок вони зацікавлені у власній відповідальності перед кредиторами виключно в межах вартості своїх вкладів (ст. 2 Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю» [109]) або в межах вартості акцій, що їм належать (ст. 13 Закону України «Про акціонерні товариства» [95]).

Отже, варто підтримати думку Ю. М. Жорнокуя, який вважає, що юридична особа в сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності – це АТ або ТОВ з визначеними предметом діяльності та типом функціонування, діяльність якої направлена на заняття прикладними науковими дослідженнями, розробками, проектно-конструкторською діяльністю, з метою подальшого впровадження технічних нововведень, технологічних винаходів у виробництво і організацію за розробками випуску наукоємної продукції у перспективних галузях з метою отримання прибутку [43, с. 55–60].

Використання для українського ринку венчурних інвестицій організаційно-правових форм АТ і ТОВ як проектних товариств істотно зменшує імперативні вимоги чинного правового регулювання. Здійснення корпоративного інвестування передбачає вкладення коштів інвесторів в акції певного АТ або частки ТОВ. Саме від виду господарського товариства, власне, й буде залежати обсяг обмеження майнової відповідальності інвестора як акціонера чи учасника товариства. У сучасній правовій доктрині існує думка про те, що хоча АТ і ТОВ відповідають у певному ступеню низці вимог, які встановлюються для здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності, тим не менше, ці організаційно-правові форми мають і низку істотних недоліків, що ускладнюють їх використання в інноваційних, у т. ч. венчурних, бізнес-проектах [40, с. 18].

Як ключовий недолік АТ можна визнати крайній ступінь «зарегульованості» умов формування (зміни) статутного капіталу, що викликано відсутністю в акціонерному законодавстві концепції «змінного капіталу» і ускладнює можливість реалізації важливого для венчурних товариств

постадійного інвестування. Крім того, істотним недоліком АТ як учасника венчурного інвестування інноваційної діяльності є незалученість всіх акціонерів в управління цим суб'єктом підприємництва, оскільки міноритарні акціонери фактично позбавлені можливості реального контролю за діяльністю такого суб'єкта, а контрольний (значний) пакет акцій, навпаки, дозволяє зловживати своїм правом на управління товариства.

Для конструкції ТОВ, яка використовується у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності, існують такі недоліки: 1) відсутність вказівки на мінімальний розмір статутного капіталу, що сприяє створенню «фірм-одноденки» і низці інших негативних явищ, які підривають довіру до конструкції юридичної особи; 2) ТОВ не є привабливим для інвесторів, у зв'язку з обмеженою відповідальністю його учасників. Вважаємо, що останній недолік ставить під сумнів всі переваги такої організаційно-правової форми юридичної особи, оскільки інноваційне підприємництво вимагає значних капітальних внесків і може бути нівельований лише у випадку наявності таких у учасників ТОВ [198, с. 194].

З огляду на природу функціонування стартапу як реципієнта венчурних інвестицій, а також, беручи до уваги той факт, що в якості основного активу стартапу виступають об'єкти інтелектуальної власності, що додатково породжує високі вимоги до правового забезпечення правочинів з такими об'єктами венчурного інвестування, не зважаючи на певні інституційні перешкоди до наближення до світового зразку, все ж визнається доцільним ведення підприємницької діяльності в формі ТОВ чи АТ, але з подальшим внесенням змін до деяких нормативних положень.

З огляду на теоретичні напрацювання зарубіжної правової думки в США та Великій Британії, а також практичну реалізацію правочинів щодо венчурного капіталу, саме суб'єктами венчурного інвестування створюються умови, коли у сфері венчурних інвестицій залишаються лише венчурні інвестиційні фонди, що є реальною зацікавленою стороною у венчурних інвестиціях в інноваційні високоризикові проекти. Тому, критично важливим є забезпечення не лише

номінального статусу суб'єкта цієї діяльності, але й створення практичних умов для стартапів, за яких відповідний суб'єкт має реальні комерційні вигоди від ведення підприємницької діяльності в Україні. При цьому право як регулятор цих відносин має відповідати потребам правозастосовної практики, а не створювати бар'єри у діяльності товариств у сфері інновацій [199, с. 187].

Отже, можна зробити висновок про необхідність правового забезпечення цілісного механізму, що передбачає шлях від розроблення інновації або навіть ідеї інноваційної розробки, аж до комерційного втілення інновацій через організацію та регулювання діяльності стартапу.

Тому вважаємо, що поодинокі закріплення норм, яке регулює венчурне інвестування в тих умовах, що склалися сьогодні не матиме ніякого результату. Відповідне твердження ґрунтується на тому, що, безперечно, нормами чинного законодавства України про інноваційну діяльність мають оформлюватися взаємозв'язки між учасниками інноваційних відносин (із розширенням та конкретизацією в спеціальних актах законодавства), проте основа має встановлюватися з позицій корпоративного права на рівні функціонування відповідних організаційно-правових форм для суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності та положень договірного права щодо подальшої можливості реалізації зобов'язальних відносин між ними та іншими учасниками цивільних відносин.

Аналіз ключових особливостей законодавства США та Великої Британії щодо стартапів дозволяє акцентувати увагу на важливості впливу корпоративного законодавства вказаних правопорядків на сферу укладення інвестиційних договорів у сфері інновацій. На сьогодні законодавство України, закріплюючи суб'єктний склад відносин у сфері інновацій, містить лише загальні підходи до його розуміння, вказуючи на коло осіб, які можуть брати у них участь, пов'язуючи це виключно з реалізацією інноваційних проектів. Проте специфіка світового досвіду вказує, що для ведення венчурного інвестування інноваційної діяльності мають бути чітко встановлені організаційно-правові форми суб'єктів,

які б дозволили побудувати систему нормативного регулювання такої діяльності та сферу її застосування.

Серед існуючих на сьогодні у правовій дійсності України організаційно-правових форм юридичних осіб, з урахуванням того, що венчурне підприємництво здійснюється з метою отримання прибутку, світовим тенденціям відповідають лише АТ та ТОВ. Однак, наявність спеціального законодавства (Закон України «Про інститути спільного інвестування»), яким передбачається конструкція ВФ, не відповідає її застосуванню у практиці ЄС та США (як світових лідерах венчурної індустрії). Відповідно, європейський вектор розвитку України зумовлює потребу формування сфери венчурного інвестування інноваційної діяльності, яка буде зрозумілою для світових венчурних інвесторів. Першочергово це стосується системи організаційно-правових форм юридичних осіб, у досліджуваній сфері, та приведення загально визнаної термінології у відповідність до світових стандартів (стосовно ВФ). У другу чергу це стосується фізичних осіб, які беруть участь в інвестиційній діяльності загалом та окресленні їх правового становища (пріоритет за визначенням правового становища «бізнес-ангелів»). По-третє, варто окреслити коло об'єктів, які можуть визнаватися як об'єктом інвестицій, так і об'єктом інвестування.

2.2. Правовий режим об'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Враховуючи цивілістичну природу правовідносин венчурного інвестування інноваційної діяльності актуальним постає питання необхідності визначення їх об'єкта. Відомо, що поняття об'єкта цивільних правовідносин є одним з найбільш дискусійних у юридичній літературі. Значна кількість теоретичних підходів про нього є суперечливими між собою та ускладнюють не лише розкриття змісту цього поняття, а й визначення специфіки механізму правового регулювання відносин, які виникають щодо тих чи інших благ. Адже,

як справедливо зазначається в юридичній літературі, механізм правового регулювання цивільних відносин перебуває у прямій залежності від характеристики, властивостей об'єктів цивільного права [127, с. 91] І, не даремно, в юриспруденції зауважено, що відповідь на питання про розуміння об'єкта венчурного інвестування інноваційної діяльності є одним із ключових взагалі у з'ясуванні сутності та правової природи відповідних правових зв'язків. Стверджується, що саме визначення та усвідомлення того, з приводу чого виникають правові відносини між учасниками (сторонами) інноваційних проектів, розробниками та реалізаторами стартапів тощо, становить значний інтерес, оскільки надасть можливість зрозуміти у чому полягає зацікавленість осіб вступати у ті чи інші відносини між собою у науково-технічній сфері [31, с. 98].

Підсумовуючи положення ст. 177 ЦК України зроблено висновок, що об'єктами цивільного права є блага [128, с. 80–84]. У наведеній нормі блага поділяються на два різновиди – матеріальні й нематеріальні. Причому поняття «матеріальні і нематеріальні блага» застосовується як узагальнююче щодо речей, у тому числі грошей та цінних паперів, іншого майна, майнових прав, результатів робіт, послуг, результатів інтелектуальної, творчої діяльності, інформації тощо. Отже, за межами пари «матеріальні – нематеріальні блага» об'єкти цивільних прав існувати не можуть [127, с. 90].

Отже, положення ст. 177 ЦК України дозволяють підсумувати, що самостійними об'єктами цивільних прав, які становлять систему об'єктів цивільних прав, є: 1) речі (у т. ч. гроші та цінні папери); 2) цифрові речі; 3) майнові права; 4) роботи (їх результати); 5) послуги; 6) результати інтелектуальної творчої діяльності; 7) інформація; 8) інші матеріальні блага; 9) інші нематеріальні блага [146]. У цивілістичній доктрині зроблено застереження, що вказані у ст. 177 ЦК України блага є об'єктом правовідносин, оскільки право регулює лише поведінку людей (їх діяльність), а не речі, результати інтелектуальної, творчої діяльності тощо. Тобто предметом правового регулювання можуть бути лише відносини, пов'язані з об'єктами,

вказаними у ст. 177 ЦК України. З приводу цих благ особи вступають між собою в правовідносини, діючи певним чином [151, с. 140].

Правовідносини щодо венчурного інвестування – це різновид інвестиційних відносин, що виникають між суб'єктами венчурного інвестування інноваційної діяльності – ВФ (індивідуальним інвестором) та товариством-реципієнтом інвестицій у процесі вкладення венчурних інвестицій в обмін на частки (акції) у статутному капіталі другого, та участі в управлінні реципієнтом інвестицій з метою отримання прибутку внаслідок продажу частки (акцій) товариства після значного підвищення її (їх) вартості. Наведене визначення не надає чіткого визначення об'єкту досліджуваних відносин, але містить ключові аспекти для подальшого аналізу з метою встановлення правової природи об'єкту венчурного інвестування інноваційної діяльності та його особливостей.

Так, існує думка, що об'єкт в інвестиційному правовідношенні слід розділяти на юридичний і матеріальний. Юридичним об'єктом будуть дії інвесторів, спрямовані на здійснення інвестицій у певній формі, а матеріальним – самі інвестиції. Нерозривний зв'язок матеріального і юридичного об'єктів визначаються тим, що цінність стає інвестицією тільки з моменту вкладення її в об'єкт інвестування [117, с. 10].

Відповідно до ч. 1 ст. 4 Закону України «Про інвестиційну діяльність» об'єктами інвестиційної діяльності можуть бути будь-яке майно, в тому числі основні фонди і оборотні кошти в усіх галузях економіки, цінні папери (крім векселів), цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності. Серед інших об'єктів інвестиційної діяльності виокремлюються майнові права, в тому числі корпоративні [99]. Тобто відповідно до цього Закону об'єкти інвестування можуть 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 [75, с. 63].

Безпосередньо розуміння поняття «майно» має кілька підходів. Враховуючи положення ст. 190 ЦК України майном як особливим об'єктом

варто вважати окрему річ, їх сукупність, а також майнові права та обов'язки [146]. Зазвичай саме тлумачення поняття «майно» як речі (визначену сукупність речей) застосовується в нормах, які мають значення для визначення предмету договору. Проте необхідно враховувати й те, що під «майном», як слідує із законодавчого визначення, можна розуміти й сукупність прав конкретної особи та/або визначену сукупність майнових прав і обов'язків, які є взаємопов'язаними.

Погоджуємось, що проблема розуміння та застосування цього терміна полягає в тому, що він має важливе значення для визначення конкретних прав та обов'язків сторін в інвестиційних правовідносинах, де майно є об'єктом права, і тому існує потреба щоразу визначати значення цього терміна шляхом тлумачення тексту правової норми. Також певні труднощі щодо розуміння сутності «майна» виникають також з приводу різного контексту його застосування в деяких галузях законодавства (наприклад, у митному, податковому) як об'єкта права – майну може надаватися інше правове значення, ніж те, яке передбачається цивільним законодавством. Це є надзвичайно важливим, оскільки інвестиційні правовідносини тісно пов'язані з митними, податковими і можуть бути видом цивільних чи адміністративних правовідносин. І тому, стверджується, що законодавець у Законі України «Про інвестиційну діяльність» визначивши, що об'єктом інвестиційної діяльності може бути будь-яке майно (уточнення – не заборонене чинним законодавством), надалі конкретизував: у тому числі основні фонди і оборотні кошти в усіх галузях економіки [136, с. 121–122].

Слід підтримати думку про те, що основними об'єктами інтелектуальної власності, що є вихідним матеріалом для інноваційної діяльності, виступають об'єкти промислової власності (винаходи, корисні моделі, промислові зразки, ноу-хау). Саме вони становлять особливий інтерес для інноваційної діяльності, оскільки головним змістом останньої є діяльність з довготривалого і ризикового впровадження об'єкта творчої, інтелектуальної діяльності в певний об'єкт виробничої сфери, а також використання його з метою отримання прибутку і

досягнення соціального ефекту. Влучно зазначається, що під об'єктом венчурного підприємництва необхідно розуміти втілений у матеріальний носій інтелектуальний продукт, який створено при фундаментальних і прикладних наукових досліджень, результати яких (в матеріальній або нематеріальній формі) можуть бути негайно використані для потреб суспільства через передачу на них майнових прав в будь-якій доцільній діяльності людей [31, с. 101].

Досить дискусійним є підхід, за яким об'єктами венчурного інвестування інноваційної діяльності на стадіях дослідно-конструкторських та технологічних розробок варто визнавати нові або вдосконалені вироби, матеріали або технології. Можна умовно допустити, що наведена теза є важливою у контексті дослідження стадій (етапів) розміщення інвестицій у сфері венчурного інвестування. Проте, відповідна «стадійність» має власні особливості та зумовлює виникнення різних правових зв'язків між різними суб'єктами права. Це дозволяє вести мову про можливість дослідження в якості об'єкту венчурного інвестування інноваційної діяльності інноваційного продукту саме з технічної точки зору (мається на увазі об'єктивне вираження інтелектуальної діяльності). У свою чергу, з юридичної точки зору, об'єктом варто визнавати саме права. Тому необхідно підтримати думку про те, що саме зміст вказаного поняття відображає безпосередньо «новинка» (венчур), а формою вираження останньої виступають безпосередньо майнові права [35, с. 34].

Отже, проведений аналіз дозволяє підсумувати, що інновація та її впровадження характеризують діяльність вже існуючих суб'єктів підприємництва, що отримує свій прояв у процесі здійснення їх інноваційної складової. У свою чергу, венчурний інвестор, враховуючи перспективність розміщення інвестицій в товариство-реципієнта, оцінює не лише безпосередньо запропоновану останнім інновацію (продукт, послугу), але й наявність інших факторів щодо можливості практичної реалізації цим суб'єктом значного потенціалу комерційного росту з метою отримання прибутку внаслідок продажу частки (акцій) цього інноваційного товариства після значного збільшення її (їх) вартості.

Характеризуючи правову конструкцію об'єкта венчурного інвестування інноваційної діяльності, слід чітко розмежовувати, що саме є об'єктом, спираючись на існуючі у доктрині наукові точки зору: безпосередньо товариство-реципієнт венчурних інвестицій, частка (акції) у статутному капіталі товариства як складному організаційно-майновому комплексі чи увага має бути зосереджена на тому, що об'єктами венчурного інвестування інноваційної діяльності слід визнавати інновацію (оформлена або неоформлена як об'єкт інтелектуальної власності).

Варто зазначити, що дійсно до сьогодні відсутній чіткий підхід до розуміння сутності категорії «підприємство» в системі приватного права України. Відповідна проблематика викликана його різноплосинним розумінням – за ЦК України підприємство як цілісний майновий комплекс визнається об'єктом цивільних прав, а за ГК України – це суб'єкт (з відповідними його різновидами)¹. Такий стан справ надав можливість окремим фахівцям вважати підприємство одночасно і як суб'єкт, і об'єкт правовідносин у сфері венчурного інвестування. Зокрема, одним із тих, хто відстоює таку точку зору є Р. В. Тарнавський, на думку якого підприємство-реципієнт має подвійну природу: воно є не лише учасником правовідносин та стороною відповідного договору венчурного інвестування, але і безпосередньо об'єктом інвестування для венчурного інвестора. При цьому, автор відстоює позицію, що саме підприємство-реципієнт, а не його інновації, є об'єктом венчурного інвестування, а основний висновок зводиться до того, що об'єктом венчурного інвестування є саме підприємство-реципієнт разом зі своїми технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління,

¹ Так, відповідно до ст. 191 ЦК України підприємство як єдиний майновий комплекс є об'єктом цивільних прав. Поряд з цим, ЦК України застосовує слово «підприємство» і у значенні суб'єкта цивільних прав. Це ж саме стосується і ГК України, але, на відміну від ЦК України, у ГК України термін «підприємство» переважно розглядається як учасник відносин у сфері господарювання. Проте, це не значить, що коли законодавець застосовує термін «підприємство», то це стосується одного і того ж самого явища. Навпаки, це два різні явища, хоча для їхнього позначення і використовується один і той самий термін. Тобто, в одному випадку термін «підприємство» може бути розглянутий як об'єкт цивільних правовідносин, а в іншому – як суб'єкт цих правовідносин. Щодо подвійності, то тут можна лише говорити про те, що лише термін «підприємство» має подвійний (дуальний) характер, значення якого залежить від контексту та сфери застосування. Тобто такий термін (слово) є омонімом. Таким чином, під час аналізу та тлумачення законодавчих актів важливо уважно вивчати контекст та звертати увагу на специфіку застосування терміну «підприємство» [155, с. 150].

гудвілом та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які становлять унікальність відповідного підприємства порівняно з іншими, що працюють у відповідній сфері [138, с. 58–62]. Відносно схожу позицію обстоює і Ю. Жорнокуй, який вважає, що венчурне підприємство має двояку юридичну природу – може виступати як юридична особа, яка здійснює венчурне підприємництво, а також як об’єкт цивільно-правових відносин [33, с. 16].

Не можна повністю підтримати думку про те, що відносини, які складаються в процесі здійснення венчурного інвестування є, за своєю природою, господарськими [138, с. 60]. Правильно було б відстоювати саме цивілістичну природу відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, що ґрунтується на їх відповідності положенням ст. 1 ЦК України щодо юридичної рівності їх учасників, їх вільного волевиявлення та майнової самостійності.

Як відомо, цивільне право чітко розмежовує суб’єкти та об’єкти правовідносин [155, с. 149]. Згідно, ст. 2 ЦК України учасниками цивільних відносин є фізичні та юридичні особи, а також відповідні суб’єкти публічного права [146]. Щодо об’єктів цивільних правовідносин, то згідно ст. 177 ЦК України ними є речі, гроші, цінні папери, цифрові речі, майнові права, роботи та послуги, результати інтелектуальної, творчої діяльності, інформація, а також інші матеріальні та нематеріальні блага [146]. Наведені норми підсилюють аргумент на користь того, що підприємство-реципієнт не може бути одночасно суб’єктом та об’єктом правовідносин, оскільки жоден учасник, як і суб’єкт цивільних прав, не є одночасно і об’єктом цивільних прав. Хоча погоджуємось, що певний стан правової невизначеності дійсно існує у законодавстві України.

Як зазначається в юридичній літературі подвійна (дуалістична) правова природа характерна лише для тих юридичних елементів, які можуть виступати в двох якостях в межах однієї правової системи. У підприємства, як суб’єкта цивільних прав, так само як і у підприємства як об’єкта цивільних прав така можливість, згідно чинного цивільного законодавства, не передбачена, оскільки перший виступає як юридична особа (ч. 4 ст. 62 ЦК України), а юридична

особа – це організація (ст. 80 ЦК України), що є скоординованим угруповання осіб [148, с. 490] або однієї особи. З іншого боку, на думку автора, коли ми говоримо про підприємство як об'єкт цивільних прав, то мається на увазі єдиний майновий комплекс, що використовується для здійснення підприємницької діяльності (ч. 1 ст. 191 ЦК України) і до складу якого входять усі види майна, призначені для його діяльності (ч. 2 ст. 191 ЦК України) [155, с. 150].

Як уже зазначалося вище, реципієнтом у правовідносинах в сфері інвестування інноваційної діяльності виступає підприємство як юридична особа, яка безпосередньо отримує від інвестора венчурні інвестиції на розвиток своєї інноваційної діяльності в обмін на частку (акції) у своєму статутного капіталу з метою отримання високого рівня прибутку, а отже, об'єктом венчурного інвестування інноваційної діяльності є не суб'єкт інноваційної діяльності, а частка (акції) у його статутному капіталі, майбутнє отримання результатів комерціалізації, в якій зацікавлений інвестор.

Якщо брати до уваги сферу венчурного підприємництва, то серед об'єктів цивільних прав, перелічених у ЦК України (ст. 177), на перший погляд саме об'єкти інтелектуальної власності становлять базовий елемент, – фактично мають визнаватися основою об'єктів інноваційної діяльності. Проте між вказаними категоріями слід проводити відмінність. З цього приводу І. Ф. Коваль звертає увагу на те, що: 1) результати інтелектуальної діяльності становлять саме нематеріальну складову інноваційних об'єктів («нові знання та інтелектуальні продукти»); 2) вони реалізуються, втілюючись у матеріальних об'єктах інноваційної діяльності (обладнанні, процесах, засобах видобування, переробки сировинних ресурсів тощо); 3) коло об'єктів інноваційної діяльності є неоднорідним і охоплює не тільки об'єкти, в яких виражені результати творчості, а й предмети матеріального світу, у тому числі природного походження (сировинні ресурси, товарна продукція) [57, с. 119].

Крім об'єктів інтелектуальної власності об'єктами венчурного підприємництва пропонують розуміти саму інновацію. Щодо її тлумачення В. А. Кройтор зауважує, що інновація, як правова категорія, може розглядатися

у широкому та вузькому сенсі. На думку автора саме широкий підхід охоплює визначення інновації як: 1) статичного об'єкта у вигляді новітньої послуги чи продукту; 2) процесу створення, комерціалізації та реалізації інновації (динаміка інновації) [65, с. 104]. Крім вказаного, звертається увага, що такий «об'єкт» варто розуміти як нематеріальне благо, здатне до реалізації у ринковому обороті, втіленню у майновій формі продукту, що формує його додаткову вартість, майнову цінність, тобто як об'єкт зобов'язальних відносин. Тобто, інновацією варто визнавати той об'єкт, який вводиться в оборот, а не той, який створюється в результаті інноваційної діяльності (кінцевий продукт придатний для використання кінцевим споживачем). Проте, підтримуємо висловлену наукову позицію щодо помилковості такого підходу, оскільки за ним ототожнюються категорії «інновація» та «інноваційний продукт» [151, с. 139].

Виходячи з положень ст. 1 Закону України «Про інноваційну діяльність» інновації – новостворені (застосовані) і (або) вдосконалені конкурентоздатні технології, продукція або послуги, а також організаційно-технічні рішення виробничого, адміністративного, комерційного або іншого характеру, що істотно поліпшують структуру та якість виробництва і (або) соціальної сфери. У свою чергу, інноваційним продуктом, за цією ж статтею, визнається результат науково-дослідної і (або) дослідно-конструкторської розробки, що відповідає вимогам, встановленим цим Законом [100]. Зауважимо, що у юридичній літературі акцентована увага на тому, що у визначенні інноваційного продукту (Закон України Про інноваційну діяльність) однією з притаманних йому ознак є реалізація при його створенні об'єкта інтелектуальної власності, який має визначальне значення у такому продукті. І хоча, як вказує І. Ф. Коваль, критерій «визначальний» у Законі не конкретизовано, не в кожному випадку реалізація об'єкта інтелектуальної власності уможливорює створення інноваційного продукту. Це відбувається за умови, якщо використання нового рішення забезпечує суттєво вищі техніко-економічні показники інноваційного продукту, а відповідно і є критерієм до подальшої ефективної комерціалізації [57, с. 98].

Отже, на сьогодні не існує достатніх аргументів на користь визнання інноваційного продукту або ж самої інновації об'єктом венчурного інвестування інноваційної діяльності. Відповідне твердження має за основу той аргумент, що про відповідний продукт можна говорити у розрізі характеристики якісної характеристики виробленої продукції з урахуванням провадження в інноваційний процес нового об'єкта права промислової власності, отриманого в результаті проведення та отримання нових науково-технічних розробок, результат яких отримав об'єктивну форму (патент, свідоцтво тощо) [35, с. 33], тобто за якими об'єктами інноваційних відносин взагалі слід визнавати об'єкти права промислової власності [77, с. 153–154]. Проте, головна мета вкладення венчурних інвестицій не обмежується отриманням нових науково-технічних розробок, а спрямована на подальшу реальну можливість комерціалізації цих результатів задля отримання високого рівня прибутку.

Виходячи з викладеного можна стверджувати про те, що на сьогодні у науковій сфері не існує єдиного знаменника у питанні визначення об'єкта венчурного інвестування інноваційної діяльності. З цього приводу наводяться такі аргументи: 1) такий стан викликаний самою сутністю венчурного підприємництва, де поєднуються елементи самої підприємницької діяльності, діяльності спрямованої на проведення науково-дослідних та технологічних робіт (досліджень), результатом яких може бути створення нового об'єкта права промислової власності або нової технології тощо; 2) відповідна проблематика зумовлена визнанням об'єктом цивільних правовідносин майнових прав на об'єкти права промислової власності, які можуть переходити від одного суб'єкта до іншого; 3) відповідний вид інвестиційної діяльності тісно пов'язаний з економічними процесами та, відповідно, використанням економічної за сутністю термінології (наприклад, технологія) [151, с. 138].

Безперечно визначення об'єкта правовідносин з приводу здійснення інноваційної діяльності є важливим для розуміння її сутності, проте у контексті відносин венчурного інвестування цієї діяльності нас цікавить стартап як реципієнт таких інвестицій, тобто як суб'єкт, який одержує від інвестора майно,

майнові права й інші цінності у власність чи у користування, в обмін на частки (акції) у власному статутному капіталі, і використовує їх у своїй підприємницькій діяльності або в спільній підприємницькій діяльності з інвестором з метою отримання високого рівня прибутку. Тобто, як вже зазначалося раніше ми не можемо ототожнювати суб'єкт підприємницької діяльності інноваційної сфери і суб'єкт венчурного інвестування інноваційної діяльності, а тим паче зводити визначення об'єкту венчурного інвестування інноваційної діяльності до кола правового регулювання лише як об'єкту інноваційної діяльності, тим самим підміняючи природу відносин необґрунтованим звуженням тієї ролі, яку вони виконують.

Проведений аналіз об'єкту венчурного підприємництва, є відправною точкою в розумінні того, що підприємство як єдиний майновий комплекс є ключовим об'єктом венчурного інвестування, адже інвестори не просто інвестують у конкретні технології чи продукцію, але й у всю його інфраструктуру, ресурси та потенціал. Однак, якщо розглядати це питання глибше, то стає зрозумілим, що такий підхід є дещо обмеженим, оскільки в сучасному світі інновацій та технологій, часто венчурне інвестування здійснюється не лише в саме підприємство, а й в конкретні проекти, дослідження та розробки, патенти, команди або навіть ідеї. Тому вважати, що об'єктом венчурного інвестування є лише підприємство як єдиний майновий комплекс – означає ігнорувати множинність форм та підходів до такого інвестування, які існують на ринку і до яких можуть бути застосовані різні підходи до їх правового оформлення. Звертається увага, що такі обставини можуть мати місце у випадках, коли венчурні інвестори шукають акції компанії, новітні технології, унікальні бізнес-моделі або команду, інформаційні ресурси (комерційна таємниця, ноу-хау тощо) які можуть забезпечити високі доходи в майбутньому [155, с. 150]. Венчурний інвестор вкладає кошти шляхом викупу частки (акцій) у статутному капіталі такого товариства, сподіваючись на збільшення її (їх) вартості в майбутньому через зростання її (їх) номінальної вартості (цінності). Тож, у цьому випадку логічним є розуміння того, що об'єктом венчурного

інвестування є частка (акція) у статутному капіталі товариства-реципієнта інвестицій, яке здійснює інноваційну діяльність.

Проте єдине розуміння частки у статутному капіталі господарського товариства відсутнє, оскільки законодавство не визначає її правову природу, а в юридичній літературі до сьогодні не напрацьованого єдиного підходу з цього питання. Відсутність закріплення на рівні ЦК України (ст. 177) частки у статутному капіталі як об'єкта цивільних прав є очевидною прогалиною чинного законодавства та зумовлює дискусію серед фахівців щодо визначення її правової природи. Зауважимо, що незважаючи на відсутність вказівки на це, науковці, звертаючись до аналізу вказаного об'єкта, розглядають його в якості об'єкта цивільних прав, хоча й непоіменованого у ст. 177 ЦК України.

Як зазначено в юридичній літературі, сам по собі статутний капітал товариства не визнається об'єктом права, оскільки є виразником іншого об'єкта – майна. Отже, маємо парадокс: статутний капітал (загальне) не визнається об'єктом, у той же час частка (спеціальне) є об'єктом цивільних прав. Будучи обумовленою розміром майнової участі учасника в статутному капіталі, частка пов'язана з поняттям прав учасника (корпоративними правами) (визначаючи правовий режим частки як об'єкту венчурного інвестування інноваційної діяльності, далі ми детально розкриваємо це питання). Такий тісний зв'язок призводить іноді до їх ототожнення, внаслідок чого говорять не про відчуження (спадкування) частки у статутному капіталі, а про відчуження корпоративних прав. Наведена позиція є дискусійною, оскільки частка та корпоративні права є різними категоріями. Зауважено, що корпоративні права є однією складовою правовідносин – їх змістом, а частка в статутному капіталі – іншою складовою – об'єктом [147, с. 366–367]. У розвиток наведеної тези зроблено висновок, що: 1) об'єктом правовідносин слід визнати частку, а не корпоративні права, що нею посвідчуються; 2) об'єктом цивільного обороту слід визнати частку, а не корпоративні права [42, с. 38]. При цьому варто підтримати думку О. Є. Кухарева про те, що частка у статутному капіталі господарського товариства виступає самостійним оборотоздатним об'єктом цивільних прав

майнового характеру. Такий об'єкт, зважаючи на його властивості, може активно залучатися до інвестиційної діяльності [68, с. 44].

Слід більш детально зупинитися на питанні обґрунтування частки як об'єкту венчурного інвестування інноваційної діяльності в контексті характеристики сутності стартапу.

Варто виходити з того, що інвестиційні фонди, як правило, розміщують власні інвестиції на етапі, коли оцінка товариства-реципієнта є відносно низькою, але з потенціалом зростання, що дозволяє їм збільшувати свої інвестиції, що, як сподіваються інвестори, призведе до отримання великого прибутку при виході з товариства (відчуженні акцій). Зусилля класичного венчурного інвестора спрямовані саме на забезпечення ефективного управління товариством-реципієнтом (у вигляді консультування керівництва, контролю за діяльністю стартапу чи участі в його оперативній діяльності), а не питання реалізації його інновацій (наприклад, реалізації інноваційного продукту іншому зацікавленому товариству). Проте, оскільки інвестор зацікавлений в залученні юристів, бухгалтерів, консультантів тощо для експертної допомоги та підтримки діяльності товариства-реципієнта, можна зробити висновок, що інновація має важливе, проте, не основне значення при ставці інвестора на збільшення вартості його частки в майбутньому, адже прибуток від венчурного інвестування залежить від успішності реалізації його діяльності, а саме ціни частки товариства-реципієнта на момент виходу (відчуження акцій). Венчурний інвестиційний фонд в країнах з успішно функціонуючим венчурним капіталом розміщує інвестиції саме в потенційну можливість стартапу успішно комерціалізувати свою інноваційну діяльність, адже навіть найкраща в світі інновація може бути не реалізована при неправильному підході [199, с. 187].

В юридичній літературі вказано, що з певною умовністю, можна виділити чотири концепції правової природи частки учасника у статутному капіталі товариства: 1) речово-правову; 2) зобов'язально-правову; 3) майнову; 4) корпоративно-правову. Проте стверджується, що жодна з існуючих концепцій частки у статутному (складеному) капіталі не може у повній мірі визнаватися

задовільною та достатньо аргументованою для пояснення сутності частки у статутному капіталі господарського товариства як об'єкта цивільних прав [42, с. 38].

Варто звернути увагу на тому, що частку у статутному (складеному) капіталі господарського товариства можна характеризувати, враховуючи її подвійну правову природу. Як вірно зазначено у доктрині права в одних випадках суб'єкт цивільних правовідносин може інвестувати в господарське товариство як юридичну особу, на підтвердження чого інвестору передається частка у статутному (складеному) капіталі товариства (частка виступає підтвердженням інвестування в юридичну особу, а особа одночасно набуде правового статусу інвестора та учасника товариства). У іншому контексті, частка у статутному (складеному) капіталі господарського товариства може передаватися як інвестиція, що вкладається в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності (у цьому разі частка у статутному (складеному) капіталі матиме правовий режим об'єкта інвестиційної діяльності, а інвестором може бути лише учасник цього господарського товариства) [68, с. 44].

На ранніх стадіях стартап-товариства, як правило, не мають доступу до інших джерел інвестування через обмеженість активів, коротку комерційну історію, а також через те, що вони не мають достатнього прибутку (наявних ресурсів) або взагалі його не мають для виконання зобов'язань. Тому венчурні інвестиції зазвичай отримують форму інвестицій в статутний капітал проінвестованого товариства. Цінність стартапу на початкових стадіях полягає в ідеях «людського капіталу» підприємця та його можливостях для зростання, які не піддаються примусовому коригуванню з боку інвестора. Оскільки підприємець не може відчужити свій «людський капітал», він може коригуватися лише за рахунок часток у статутному капіталі, що розміщуються з метою залучення інвестицій. Зазвичай це досягається за допомогою опціонних схем, за якими керівники отримують опціони на придбання часток (акцій) за умови, що вони залишаються в товаристві протягом певного періоду часу.

Одним з інвестиційних інструментів, який обирають венчурні товариства, є привілейовані акції, що використовуються для отримання додаткових прав та захисту порівняно з власниками простих акцій [183, с. 112]. Привілейовані акції дають змогу отримати додатковий прибуток у вигляді дивідендів, а також захист від негативних наслідків у вигляді ліквідаційної переваги у разі ліквідації товариства. Такі акції дають право венчурним товариствам на отримання певної інвестиції до того, як власники простих акцій щось отримають; привілейовані акції зазвичай приносять кумулятивний дивіденд, який, у разі не виплати, поступово збільшує ліквідаційну преференцію. Привілейовані акції зазвичай включають права на конвертацію і доповнюються захистом від розмивання, переважним правом, правом викупу, правом першочергової купівлі, правом слідування за акціонером тощо [200, с. 342].

Слід зважити, що привілейовані акції мають перевагу над борговими зобов'язаннями, оскільки венчурні інвестори як власники пайових цінних паперів можуть контролювати рішення таким чином, чого вони не можуть досягти як власники боргових зобов'язань, принаймні, не ставлячи під загрозу їхню обмежену відповідальність. Крім того, привілейовані акції та права контролю, які вони надають венчурним інвесторам, також супроводжуються негативними ковенантами (захисними положеннями або правом вето), які обмежують свободу дій товариства-реципієнта та захищають інтереси власників привілейованих акцій від інтересів власників простих акцій, які можуть суперечити їм. Виходячи з викладеного, стверджується, що через привілейовані акції венчурні інвестори отримують непропорційно більше контролю – досить унікальна структура корпоративного управління, де товариство контролюють акціонери-власники привілейованих, а не простих акцій [175, с. 1013].

Так, аналізуючи правову природу частки (акцій) в статутному капіталі стартапу погоджуємося з тим, що вона є особливим юридичним інструментом, сутність і призначення якого розкривається в тій ролі, яку він відіграє протягом всього періоду існування товариства. З урахуванням вищевикладеного частку (акції) у статутному капіталі товариства запропоновано розуміти як самостійний

об'єкт цивільних прав. Виходячи з наведеного такий об'єкт пропонують визнавати своєрідним способом фіксації корпоративних прав та обов'язків учасників конкретного товариства, що має грошову оцінку. Факт належності частки конкретній особі свідчить про наділення її корпоративними правами та обов'язками щодо конкретного товариства [42, с. 39].

Інвестування в статутний капітал нового товариства тягне за собою довгострокові відносини з іншими його учасниками (акціонерами). Традиційно інвестори підписуються на привілейовані акції товариства, вимагаючи, щоб привілейовані умови були закріплені в статуті. Привілейовані акції, які інвестор хоче отримати в обмін на свої інвестиції, обговорюються між товариством-реципієнтом (стартапом) та інвестором і можуть залежати від стадії розвитку такого товариства.

У контексті вивчення специфіки об'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності особливістю вирізняється механізм конвертованої позики, що, як попередньо вже з'ясовано, полягає у відображенні належних інвестору корпоративних прав та обов'язків, у певній формі – частка у статутному капіталі товариства (акції).

Однак, як альтернативу конвертованій позиці (шляхом купівлі-продажу акцій) деякі венчурні інвестори вважають за краще інвестувати через договір про попередню підписку (ASA) або подібний конвертований інструмент (наприклад, простий договір про майбутній капітал (SAFE)). При цьому, договір про попередню підписку (ASA) – це інструмент венчурного інвестування, за допомогою якого інвестори «передплачують» за акції товариства – вони передають гроші, але отримують свої акції, коли вони будуть випущені під час майбутнього етапу інвестування (у майбутньому). Інвестори ASA платять за ці акції менше, ніж інші інвестори в акціонерний капітал (тобто вони купують акції зі знижкою «наперед»). Тож, вказаний договір є правочином щодо участі в статутному капіталі товариства-стартапу.

Простий договір про майбутній капітал (SAFE) – це інвестиційний договір між стартапом та інвестором, який надає інвестору право на отримання частки в

капіталі товариства при настанні певних подій, таких як майбутнє інвестування акціонерного капіталу (відоме як *Next Equity Financing* або *Qualified Financing*), зазвичай під керівництвом венчурного фонду, або у випадку продажу товариства. Ціна акцій, які сторона SAFE отримує при конвертації, нижча за ціну цінних паперів, випущених для венчурних інвесторів у зв'язку з майбутнім інвестуванням [197]. Так, наприклад, стартап-акселератор Y Combinator представив SAFE наприкінці 2013 року, і відтоді багато стартапів використовують його як основний інструмент для збору коштів на ранніх стадіях інноваційного проекту. Початковий SAFE базувався на попередній грошовій оцінці, у 2018 році Y Combinator змінив умови договору SAFE, щоб він базувався на оцінці після отримання інвестицій, що свідчить про практичну важливість «цінності стартапу», а не окремого вираження результатів його діяльності.

У Великій Британії SAFE, відповідно до правила 506 Положення D Закону про цінні папери або розділу 4(a)(2) цього ж Закону, призначений для використання компаніями-стартапами на ранній стадії для залучення початкового капіталу від інвесторів-ангелів, друзів і родини до отримання інституційного фінансування венчурного капіталу [197]. SAFE можуть мати схожі особливості конвертації, але їм не вистачає боргових ознак, що притаманні конвертованій позиції, а саме:

- 1) SAFE не мають дати погашення – доки не відбудеться подія конвертації (SAFE залишаються непогашеними на невизначений термін);
- 2) нарахування відсотків – інвестори отримують лише право конвертувати свої SAFE в акції за ціною нижчою, ніж інвестори в майбутньому інвестуванні [197].

Враховуючи вказане, приходимо до висновку, що договір будується таким чином, щоб зобов'язати товариство-реципієнта виконувати взяті зобов'язання щодо реалізації інноваційного проекту, адже початково стартап – це не що інше, як ідея, яка потребує інвестицій. Натомість, венчурний інвестор на «етапі виходу» продає частку (акції) товариства-реципієнта, залежно від того, який варіант вигідніший – або шляхом IPO, або стратегічному інвестору. Варто

підкреслити, що інновація вже комерціалізована, вона вже є на ринку і через це вартість частки (акцій) венчурного інвестора зросла, порівняно з ціною, за яку її (їх) було придбано. Тому у венчурного інвестора з'являється товар на реалізацію – частка (акції) у статутному капіталі товариство-реципієнта.

Таким чином, підприємець отримує право власності на частку (акції) у статутному капіталі товариства, а інвестор – переважне право на розподіл дивідендів (у разі успішної діяльності товариства) та/або ліквідаційної маси (у разі його банкрутства). Крім того, інвестор отримує права контролю, які дозволяють йому призначати одного або більше директорів до ради директорів (директорів-інвесторів) та отримати повний контроль над радою директорів і товариством у випадку, якщо результати його діяльності виявляться нижчими за очікувані, і інвестор захоче продати (припинити) участь у статутному капіталі товариства (шляхом відчуження частки (акцій)). З іншого боку, якщо відбувається створення вартості, підприємець отримує повний контроль над своєю часткою (акціями) і отримує необмежені вигоди від виконаної роботи. Ці складні агентські відносини мають регулюватися за допомогою адекватної договірної бази, яка на корпоративному рівні зазвичай передбачає використання інструментів конвертованої позики та привілейованих акцій [161, с. 258].

Проведений аналіз законодавства іноземних країни та України, а також сучасних доктринальних досліджень дозволяє підсумувати, що об'єктом венчурного інвестування інноваційної діяльності варто вважати частки (акції) у статутному капіталі товариства-реципієнта інвестицій разом зі всіма технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління, та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які складають унікальність відповідного підприємства порівняно з іншими, які працюють в відповідній сфері. Ні інновація, ні інноваційний продукт, ні технологія, які чинне інвестиційно-інноваційне законодавство дозволяє вважати об'єктами досліджуваних відносин, не є об'єктами венчурного інвестування інноваційної діяльності. Такий підхід ґрунтується на розмежуванні категорій «об'єкт інвестицій» та «об'єкт інвестування».

Аналізуючи правову природу частки в статутному капіталі стартапу, з певною умовністю можна стверджувати, що частка (акції) у статутному капіталі товариства пов'язана з поняттям прав учасника (корпоративними правами), будучи обумовленою обсягом його майнової участі в статутному капіталі товариства.

Висновки за розділом 2

1. Суб'єктами венчурного інвестування інноваційної діяльності є венчурні інвестори (фізичні та юридичні особи), які здійснюють індивідуальне або колективне венчурне інвестування, та товариства-реципієнти венчурних інвестицій, частки (акції) у статутному капіталі яких є об'єктом відповідної діяльності.

2. Чинним законодавством встановлюється існування двох категорій суб'єктів, які мають право здійснювати інвестиційну діяльність, – інвестор та учасник інвестиційної діяльності. Венчурне інвестування пов'язане з довгостроковими високоризиковими фінансовими інвестиціями, які інвестор вкладає в частки (акції) у статутному капіталі товариств-реципієнтів (стартапів), що орієнтовані на розробку і виробництво інноваційних продуктів, з метою розвитку й розширення цих суб'єктів, відтак отримання прибутку від приросту вартості вкладених коштів.

3. У світовій практиці венчурного інвестування група індивідуальних венчурних інвесторів представлена так званими бізнес-ангелами. На міжнародному рівні визнаним є підхід, що бізнес-ангели – індивідуальні інвестори, які здійснюють венчурне інвестування на ранніх етапах розвитку стартапу, їх важливою мотивацією є інтерес до конкретної інновації та впевненість у результатах її комерціалізації, при цьому основна мета – значне зростання вартості венчурного капіталу. Бізнес-ангели матеріально незалежні та інвестують власні кошти; здійснюють як матеріальну, так і нематеріальну підтримку проектів на різних етапах їх реалізації; вони можуть діяти самостійно або у складі певних об'єднань.

4. Інституційні інвестори – це суб'єкти венчурного інвестування, які на професійних засадах від свого імені надають послуги щодо можливості реалізації венчурних інвестицій на етапі переддоговірних відносин між інвесторами та товариствами-реципієнтами (стартапами), частки (акції) в статутному капіталі яких є об'єктом інвестування, та безпосередньо здійснюють

інвестиційну діяльність в них по вкладенню майна, майнових прав та інших цінностей, що передані їм індивідуальними інвесторами, на договірних засадах, у разі досягнення консенсусу.

5. Учасники інвестиційної діяльності віднесені до венчурної інвестиційної діяльності на умовах, що вони безпосередньо сприяють процесу вкладення інвестицій в об'єкт інвестування або процесу реалізації інвестицій, надають послуги, спрямовані на забезпечення кінцевого результату венчурного інвестування – отримання високого прибутку від комерціалізації діяльності інноваційних стартапів, однак безпосередньо не визнаються стороною венчурного інвестування інноваційної діяльності.

6. В Україні правове регулювання правового становища суб'єктів та правового режиму об'єктів венчурного інвестування інноваційних відносин будується, не спираючись ані на відповідну світову практику, що відповідала б на глобальні виклики інноваційного розвитку, ані на відповідну економічну основу реальних транзакцій. Венчурні фонди можуть інвестувати у будь-які об'єкти або не інвестувати кошти взагалі, використовуючи венчурні інвестиційні фонди лише як організаційно-правову форму, без відповідності сутності венчурного інвестування. Тому, враховуючи положення Закону України «Про інститути спільного інвестування», досить складно розглядати питання можливості визнання за венчурним фондом як ІСІ статусу учасника відносин венчурного інвестування.

7. Венчурний фонд не є організаційно-правовою формою юридичної особи, його варто розуміти як вид діяльності, яка може бути здійснена у доволі широкому колі організаційно-правових форм юридичних осіб – обмеженого партнерства (LP), ТОВ (LLC), партнерства з обмеженою відповідальністю (LLP).

8. Реципієнт венчурних інвестицій (стартап) – це суб'єкт інвестиційної діяльності, власник або володілець об'єкту венчурного інвестування, який, в обмін на частки (акції) у статутному капіталі, одержав від інвестора майно, майнові права й інші цінності у власність чи у користування і використовує їх у

своїй підприємницькій діяльності або в спільній підприємницькій діяльності з інвестором.

9. Ознаками стартапу, що характеризують його як учасника відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності є: 1) новостворене товариство; 2) інноваційна спрямованість його діяльності; 3) значний ринковий потенціал; 4) високий ризик діяльності у сфері інновацій.

10. З огляду структуру керуючої компанії в США та Великій Британії, що діє в інтересах партнерства як його представник, укладаючи договори, що зв'язують всіх інших учасників, визначення особливостей діяльності та специфіку правового становища КУА ІСІ доцільно характеризувати її правове становище суб'єкта відносин з корпоративного управління, а не як суб'єкта венчурного інвестування.

11. Цивільно-правове регулювання має значення для венчурних інвесторів на рівні забезпечення та реалізації змісту їхніх договорів про венчурне інвестування інноваційної діяльності. Одним зі способів забезпечення необхідного результату з урахуванням поточної ситуації та відсутності аналогу LP, вважаємо, є практична правова можливість особливих контрольних прав венчурних інвесторів та захисту через організаційно-правові форми структуризації управління реципієнтом для цілей венчурного договору в контексті світової моделі.

12. Аналіз ключових особливостей законодавства США та Великої Британії щодо стартапів дозволяє акцентувати увагу на важливості впливу корпоративного законодавства вказаних правопорядків на сферу укладення інвестиційних договорів у сфері інновацій. На сьогодні законодавство України, закріплюючи суб'єктний склад відносин у сфері інновацій, містить лише загальні підходи до його розуміння, вказуючи на коло осіб, які можуть брати у них участь, пов'язуючи це виключно з реалізацією інноваційних проектів. Проте специфіка світового досвіду вказує, що для ведення венчурного інвестування інноваційної діяльності мають бути чітко встановлені організаційно-правові форми суб'єктів,

які б дозволили побудувати систему нормативного регулювання такої діяльності та сферу її застосування.

13. Серед існуючих на сьогодні у правовій дійсності України організаційно-правових форм юридичних осіб, з урахуванням того, що венчурне підприємництво здійснюється з метою отримання прибутку, світовим тенденціям відповідають лише АТ та ТОВ. Однак, наявність спеціального законодавства (Закону України «Про інститути спільного інвестування»), яким передбачається конструкція ВФ, не відповідає її застосуванню у практиці ЄС та США (як світових лідерах венчурної індустрії).

14. Об'єктом венчурного інвестування є частка (акції) товариства-реципієнта разом зі всіма технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління, та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які складають його унікальність.

РОЗДІЛ 3

ЦИВІЛЬНО-ПРАВОВИЙ ЗАХИСТ ПРАВ СУБ'ЄКТІВ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТИВАННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

3.1. Форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності

Дотримуючись позиції, що венчурне інвестування інноваційної діяльності є однією з форм корпоративного інвестування, постає низка питань, пов'язаних із захистом прав учасників відповідних правових зв'язків. Зауважимо, що незважаючи на значну кількість наукових праць у сфері захисту корпоративних прав, для цивілістичної науки залишається актуальним питання створення цілісної концепції захисту прав учасників венчурного інвестування в Україні, вдосконалення чинного законодавства з огляду на їх специфіку та особливості такого захисту.

Сильний інститут захисту прав учасників відносин венчурного інвестування з метою залучення приватних інвестицій цілком корелює з економічними потребами сьогодення. Тому процеси створення умов та способів захисту порушених (оспорюваних) прав вказаних осіб мають бути спрямовані на відображення реальної практики ринку венчурного капіталу, а не мати декларативний характер. Застосування механізмів захисту прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності, закріплене на рівні законодавства, сприятиме підвищенню рівня довіри, а отже й збільшенню потоку венчурних інвестицій.

Зазначене свідчить про необхідність системного підходу у дослідженні цивільно-правового захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності з урахуванням останніх змін у законодавстві, що відображається у прагненні України залучити якомога більше венчурних інвестицій в українську економіку відбудови. Держава має запропонувати

інвесторам ефективне правове середовище захисту їх корпоративних прав та інтересів.

З огляду на специфіку відносин та характер зв'язків у сфері венчурного інвестування, вважаємо, що захист прав суб'єктів відповідних відносин є елементом механізму цивільно-правового правового захисту, а саме – сукупність взаємопов'язаних правових засобів, способів і форм, за допомогою яких поведінка учасників венчурного інвестування, їх контрагентів та органів державної влади приводиться у відповідність до вимог і дозволів, що містяться у законодавчих нормах, і тим самим забезпечується захист законних прав учасників таких відносин [125, с. 109].

При цьому важливо тримати у фокусі правові інструменти захисту прав, сформовані у практиці загального права (переважно Велика Британія¹) щодо правочинів у сфері венчурного інвестування, щоб визначити оптимальну систему правових засобів, способів, форм національного права, за допомогою яких здійснюється ефективний захист прав учасників досліджуваних відносин. Питання полягає не в безпосередній імплементації іноземних правових інститутів, а у розумінні потреб практики, що породжує появу того чи іншого способу чи форми захисту.

В юриспруденції зауважено, що захист суб'єктивних інвестиційних прав і охоронюваних інтересів здійснюється в передбаченому законом порядку, тобто шляхом застосування належної форми, засобів та способів захисту [153, с. 251]. Однак, оперуючи поняттями «способи захисту», «засоби захисту», «форми захисту» для розуміння змісту «захист прав», необхідно побудувати єдину модель співвідношення цих понять. Поряд з відсутністю в законодавстві визначення «захист права», неоднозначністю доктринальних підходів, національне законодавство не містить й поняття «форма захисту», навіть не оперує таким терміном, підмінюючи або використовуючи категорії «порядок захисту», «способи захисту». Варто погодитися з твердженням, що «засоби»,

¹ Так, за твердженням Ю. М. Жорнокуя саме Велика Британія займає друге місце у світі, а відповідно перше у Європі, відповідно до критеріїв успішного формування і функціонування ринку венчурного капіталу [40, с. 13].

«способи» та «форми» захисту є не тотожними поняттями, всі вони входять до системи захисту прав, є його ключовими елементами, але несуть різне смислове навантаження та мають різний зміст [3, с. 7].

Якщо взяти до уваги, наприклад, тлумачення сутності поняття «форми захисту», то його розуміють як: 1) механізм реалізації охоронних норм цивільного права за допомогою використання певних засобів і способів захисту цивільних прав або дії, засновані на нормі права або договорі, що протікає або у рамках правової процедури або без неї, спрямовані на попередження, припинення порушення прав і їх відновлення, здійснювані спеціальним юрисдикційним органом або самим правовласником [4, с. 199]; 2) встановлену законом чи договором процедуру, яка, за допомогою способів і засобів захисту прав, забезпечує ефективне попередження правопорушення, відновлювання (визнання) порушених (оспорюваних) прав і законних інтересів інвесторів [143, с. 34]; 3) встановлену в законі чи договорі процедурну або процесуальну складову відносин учасників такого спору, яка забезпечує оперативне та ефективне вирішення інвестиційного конфлікту [49, с. 123].

Виходячи з наведених позицій, варто підсумувати, що у науковій літературі форма захисту прав розглядається як: 1) організаційні заходи щодо захисту суб'єктивних прав; 2) порядок, в якому уповноважений орган здійснює захист; 3) механізм реалізації охоронних норм; дії, засновані на нормі права або договорі. Однак, слід враховувати особливості інвестиційних спорів у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності, з огляду на саму неоднорідність досліджуваних відносин. Виходячи з їх особливостей, вважаємо за доцільне взяти за основу розгляд форм захисту як закріплених охоронною нормою закону або договору допустимих дій, спрямованих на попередження, припинення порушення прав, а також на їх відновлення.

Отже, форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності є елементом цивільно-правового механізму захисту прав, складовими якого є діяльність держави, її уповноважених органів і самої особи (як учасника венчурних корпоративних відносин) щодо створення юридичних умов, які

сприяють недопущенню зупинки процесу здійснення права (створення перешкод для цього), а в разі виникнення перепон, для відповідного здійснення, – його відновлення.

Інше питання, що виникає з огляду на наведені визначення – захист прав і законних інтересів інвесторів залежить не лише від закріплення в законодавстві можливості їх захисту, а й від того, яким чином буде реалізовано відповідний механізм захисту. Так, помилка у виборі форми захисту прав інвесторів може зумовити втрату часу через неможливість попередження правопорушення, або відновлення порушених прав інвесторів, що в умовах високої конкуренції інноваційного ринку, може бути фактором неефективності розміщення та використання таких інвестицій. Наявність законодавчої невизначеності щодо форм захисту прав ставить перед учасниками відносин венчурного інвестування питання щодо ефективності та доцільності використання тієї або іншої форми захисту.

Проблемним залишається й питання класифікації форм захисту прав учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності. Це пов'язано з: 1) специфікою інвестиційного та інноваційного законодавства, оскільки основна маса правопорушень, у сфері цій сфері, зводиться до виникнення внутрішніх корпоративних конфліктів (їх комерційно краще вирішувати на внутрішньому рівні, ніж звертатися до компетентного органу, що, у свою чергу, обмежує вибір форм захисту); 2) законодавство України про інвестиційну діяльність не відповідає реаліям венчурних інвестицій на ринку інноваційних технологій, адже не враховує більшості способів захисту прав, які мають місце у правозастосовній практиці України, а також зарубіжного досвіду.

Тому слід погодитися з твердженням про те, що в умовах кризової економіки, яка характеризується, до того ж, неусталеністю ані правового регулювання, ані підприємницької практики у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності, слід чітко визначати форми захисту суб'єктивних цивільних прав, у т. ч. й прав суб'єктів інвестиційних корпоративних відносин, а також імплементувати до чинного законодавства положення, які не лише дадуть

можливість звертатися до суду за вирішенням спору, а також забезпечать дієвість застосування приватноправових механізмів та форм вирішення комерційних спорів [73, с. 144], про що далі мова йтиме у контексті розгляду юрисдикційної та неюрисдикційної форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

3.1.1. Юрисдикційна форма захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

У доктрині цивільного права сформувався усталений підхід, що залежно від суб'єкта, який здійснює захист, форми захисту цивільних прав варто класифікувати на юрисдикційну¹ та неюрисдикційну². В розвиток такого доктринального підходу, Д. М. Притика наголошує, що: 1) кожна із форм захисту може використовувати один чи декілька способів захисту (підстави та порядок використання кожної із зазначених форм та способів захисту встановлюється законодавством чи за домовленістю сторін); 2) функція захисту економічних прав здійснюється у передбаченій законом процесуальній формі [94, с. 69].

Форма захисту суб'єктивного права щодо процесуального аспекту захисту – порядок, в якому той чи інший уповноважений орган (суб'єкт) здійснює захист як особливий вид правомірної діяльності [3, с. 7]. Так, юрисдикційна форма захисту цивільних прав передбачає, що уповноважений орган вирішить спір шляхом винесення обов'язкового для сторін рішення. Відповідна система є сукупністю органів, які вправі приймати юридично значимі акти, метою яких є вирішення правового конфлікту та усунення правової

¹ Так, О. О. Кот вказує, що до юрисдикційних слід відносити форми захисту, які побудовані на зверненні управомоченого суб'єкта до державного чи громадського органу, який наділено певною компетенцією щодо управомоченого суб'єкта та особи, яка, на думку останнього, порушує його право. Вочевидь, юрисдикційним формам захисту прав притаманний і обов'язковий характер рішення, що виноситься зазначеним органом по суті звернення [61, с. 70].

² Варто брати до уваги й неюрисдикційну форму захисту, яка охоплює дії громадян та організацій у захисті прав, що здійснюються ними самостійно без звернення до компетентних державних органів. У ЦК України вказані дії, об'єднані в поняття самозахисту цивільних прав, що розглядається як один із способів захисту цивільних прав [144, с. 75].

невизначеності у взаємовідносинах між учасниками конкретних правових зв'язків. Акти, що приймаються відповідними органами, мають публічну значимість, оскільки спираються на публічні механізми, які забезпечують їх виконання.

Виходячи з положень ЦК України можна окреслити лише загальний підхід – порядок захисту прав суб'єктів венчурного інвестування може здійснюватися через такі форми захисту цивільних прав та інтересів: 1) судову (судом); 2) адміністративну (Президентом України, державними органами та органами місцевого самоврядування, нотаріусом) та 3) самозахист.

Статтею 16 ЦК України передбачено, що кожна особа має право звернутися до суду за захистом свого особистого немайнового або майнового права та інтересу. Суд може захистити цивільне право або інтерес іншим способом, що встановлений договором або законом чи судом у визначених законом випадках [146]. Розглядаючи юрисдикційну форму в межах ЦК України права та інтереси суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності захищаються судом, органами державної влади, органами місцевого самоврядування, нотаріусом в порядку, встановленому законом або договором. Тому доцільно виокремити такі форми захисту прав учасників досліджуваних відносин в рамках юрисдикційної форми захисту як адміністративна і судова.

Безумовно, позитивним є розуміння законодавця щодо цілісного підходу захисту прав інвесторів. Так, відповідно до ст. 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність» захист інвестицій – це комплекс організаційних, технічних та правових заходів, спрямованих на створення умов, які сприяють збереженню інвестицій, досягненню цілі внесення інвестицій, ефективній діяльності об'єктів інвестування та реінвестування, захисту законних прав та інтересів інвесторів, у тому числі права на отримання прибутку (доходу) від інвестицій [99]. Проте виникає питання деталізації цих заходів, а відповідно форм, що можуть бути реалізовані на виконання вимог законодавства. Так, згідно з ч. 3 ст. 19 цього Закону спори, що виникають у результаті здійснення

інвестиційної діяльності, розглядаються, відповідно, судом або третейським судом.

Так. Зауважено, що юрисдикційна судова форма відображає і гарантує передбачені законом механізми захисту прав інвесторів (захист корпоративних прав, ліквідаційні процедури (добровільна ліквідація (*voluntary winding up*), банкрутство)) [179, с. 362]. Ці механізми впливають на характер юридичних зобов'язань, які (сторони договору) мають одна перед одною, а також на те, як суди інтерпретують та забезпечують виконання цих зобов'язань ... [196, с. 750].

З урахуванням правочинів, що реально укладаються на ринку венчурного інвестування, венчурні інвестори навряд чи розглядатимуть судовий захист (звичайно за винятком істотного порушення їх прав) як основну форму захисту їх прав, проте безперечно система судового захисту має вплив на формування договірних положень та ковенантів¹ захисту їх інвестицій. Як свідчить світова практика, вони першочергово звертатимуть увагу на різні механізми, передбачені в інвестиційному договорі, покликані допомогти їм у ситуації неналежного виконання зобов'язань, і, де це доречно, намагатимуться здійснити відповідні зміни в корпоративному управлінні, а саме через особливий механізм *powerful control rights* – механізм корпоративного контролю та управління, притаманний відносинам венчурного інвестування.

Гарантії судового захисту мають важливе значення, але вони забезпечують дуже обмежений правовий захист в контексті підприємницького ризику, що має місце в досліджуваних відносинах, оскільки існує низка причин, чому венчурний інвестор, швидше за все, вирішить не подавати позов, навіть якщо існує обґрунтована потенційна претензія щодо захисту його прав.

Для прикладу, корпоративний конфлікт між інвестором та посадовою особою (менеджером) товариства: у ситуації з низькою ефективністю роботи відповідний менеджер може бути дуже цінним з позиції загальних цілей реалізації конкретного інвестиційного проекту (або частиною найкращої

¹ Поняття договірних «ковенантів» відповідно до англійського права детально розглядається у наступному підрозділі 3.2.

команди), яка здатна повернути інвестиції. У такій ситуації пред'явлення позову проти такого менеджера або управлінської команди може стати істотним стримуючим фактором і, як наслідок, мати негативний вплив на теперішні та майбутні перспективи самого інвестиційного проекту. Інвестори, які вкладають капітал, мають бути впевнені, що вони отримають прибуток з цього капіталу [196, с. 750]. Отже, стабільна правова інфраструктура забезпечує впевненість щодо захисту не лише окремих прав, а цілісного концепту розміщення венчурного капіталу – ефективність правової реалізації інвестиції напряму залежить від прав, якими користуються інвестори відповідно до їх частки, та наявного механізму виконання зобов'язання, наданого цим правом.

Зважаючи на недостатню увагу законодавця та фрагментарне врегулювання інституту венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні, варто звернути увагу на загальний підхід до юрисдикційної форми захисту цивільних прав, що буде основою для розгляду конкретних специфічних рис щодо вирішення окресленої проблематики.

Так, юрисдикційна форма захисту цивільних прав суб'єктів венчурного інвестування включає порядок захисту господарськими судами та здійснення відповідних дій у межах визначених законодавством повноважень органом державної влади¹, що регулює відносини у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності – мова йде про НКЦПФР. Так, відповідно до Указу Президента України «Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку» на НКЦПФР покладено завдання щодо захисту прав інвесторів шляхом здійснення заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів та законодавства про акціонерні товариства, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень [103].

¹ В науковій літературі до органів, які можуть забезпечити захист корпоративних прав відносять Верховну Раду України, Президента України, Кабінет Міністрів України, Національний банк України, Антимонопольний комітет України, Фонд державного майна України, Державну фіскальну службу України, державних реєстраторів тощо. Однак перелічені структури в основному створюють певні юридичні, а подекуди і політичні чи економічні передумови для попередження порушення прав, причому забезпечення це в більшій мірі полягає у нормотворчій діяльності, або ж захист прав відбувається опосередковано внаслідок реалізації функцій, що мають відношення до прав інших, ніж корпоративні.

Діяльність із забезпечення дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог законодавства про цінні папери, захисту прав учасників ринку цінних паперів забезпечується Правилами розгляду справ про порушення вимог законодавства про ринки капіталу та організовані товарні ринки, застосування санкцій або інших заходів впливу, затвердженими Рішенням НКЦПФР 28.08.2020 р. № 405 [93]. Велика кількість скарг про порушення прав інвесторів, які надходять не лише до НКЦПФР, але й до правоохоронних органів, народних депутатів та Президента України, свідчать про низьку довіру учасників венчурного інвестування до судової системи, невпевненість в швидкому та справедливому розгляді справи.

Проте, інші органи влади загалом не розглядаються науковцями як суб'єкти захисту корпоративних прав, оскільки не здатні встановлювати правопорушення та застосовувати відповідні санкції [56, с. 111–123]. На наш погляд, така ситуація зумовлена недостатністю наукових праць з цих питань, хоча варто погодитися з тим, що більшість органів є саме суб'єктами адміністративно-правової протидії (попередження) порушенням корпоративних прав, а не суб'єктами захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

На думку О. М. Вінник вирішення конфлікту компетентними державними органами в межах наданих їм повноважень застосовується в разі, якщо корпоративний конфлікт зачіпає публічні інтереси (на ринку цінних паперів: наприклад, щодо проведеного з порушенням установлених вимог розміщення додаткових акцій, у результаті якого зменшуються частки окремих чи навіть багатьох акціонерів у статутному капіталі АТ; у сфері економічної конкуренції, зокрема щодо набуття одним акціонером без отримання попереднього дозволу Антимонопольного комітету чи Кабінету Міністрів України значного за розмірами пакета акцій, що призводить до кваліфікованої економічної концентрації), захист яких потребує оперативного втручання держави з метою попередження чи зменшення негативних наслідків таких конфліктів [10, с. 369]. Однак, варто погодитися з твердженням про те, що державні органи наділені

достатнім інструментарієм для захисту прав учасників господарських товариств як без звернення до суду, так і за допомогою судового захисту. Зазвичай захист корпоративних прав органами державної влади є більш оперативним, ніж судовий, але при цьому рішення адміністративні органи приймають лише у чітко визначених законодавством випадках [56, с. 123].

Щодо захисту прав суб'єктів венчурного інвестування судами, то слід зауважити, що інвестиційні спори в Україні вирішуються в адміністративних та господарських судах, при цьому відповідний процес не позбавлений нюансів. Практика показує, що у інвесторів низький рівень довіри до національних судів¹.

Так, право на звернення такого суб'єкта за захистом свого порушеного корпоративного права або охоронюваного інтересу передбачено ст. 4 ГПК України, якою декларується право на звернення до господарського суду за захистом своїх порушених, невизнаних або оспорюваних прав та законних інтересів – юридичним особам, фізичним особам-підприємцям, фізичним особам, які не є підприємцями, державним органам, органам місцевого самоврядування [16].

Цікавими, на нашу думку, є висновки О. Г. Хрімлі щодо визначення сутності поняття «судовий захист прав інвесторів», а саме погоджуємося з тим, що в процесі господарсько-судової форми захисту суб'єктивних прав не лише розглядається конкретний господарський спір, а й здійснюється вплив на господарську діяльність підприємців, що є сторонами спору, у цілому [143, с. 186]. І, у цьому контексті, варто вести мову про загальний та спеціальний порядки у межах форми захисту. В рамках судової форми захисту корпоративних прав венчурних інвесторів відбувається захист у загальному порядку у формі позовного провадження. В рамках адміністративної форми захисту – у

¹ Так, відповідно до Індексу інвестиційної привабливості за перше півріччя 2021 року, підготованого Європейською бізнес асоціацією, 90% опитаних інвесторів вважають судову систему в Україні слабкою. Очевидно, що в першу чергу інвесторів лякає перевантаженість українських судів, через що судам банально бракує часу розібратися як в деталях справи, так і нормативно-правовому регулюванні спірних правовідносин [52].

спеціальному порядку, визначеному процедурними нормами матеріального права. При цьому обрання форми захисту буде залежати як від суб'єкта звернення за захистом, так і від об'єкта захисту і матеріально-правової вимоги. Лише сукупно такі складові захисту дозволяють вести мову про форми захисту корпоративних прав.

Загальний порядок захисту містить процесуальний порядок, що здійснюється виключно господарськими судами із застосуванням позовного провадження, адже законодавець чітко визначив виключну підвідомчість корпоративних спорів господарським судам, незважаючи на суб'єктний та предметний критерій, віддавши перевагу імперативній нормі закону. Так, відповідно до ст. 20 ГПК України до юрисдикції господарських судів віднесені: 1) справи у спорах, що виникають з корпоративних відносин, в тому числі у спорах між учасниками (засновниками, акціонерами, членами) юридичної особи або між юридичною особою та її учасником (засновником, акціонером, членом), у тому числі учасником, який вибув, пов'язані зі створенням, діяльністю, управлінням або припиненням діяльності такої юридичної особи, крім трудових спорів; 2) справи у спорах, що виникають з правочинів щодо акцій, часток, паїв, інших корпоративних прав в юридичній особі, крім правочинів у сімейних та спадкових правовідносинах; 3) справи у спорах між юридичною особою та її посадовою особою (у тому числі посадовою особою, повноваження якої припинені) про відшкодування збитків, заподіяних юридичній особі діями (бездіяльністю) такої посадової особи, за позовом власника (учасника, акціонера) такої юридичної особи, поданим в її інтересах [16].

Дійсно, спори у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності є багатогранними та можуть виникати з різних підстав, а кожен окремий випадок – унікальний, тому й підхід до кожної справи має бути індивідуальним. Проте комплексний характер корпоративних правовідносин венчурного інвестування обумовлений економічними, фінансовими, управлінськими, організаційними та іншими ознаками, дозволяє вести мову про особливості способів захисту корпоративних прав та інтересів, що зумовлює й специфіку юрисдикційної

форми захисту. Однак, слід застерегти, що виключно цивільно-правові норми не можуть забезпечити ефективний захист корпоративних прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності, а тому судовий захист цих прав є комплексним механізмом, що варто розглянути в площині і процесуального (процедурного) механізму, який потребує удосконалення. Проте, це питання виходить за межі розгляду нашого дослідження, але безперечно потребує нагального вирішення у контексті розпочатих судових реформ.

З огляду на специфіку відносин та характер зв'язків у сфері венчурного інвестування, вважаємо, що юрисдикційна форма захисту прав суб'єктів цих відносин є елементом механізму цивільно-правового правового захисту, а саме – сукупністю взаємопов'язаних правових засобів та способів, за допомогою яких поведінка учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, їх контрагентів та державних органів приводиться у відповідність до вимог і дозволів, що містяться у нормах права, і тим самим забезпечується захист законних прав суб'єктів цих відносин.

Так, під спеціальним порядком захисту корпоративних прав розуміють адміністративний порядок, що здійснюється у процедурному порядку шляхом звернення до вищого органу чи посадової особи. Адміністративний порядок у межах юрисдикційної форми захисту характеризується тим, що конфлікт вирішується органом, який не є учасником спірного правовідношення, але пов'язаний з одним або декількома учасниками спірного правовідношення відповідними правовими організаційними відносинами [3, с. 8].

І хоча важко не погодитися з тим, що національне законодавство потребує внесення змін для ефективного застосування судової форми захисту прав учасників венчурного інвестування (наприклад, покращення в частині застосування забезпечення позову, від чого страждає виконання рішень) проте це та більшість питань адресованих до господарського судочинства, можна вирішити і без докорінних змін законодавства та створення судів, а саме завдяки

адаптації договірних механізмів, запропонованих у світовій практиці укладення правочинів з венчурними інвестиціями.

З урахуванням вказаного, можна стверджувати, що юрисдикційна форма захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності є елементом цивільно-правового механізму захисту прав, складовими якого слід визнавати діяльність держави та її уповноважених органів щодо створення юридичних умов, які сприяють недопущенню зупинки процесу здійснення прав суб'єктом венчурних корпоративних відносин, а в разі такої – їх відновлення, як в межах судового розгляду, так і передбачених алгоритмів діяльності спеціально-уповноважених на те органів.

Враховуючи проведений аналіз слід звернути увагу на необхідність системного підходу у дослідженні цивільно-правового захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності з урахуванням останніх змін у законодавстві, особливо в контексті прагнення України залучити якомога більше венчурних інвестицій в українську економіку відбудови. Держава має запропонувати інвесторам ефективне правове середовище, а отже передбачені та зрозумілі законом механізми захисту прав інвесторів (захист корпоративних прав, ліквідаційні процедури, процедура банкрутства тощо).

3.1.2. Неюрисдикційна форма захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Враховуючи, що застосування юрисдикційної форми захисту суб'єктивних прав та законних інтересів учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, не завжди є результативним, не виключається можливість самотійних активних дій з боку осіб, чиї такі права та інтереси порушуються, тобто пошук альтернативних форм та способів захисту. При цьому, варто підтримати позицію Р. О. Стефанчука щодо того, що важливим при розумінні категорії «захист» є гармонійне поєднання його статичного стану, як

сукупності правових засобів, так і його динаміки, тобто як конкретної діяльності по захисту відповідного суб'єктивного цивільного права [132, с. 265].

Так, відповідно до ч. 5 ст. 55 Конституції України кожен має право будь-якими не забороненими законом засобами захищати свої права і свободи від порушень і протиправних посягань. Вказана конституційна норма отримала своє закріплення і в цивільному законодавстві, а саме у главі 3 ЦК України, яка передбачає можливість захисту суб'єктивних цивільних прав не лише шляхом звернення до компетентного органу (юрисдикційна форма захисту), але й особою самотійно, застосовуючи способи самозахисту, тобто захист прав відбувається в рамках самого матеріального правовідношення та здійснюється безпосередньо його учасниками.

Одним із завдань цього розділу дисертаційного дослідження є визначення можливості та доцільності розширення практики застосування альтернативних способів вирішення корпоративних спорів. При цьому зазначимо, що зв'язок юрисдикційної та неюрисдикційної форм захисту між собою проявляється у тому, що, альтернативні форми є по відношенню до правосуддя допоміжними. Варто підтримати О. А. Беяневич у тому, що говорити про те, що неюрисдикційна форма захисту порівняно із юрисдикційною є «другорядною», «неповноцінною» і може нехтуватися правозастосувачем, або про пріоритетність юрисдикційної форми тощо немає жодних підстав. Тим більше, що відповідно до закону (ст. 20 ЦК України) право на захист особа здійснює на свій розсуд [1, с. 63].

На думку Ю. М. Жорнокуя, учасники конфліктних ситуацій все більше зацікавлені у самотійному врегулюванні суперечностей. До погоджувального порядку в рамках неюрисдикційної форми захисту відносять способи вирішення корпоративних конфліктів, що є альтернативними судовому розгляду, наприклад, медіація, посередництво і корпоративний порядок їх врегулювання [41, с. 269–270]. При цьому варто зауважити, що перевагою альтернативних способів вирішення корпоративних спорів порівняно із традиційними є не тільки суттєва економія часу і коштів, витрачених на

вирішення конфлікту, а й що найголовніше – вироблення такого рішення, яке для конфліктуючих сторін буде справедливим і прийнятним [14, с. 193].

Неюрисдикційна форма захисту є сукупністю дій (заходів) уповноваженої особи з відновлення (підтвердження) порушеного (оспорюваного) права без звернення за захистом цього права до компетентних державних і судових органів та організацій. Захист права в неюрисдикційній формі містить відновлення (підтвердження) порушеного (або оскарженого) суб'єктивного права, здійснюється самостійними діями осіб. Стверджується, що основним різновидом неюрисдикційної форми захисту є самозахист [143, с. 24].

На сьогодні визначення поняття самозахисту введено законодавцем разом з прийняттям ЦК України. Так, відповідно до ст. 19 цього Кодексу особа має право на самозахист свого цивільного права та права іншої особи від порушень і протиправних посягань [146]. Сутність самозахисту полягає у застосуванні особою засобів протидії, які не заборонені законом та не суперечать моральним засадам суспільства. Способи самозахисту можуть *обиратися самою особою чи встановлюватися договором або актами цивільного законодавства* та мають відповідати змісту права, яке порушено, характеру дій, якими його порушено, а також наслідкам, що завдані цим порушенням (виділено мною. – Г. С.).

У цивілістиці переважну підтримку отримав підхід, за яким під самозахистом розуміються власні дії щодо захисту порушеного права без звернення до суду або інших державних органів¹. Однак, варто враховувати, що самозахист може бути опосередкований, за допомогою довірених осіб, наприклад, у корпоративних правовідносинах при голосуванні на загальних зборах господарського товариства за довіреністю, та за допомогою інших недержавних органів (або керівних органів господарського товариства).

Розглядаючи відносини венчурного інвестування інноваційної діяльності як різновиду корпоративних (форма корпоративного інвестування), то самозахист корпоративних прав відбувається шляхом реалізації наданих

¹ Огляд точок зору з цього питання див.: Киричок А. В. Форми захисту прав учасників господарських товариств [56, с. 127–128].

учасникам законодавством та внутрішніми актами товариства можливостей по забезпеченню своїх прав без звернення до суду чи інших компетентних державних органів. В корпоративних правовідносинах, на відміну від інших правових зв'язків, ця форма відіграє значну роль в захисті прав, що безпосередньо впливає з особливостей таких правовідносин, корпоративного управління та організації діяльності господарських товариств [47, с. 80; 56, с. 107–122]. З огляду на такий підхід деякі науковці ототожнюють самозахист і неюрисдикційну форму, визнаючи самозахист єдиною можливістю реалізації неюрисдикційної форми захисту [2, с. 46]. Проте, на наш погляд, така думка потребує детальнішого дослідження, адже з огляду на недосконалість неюрисдикційних форм захисту прав суб'єктів венчурного інвестування, важливе значення у цій сфері набуває договірна форма, яка може містити особливі способи захисту прав учасників такого інвестування, що використовуються в порядку і на підставі домовленості сторін.

Актуальною залишається позиція В. М. Махінчука, який звертав увагу, що в умовах кризової економіки, що характеризується, до того ж, неусталеністю ані правового регулювання, ані комерційної практики, слід більш чітко визначати форми захисту суб'єктивних цивільних прав, у тому числі й прав суб'єктів підприємницьких відносин, а також імплементувати до чинного законодавства положення, які не лише дадуть підприємцям можливість звертатися до суду за вирішенням спору між ними, а також забезпечать дієвість застосування приватноправових механізмів та форм вирішення комерційних спорів» [73, с. 144].

Існує точка зору, що потреба у захисті цивільних прав виникає лише у зв'язку з порушенням цих прав або зловживанням ними, невиконанням юридичних обов'язків, виникненням між сторонами спору про наявність прав і обов'язків тощо. Тобто механізм реалізації правового захисту включається у сферу правового регулювання тоді, коли необхідно усунути перешкоди, які виникають на шляху здійснення суб'єктивних прав і охоронюваних законом інтересів [50, с. 231]. Однак, вказаний підхід є дискусійним, оскільки важливим

завданням законодавчого регулювання інвестиційної діяльності є досягнення балансу інтересів між венчурними інвесторами з однієї сторони, та, іншими учасниками (акціонерами) цих відносин, до яких, наприклад, належать КУА та власники інноваційних стартапів, – з іншої. Відповідний баланс досягається, поміж іншого, шляхом створення таких передумов їх діяльності, які б зменшили імовірність неможливості виконання своїх зобов'язань.

Наявність ефективного інституту захисту прав та інтересів учасників досліджуваних відносин не може бути обмежено лише фактом ефективного реагування на порушене право, адже фінансові втрати від цього можуть мати критичні наслідки для таких інвестицій. Тому, аналізуючи цивілістичні наукові підходи щодо визначення захисту прав суб'єктів венчурного інвестування виникає потреба розширення розуміння категорії «захисту» за рахунок надання учасникам такого інвестування можливості захисту не лише в разі порушення, невизнання чи оспорування їхніх прав, а також й тоді, коли є реальна загроза їх порушення. Тож, уникнути корпоративних конфліктів зовсім неможливо, однак, масштаби та фінансові втрати від таких конфліктів у сфері венчурного інвестування залежать від вчасної їх діагностики та вжиття превентивних заходів через низку інструментів корпоративного та договірної права [30, с. 352–375]. Наприклад, класична модель венчурного інвестування з використання форми партнерства з обмеженою відповідальністю функціонує як ефективна відповідь загального права на зменшення агентських витрат (*agency costs*) як фінансової передумови появи таких конфліктів [169, с. 618].

Зважаючи на особливу сутність та природу досліджуваних відносин, які поєднують економічні та правові зрізи, вважаємо доцільним уточнення суті поняття «агентські витрати». Конфлікт інтересів учасників (акціонерів) корпорації та її посадових осіб (менеджерів) отримав назву «агентської проблеми», яка потенційно виникає завжди, коли менеджер володіє менше ніж 100% часток (акцій), та спричиняє агентські витрати. Термін «агентські витрати», як правило, означає дії, які сторони контракту можуть здійснювати у власних інтересах, але всупереч інтересам іншої сторони [129, с. 216]. Тобто, за

своєю суттю агентські витрати є витратами власника капіталу, які виникають внаслідок відокремлення функції власності від управління [59, с. 235–243]. Значна частина діяльності ВФ пов'язана саме з агентськими витратами.

Ознайомлення з публікаціями щодо конфліктності відносин венчурного інвестування свідчить, що агентські витрати та інформаційна асиметрія відіграють центральну роль у формуванні контрактів [171, с. 265]. Якби агентських проблем не існувало, то більшість деталей у інвестиційних контрактах були б неістотними. Так, важливим аспектом цивільно-правового регулювання венчурного інвестування є інвестиційні договори як основний механізм, за допомогою якого можна зменшити відповідні витрати, що виникають при переході прав власності та внаслідок необхідності їх захисту. При цьому варто взяти до уваги той факт, що з точки зору інституту захисту інвесторів, емпіричні дослідження показують ключові відмінності між договорами у британському та американському права, які можна зрозуміти саме як реакцію можливостей національного права у відповідь на агентські проблеми, притаманні інвестиційним відносинам та можливості застосування механізмів самозахисту учасниками відносини венчурного інвестування.

Зазначене зумовлює актуальність дослідження національних складових захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності щодо забезпечення ефективності неюрисдикційної форми захисту прав в контексті особливої корпоративної структури цього інституту як відповідь на зменшення агентських витрат щодо реалізації договірної механізми здійснення таких прав.

В. В. Цюра вважає, що договірне оформлення інноваційної діяльності в Україні є одним із ключових елементів не лише сприяння розвитку інновацій та захисту інтелектуальної власності, але й для ефективної реалізації прав та інтересів сторін, зацікавлених осіб та держави, введення об'єктів інноваційної діяльності уже як об'єктів цивільних майнових і немайнових прав [149, с. 253]. Підтримуючи вказане, зауважимо, що права суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності, будучи суб'єктивними цивільними правами, охоплюються рамками корпоративних або зобов'язальних правовідносин, які

виникають із договорів венчурного інвестування. Вважаємо, що у такому зрізі пріоритет зумовлюється та має віддаватися особливостям договірному регулюванню венчурного інвестування у контексті захисту прав їх учасників при структуруванні відносин щодо ефективної реалізації венчурних інвестицій. Однак, відповідне договірне регулювання має бути спрямованим на забезпечення належного здійснення та захисту корпоративних прав учасників досліджуваних відносин.

Але перш ніж перейти до детального аналізу положень договорів слід зазначити, що договір венчурного інвестування інноваційної діяльності – це правочин, сторонами якого є венчурний інвестор, з однієї сторони, та інноваційний стартап, з іншої, як реципієнт такої інвестиції, щодо встановлення, зміни чи припинення інвестиційних правовідносин між ними. Оскільки венчурне інвестування – це інвестування в статутний капітал товариства, де інвестор набуває частку (акції) у ньому з подальшою її (їх) реалізацією з метою отримання високого доходу, що і визначає особливості цього інвестування та опосередковується через низку інших пов'язаних договорів, а саме щодо участі інвестора у статутному капіталі товариства-реципієнта венчурного інвестування та здійснення прав учасників інноваційного стартапу.

При цьому, зважаючи на економічну сутність відносин венчурного інвестування, договори щодо діяльності партнерств (ВФ, венчурних товариств), та правовідносини щодо діяльності КУА (розглянуті в попередньому розділі) також не є в повному розумінні венчурними, оскільки їх предметом не є частка (акції) у статутному капіталі товариства (що визначено в попередньому розділі як об'єкт венчурного інвестування інноваційної діяльності). Іншими словами, для реалізації інноваційного проекту, шляхом укладення та виконання відповідного договору, створюється суб'єкт венчурного інвестування – венчурний інвестор (що може створюватися у різних організаційно-правових формах відповідно до національних особливостей чи цілей інвестування), але не здійснюється саме інвестування, що є предметом розгляду цього дослідження. Ці договори регулюють відносини між інвесторами щодо можливості ефективного

здійснення венчурного інвестування, але не є венчурними через інший предмет договірних відносин.

В юридичній літературі звертається увага, що саме для конкретного проекту, об'єкту інвестування, саме інвестиційний договір стає його нормативною альфою та омегою, а не законодавчі приписи чи звичаї ділового обороту як такі, що регулюють або «зовнішні» аспекти інвестиційної діяльності або виключно головні засади і принципи її організації, що деталізується на договірному рівні [150, с. 28].

Проте, задля ефективної реалізації венчурних інвестицій за рахунок зростання вартості часток (акцій) у статутному капіталі інноваційного товариства, інвестор хоча і не бере безпосередню участь в управлінні стартапами, але попередньо має вирішити питання: 1) щодо відбору предмета інвестування; 2) шляхів підвищення вартості вкладеної інвестиції як збільшення цінності стартапу; 3) комерціалізації результатів діяльності інноваційної компанії та перспектива її масштабування з отриманням високого прибутку від продажу частки в статутному капіталі [165, с. 225]. Ці завдання, а також способи їх вирішення опосередковуються у конструкціях договорів венчурного інвестування інноваційної діяльності, що, на нашу думку, можуть здійснюватися за допомогою загальних положень договорів, передбачених цивільним законодавством України, а саме договору купівлі-продажу часток (акцій), що є формами фіксації корпоративних прав (при цьому договори, що опосередковують купівлю-продаж частки (акцій) інвестором, можуть розділяти роки), договір конвертованої позики та корпоративний договір [21, с. 84, 88; 23, с. 80; 34, с. 61–63; 115, с. 9, 47], договори щодо розпоряджання правами інтелектуальної власності¹.

Розвиваючи питання щодо використання в договорах венчурного інвестування механізмів правового регулювання з англійського права, варто приділити окрему увагу корпоративному договору у контексті неюрисдикційної

¹ Відповідні договори через специфіку свого об'єкту є предметом окремого вивчення та детально розглядаються в монографії О. В. Жилінкової [44].

форми захисту корпоративних прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності. Як механізм, який зарекомендував себе протягом багатьох років в іноземній практиці, такий договір може в майбутньому відігравати ключову роль у відносинах між інвесторами. Питаннями корпоративного договору, природи його походження, предмета, ознак, порівняння з іноземним правом та іншими особливостями, в рамках українського правознавства, займалися Е. М. Бондарев, Л. М. Дорошенко, Ю. М. Жорнокуй, М. М. Сигидин, Л. В. Сіщук, І. В. Спасибо-Фатєєва та інші.

У 2018 році набули чинності норми Закону України «Про товариства з обмеженою і додатковою відповідальністю», якими вперше в українському праві було закріплено поняття корпоративного договору та загальні вимоги до його змісту та форми. Для АТ норма щодо корпоративного договору знайшла своє застосування з ухваленням нової редакції Закону України «Про акціонерні товариства». Так, відповідно до ч. 1 ст. 29 Закону України «Про акціонерні товариства» корпоративний договір – договір, за яким акціонери товариства зобов’язуються реалізовувати свої права та повноваження певним чином або утримуватися від їх реалізації, вчиняється в письмовій формі; може бути оплатним або безоплатним, а додатковими його сторонами також можуть бути саме АТ та треті особи [95]. Аналогічні положення закріплені у ст. 7 Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю» щодо корпоративного договору між учасниками відповідних організаційно-правових форм товариств.

Актуальним залишається питання щодо можливості сторін корпоративного договору обрати право за умови дотримання положень Закону України «Про міжнародне приватне право» [102], ч. 1 ст. 5 якого визначає, що у випадках, передбачених законом, учасники (учасник) правовідносин можуть самостійно здійснювати вибір права, що підлягає застосуванню до змісту правових відносин. Зокрема, як передбачено ч. 2 ст. 46 цього Закону, сторони договору, за яким учасники (засновники, акціонери, члени) юридичної особи з іноземною участю зобов’язуються реалізовувати свої права та повноваження

щодо такої юридичної особи певним чином або утримуватися від їх реалізації (корпоративний договір), можуть обрати право, що є застосовним до такого корпоративного договору. Іншими словами, сторони такого договору можуть обрати право іноземної держави, яке регулюватиме відповідні відносини між ними, лише за умови наявності іноземного елемента, під яким варто розуміти ознаку, що характеризує приватноправові відносини та виявляється в одній або кількох із певних форм, зокрема хоча б один учасник правовідносин є громадянином України, який проживає за межами України, іноземцем, особою без громадянства або іноземною юридичною особою.

Тож виконання положень корпоративних договорів у сфері венчурного інвестування, що застосовуються американськими та англійськими юрисдикціями, в Україні є можливою лише у випадку, якщо венчурний фонд-нерезидент інвестуватиме в українське товариство-резидента, а в договорі венчурного інвестування сторони визначать, що застосуванню для вирішення спорів в міжнародному комерційному арбітражному суді підлягає матеріальне право США чи Великої Британії. При цьому слід зважати на те, що ч. 6 ст. 5 Закону України «Про міжнародне приватне право» закріплює обмеження – вибір права не здійснюють, якщо у правовідносинах відсутній іноземний елемент [102].

Дійсно, практика укладання корпоративних договорів досі залишається поширеною в рамках іноземних юрисдикцій, що спричинено небажанням учасників (акціонерів) українських товариств підпорядковувати відносини вітчизняному законодавству. Найголовнішою причиною того, чому такі договори не укладаються між учасниками (акціонерами) українських товариств стала позиція судів, відповідно до якої, договори між такими особами не можуть змінювати норми закону та статуту товариства, обмежувати права інших учасників (акціонерів).

Враховуючи позицію вітчизняних судів щодо корпоративних правовідносин, товариства були змушені будувати свою корпоративну структуру таким чином, щоб питання укладення корпоративних договорів виносилось за

межі української юрисдикції, щоб мати можливість регулювати відповідні відносини згідно норм законодавства країн, у яких такий механізм корпоративного управління вже ефективно використовується. Найпопулярнішим способом вирішення проблеми використання корпоративних договорів в Україні, стало створення іноземного товариства з передачею йому у власність 100% часток (акцій) українського товариства й укладення корпоративного договору вже щодо управління ним [18]. Крім того, така ситуація пояснюється тим, що при укладенні корпоративного договору, сторони мають передбачити особливості венчурного інвестування, що мають бути враховані при погодженні умов відповідного договору в національній юрисдикції.

Отже, ключовими у визначенні структурування договору венчурного інвестування інноваційної діяльності у контексті світових трендів відносин венчурного інвестування, є саме перераховані вище економічні умови та умови контролю, що на них базуються. Тому питанням, яке в обов'язковому порядку має вирішуватись в корпоративному договорі, є питання про межі впливу венчурного інвестора на діяльність реципієнта інвестицій поза об'ємом тих прав, які він і так має як венчурний інвестор та власник частки (акцій) у статутному капіталі реципієнта.

Вбачається доцільним зупинитися на можливих договірних положеннях щодо забезпечення результату вигідної взаємодії між інвестором та реципієнтом у контексті захисту прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності. Логічним, у цьому контексті, є те, що завдяки корпоративному договору можна врегулювати, зокрема, такі питання, пов'язані з відчуженням часток (акцій) як:

1) випадки примусової передачі часток (акцій) (*involuntary transfer event*). Обов'язок передати іншій стороні корпоративного договору частки (акції), зазвичай, виникає у випадку істотного порушення умов такого договору або припинення існування сторони договору внаслідок ініційованої процедури ліквідації або банкрутства;

2) строк та умови, протягом якого сторони корпоративного договору не мають права відчужувати частки (акції) на користь третіх осіб (*lock-up period*), та/або перелік осіб, на користь яких відчуження часток (акцій) забороняється;

3) механізми захисту інтересів учасників (акціонерів) при відчуженні часток (акцій) на користь третіх осіб (різноманітні переважні права купівлі (право першої пропозиції (*right of first offer*)), право першої відмови (*right of first refusal*), право приєднатися до продажу (*tag along*) та право змусити продати (*drag along*)) [116].

Позитивним кроком національного законодавства щодо популяризації корпоративного договору є новий механізм забезпечення виконання зобов'язань – інститут безвідкличної довіреності з корпоративних прав (ст. 30 Закону України «Про акціонерні товариства» та ст. 8 Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю»). Належним чином оформлена та нотаріально посвідчена довіреність дозволяє учасникам (акціонерам) господарських товариств, на чию користь мають бути відчужені корпоративні права, здійснити усі необхідні дії для такого відчуження від імені інших учасників (акціонерів) товариства. Безвідклична довіреність запроваджується для ефективної реалізації домовленості сторін корпоративного договору про голосування певним чином, задля впровадження механізмів вирішення безвихідних ситуацій, а також для забезпечення обов'язку відчужити частки (акції).

Безперечно, що можливість укладення договорів щодо здійснення і управління корпоративними правами надає учасникам (акціонерам) у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності можливість більш гнучкіше підходити до питання регулювання корпоративних відносин та захисту їх прав в межах неюрисдикційної форми, що однозначно має позитивний ефект щодо залучення інвестицій в національну інноваційну діяльність без необхідності створення холдингових структур за кордоном. Проте потребує вирішення питання приведення чинного законодавства України щодо корпоративного управління та структурування відносин між венчурними інвесторами та

реципієнтами інвестицій у відповідність до вимог світової практики правочинів щодо венчурного капіталу.

Перше, про що домовляються інвестор та учасники інноваційного товариства (його засновники), – розмір інвестицій і порядок проведення оцінки стартапу як підприємницького проекту для цих цілей, що з юридичної сторони формально є діями, які закріплюють та визначають частки кожного із учасників такого інвестування. Як правило, частка венчурного інвестора в інноваційному стартапі визначається на основі *pre-money* чи *post-money valuation* (оцінка вартості товариства до або після здійснення інвестування). Так, визначенням такої частки є її розрахунок з урахуванням всіх потенційно можливих змін капіталу, при яких ця частка може бути розмита (як то, наприклад, майбутні етапи інвестування шляхом додаткової емісії акцій чи опціони співробітників). У той же час, при використанні положення *fully diluted basis* частка або їх кількість визначаються щодо статутного капіталу таким чином, як би то усі опціонні програми були реалізовані, зобов'язання вже конвертовані, та інші інструменти, що здатні розмити частку інвестора, уже вичерпали себе.

Іншим питанням захисту прав інвестора, у контексті неюрисдикційної форми захисту його прав, є можливість коригування частки (кількості акцій) інвестора, адже для нього, враховуючи високі ризики на початковій стадії підтримки товариства, дуже важливо зберегти відносний розмір придбаних ним часток (акцій) щодо всіх майбутніх їх емісій. Інвестори венчурного капіталу часто вимагають прав для захисту від розмивання їх часток (*anti-dilution protection rights*) [180], щоб захистити вартість своєї частки в товаристві, якщо нові акції випускаються за вартістю, нижчою, ніж та, за якою вони спочатку інвестували.

На відміну від ситуації з багатьма іншими положеннями стандартних договорів про венчурне інвестування, українське законодавство не містить заборони щодо визначення в договорі порядку та розміру розмивання частки кожного з інвесторів при додаткових етапах інвестування (емісіях акцій). Тому, вважається доцільним, реалізація пропозиції щодо можливості включення до

законодавства, що регулює діяльність господарських товариств положень про порядок договірної врегулювання визначення розміру часток в товаристві у випадку отримання таким товариством значних інвестицій від різних суб'єктів господарювання.

Включення відповідних положень до законодавства покликане створити також певні механізми стримування недобросовісних інвесторів: 1) від остаточного розмивання частки учасників реципієнта інвестицій на подальших стадіях інвестування та 2) від можливості одного з інвесторів закріпити в договорі положення, що його частка не може розмиватись з наступними інвестиціями, і таким чином перекласти весь тягар зменшення номінального розміру часток на інших інвесторів та засновників товариства [136, с. 137–138].

Якщо попередні інструменти так чи інакше спрямовані на захист прав інвестора, то механізм *pay-to-play* спрямований на забезпечення захисту об'єкта інвестування у підтримці більш-менш стабільного складу інвесторів, а також відносної передбачуваності інвестиційних потоків у майбутньому. Цей механізм передбачає та закріплює можливість участі інвестора в кожному наступному етапі інвестування на тих самих або більш комфортних умовах (це передбачено при залученні нових інвесторів до цього ж проекту). У разі відмови інвестора від участі від інвестування наступних етапів, до нього можуть бути застосовані несприятливі наслідки, як що це передбачено в договорі (виключення його представників із органів управління; втрата права на участь у всіх майбутніх етапах інвестування; припинення положень про захист від розмиття; викуп частки (акцій), що належить інвестору, за певною ціною).

Як бачимо, на практиці договірні відносини у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності закріплюються шляхом укладання корпоративного договору між учасниками, який передбачає юридичні важелі впливу щодо зміни статутного капіталу, що відображається й на умовах про управління інноваційним стартапом. Так, в договорах венчурного інвестування поширені умови, що стосуються продажу часток (акцій) та вирішення тупикових

ситуацій (*dead lock*). Тема тупикових ситуацій у корпораціях не має вираженої «венчурної» специфіки, і не є предметом розгляду даної роботи.

Умови корпоративного договору про купівлю-продаж часток (акцій) дозволяють вирішити ряд типових конфліктних ситуацій у взаєминах мажоритарних та міноритарних учасників (акціонерів), наприклад коли останні, використовуючи свої можливості голосування, будуть ускладнювати продаж чи реорганізацію товариства. Для запобігання такій ситуації інвестор може встановити в корпоративному договорі умову *drag along* (дослівно – «потягнути за собою»), що дозволяє мажоритарному власнику, який продає свою частку (акції), змусити міноритарних власників приєднатися до продажу належних їм часток (акцій) на аналогічних умовах (якщо лише вони не скористались своїм переважним правом на придбання частки (акцій)).

При цьому, в корпоративному договорі сторонами може бути визначено мінімальну ціну купівлі-продажу часток (акцій) міноритарних учасників (акціонерів), яка має бути застосована у разі, якщо «основні» умови відчуження є гіршими. Умова *drag-along right* може бути реалізована як обов'язок міноритарія прийняти пропозицію мажоритарія або власне покупця. Механізм *drag-along right* є важливий для приватних інвесторів і буде характерним для більшості правочинів, за винятком, коли приватні інвестори перебувають у меншості (тому не може мати достатньо впливу, щоб вимагати включення цього права). Навіть у таких випадках міноритарні інвестори все ще можуть наполягати на включенні такого права на певних умовах, наприклад права, яке активується лише через певний період часу, або при умові неефективності [214, с. 159].

У контексті наближення положень українського законодавства до світової практики, вважаємо позитивним кроком нещодавні внесені зміни до ст. 24 Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю», яка регулює питання виходу учасника з товариства. За нормою вказаної статті статутом товариства може бути встановлено, що учасник товариства, частка якого у статутному капіталі товариства становить 50 або більше відсотків, може вийти з товариства без згоди інших учасників [109]. Відповідне положення

включається до статуту товариства або виключається з нього одноголосним рішенням загальних зборів учасників, у яких взяли участь усі учасники товариства.

Оскільки описаний вище механізм покликаний реалізувати захист інвестора, то логічним, є намагання учасників (акціонерів) товариства, певним чином стримати або обмежити *drag-along right*, наприклад, пропонуючи, щоб це право не було доступним до закінчення певного періоду часу (щоб дати команді час для реалізації бізнес-плану, який буде розгорнуто до етапу, коли можна очікувати вищої оцінки) [214, с. 139]. Однак часто відповідні положення розглядаються приватними інвесторами як такі, що обмежують їх законну можливість розміщувати власні інвестиції. Тому це скоріше питання переговорної сили, ніж обов'язковості виконання зобов'язання, що має законодавчо закріплюватися, так само, як і ситуація навпаки, де інвестор не зможе в судовому порядку заборонити учасникам (акціонерам) товариства відчужувати їх частки (акції) раніше за нього.

У свою чергу, існує конструкція *tag-along right*, яка спрямована на захист прав міноритарних учасників (акціонерів), велика кількість яких є характерною рисою українських товариств. За цією умовою встановлюється право міноритарія вимагати придбання належної йому частки (акцій) покупцем на аналогічних з мажоритарієм умовах. Так, міноритарний пакет (частка), як правило, не має жодного попиту на ринку, що призводить до темпоральних втрат або необхідності постійного зниження ціни в очікуванні можливого покупця. Умова *tag-along* дозволяє обійтися без втрат та продати частки (акції) за умов, пропорційних до контрольного пакету. Ця умова дає міноритаріям (зокрема, учасникам опційної програми стимулювання співробітників, інвесторам ранніх стадій) можливість реалізувати свої частки раніше та з більшою ймовірністю отримати прибуток [214, с. 159]. У багатьох відношеннях право *tag-along* таке ж важливе для учасників (акціонерів) стартапу, як право *drag-along* для інвесторів.

Можливість використання названих договірних інструментів в корпоративних договорах є похідним зі ст. 7 Закону України «Про товариства з

обмеженою та додатковою відповідальністю» та ст. 29 Закону України «Про акціонерні товариства», принципу свободи договору та загальних норм зобов'язального права. Цікаво, що, з одного боку, вказані статті про корпоративний договір не містять заборони встановлення договором обов'язків для третіх осіб, проте із іншого, – це зумовлюється принципом свободи договору та положенням, що ніхто не може бути примушений до укладення договору, а отже, здійсненність умови *tag along* ймовірніше, буде залежати від сумлінності мажоритарію.

Такі застереження варто брати до уваги, зокрема, у випадку закріплення в договорі положень щодо права вимагати здійснити викуп часток (акцій) міноритарних учасників (акціонерів): формулювання не має прямо покладати обов'язок на покупця, який не є стороною договору; учасник-відчужувач має здійснити всі необхідні дії для такого продажу, або викупити частки (акції) міноритаріїв та продати їх разом із своєю часткою (акціями). Крім цього, набуття третьою особою часток (акцій) автоматично не робить її стороною корпоративного договору, проте, договором можуть бути передбачені положення, що учасник-відчужувач має повідомити покупця про існування корпоративного договору, а також забезпечити наступне його приєднання до нього. У той же час, договір може містити положення щодо припинення його дії після припинення участі у товаристві однієї з його сторін.

З урахуванням того, що переважна більшість інвестиційних договорів в інноваційні стартапи підпорядковуються саме праву США або Великої Британії, можна вказати на цінність та ефективність наближення договірних інструментів українського права до договірних інструментів зазначених країн [137, с. 670–671]. Адже зростання економічної необхідності впровадження в правову дійсність України окремих положень щодо регулювання договірних відносин, які отримали свій розвиток в сім'ї загального права ґрунтується не лише на: 1) наближенні договірних інструментів континентальної та загальної правових сімей (що не є самостійною підставою *de facto*), але й на тому, що 2) в Україні невпинно зростає кількість нових інноваційних товариств, які є потенційними

реципієнтами іноземних інвестицій. Як вбачається з фактичних відносин у сфері венчурного інвестування, розвиток права має зумовлюватися економічними потребами, які, зі свого боку, вимагають від права удосконалення існуючих договірних конструкцій [111, с. 43].

Одним з інструментів англійського права, вартим уваги в контексті венчурного інвестування, є механізм про відшкодування збитків (*indemnity clause*), що формулюється як зобов'язання відшкодувати іншій стороні будь-які збитки, які виникають безпосередньо з договору (тобто незалежно від наявності вини) [195]. Практично жоден з контрактів, підпорядкованих праву США або Великої Британії, не обходиться без положень про «запевнення та гарантії» та «відшкодування витрат, які виникли не через порушення договору». Зазначені інструменти довели свою ефективність в захисті інтересів та збалансуванні ризиків сторін договорів, як такі, що дозволяють кожній зі сторін отримати більш повну інформацію та очікуваний результат, а також мінімізувати ризики недобросовісності іншої сторони або її партнерів [137, с. 672].

Сучасним прикладом слідування цим тенденція є Закон України «Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні», відповідно до якого ЦК України доповнено ст. 650¹ ЦК України та уведено норму про «запевнення щодо договору» в українське цивільне право [108]. Відповідно до ч. 1 цієї статті сторони договору можуть погодити перелік запевнень, що надаються стороною або сторонами щодо обставин, які мають значення для укладення, виконання або припинення такого договору [146].

Вказується, що запевнення (*representations*) – це твердження про факти, які відносяться до минулого або теперішнього; гарантії (*warranties*) – це твердження, які відносяться до фактів, які можуть мати місце в майбутньому [74]. Частина 2 ст. 650¹ ЦК України передбачає, що сторона, яка умисно або з необережності надала іншій стороні неправдиві запевнення про обставини, що мають значення для укладення, виконання або припинення договору, зобов'язана відшкодувати стороні, яка покладалася на такі запевнення, збитки,

завдані у зв'язку з неправдивістю таких запевнень, якщо інше не передбачено договором [146].

Як вбачається з положень ЦК України щодо ст. 650¹ умови про «запевнення та гарантії» дозволяють сторонам застосовувати механізм для розірвання договору та компенсації своїх витрат при виявленні неправдивості заяв іншої сторони, без яких, імовірно, такий договір не був би укладений в принципі або був би укладений на інших умовах [137, с. 672].

Венчурне інвестування пов'язане з ризиками інвестора щодо майбутньої інвестиції в силу високої інформаційної асиметрії, адже оцінити на практиці «значний потенціал зростання» та подальшу «можливість ефективної комерціалізації» на момент вкладення інвестиції дуже складно. Досить часто, коли товариство знаходиться на початкових етапах свого розвитку, існують ризики того, що важлива інформація може бути тільки представлена зі слів засновників товариства інноваційної діяльності та не може бути перевірена на момент ведення переговорного процесу щодо майбутнього інвестування, а тому вважаємо, що правозастосування англійських *representations & warranties* (запевнення та гарантії), підпорядкованих праву України, є однозначно важливим механізмом захисту договірної форми. Передбачена законодавча можливість юридичної вимоги до стартапу надати відповідні запевнення щодо поточного стану його діяльності (наприклад, комерційні показники), гарантує інвестору, по-перше, юридичне посвідчення того факту, що заявлена та надана інформація відповідає дійсності (важливо також і з позиції щодо деталізації умов щодо вкладення, реалізації та припинення цих інвестицій); по-друге, така норма спрямована на зменшення агентських витрат (*agency costs*) як щодо укладання самого договору, так і вирішення конфліктних ситуацій у разі припинення цих правовідносин, якщо надано неправдиві запевнення. Це гарантує захист належного права шляхом розірвання договору в односторонньому порядку та відповідне право розраховувати на відшкодування збитків та інших втрат, понесених у зв'язку з укладенням та розірванням такого договору.

Враховуючи, що венчурне інвестування інноваційної діяльності напряду пов'язане сутністю корпоративних відносин, слід пам'ятати, що передача майна і спрямованість організаційних дій одними особами на користь майбутньої юридичної особи свідчить про необхідність захисту прав та інтересів такого учасника венчурного інвестування [48, с. 192]. Звідси твердження, що створена юридична особа з моменту її державної реєстрації може вимагати виконання зобов'язань від засновників, зокрема щодо внесення відповідної частки до статутного капіталу [27, с. 133].

З урахуванням наведених положень щодо української правової дійсності, цікавим є елемент англійського права, що йменується *Term Sheet* (як окремий документ) в контексті договірної захисту прав учасників досліджуваних відносин. Цей документ юридично закріплює загальні умови венчурного інвестування на етапі підготовки до фактичного процесу вкладення такої інвестиції з метою оптимізації інвестиційного процесу та зменшення агентських витрат у процесі його реалізації. Традиційно *Term Sheet* є «коротким документом», що містить ключові аспекти розміщення інвестиції, у тому числі щодо прав учасників відповідного проекту. Проте, тенденція останніх років тяжіє до того, що обов'язковим елементом узгодження за *Term Sheet* є статутний капітал (його розмір, частки кожного з інвесторів, тощо), що є визначальними для подальшої співпраці [180]. При досягненні згоди щодо всіх істотних умов в подальшому положення цього документу відображаються в змісті корпоративного договору, як то, нерозголошення конфіденційної інформації, купівлі-продажу часток (акцій). Тобто, фактично відповідні договори укладаються для виконання заздалегідь узгоджених положень *Term Sheet*, що за своєю юридичною конструкцією може здатися схожим на попередній договір (ст. 635 ЦК України), основний зміст якого полягає у зобов'язанні сторони укласти в майбутньому певний договір, який потрібен сторонам в кінцевому рахунку¹.

¹ Проте конструкція попереднього договору відповідно до національного законодавства використовуються в тих випадках, коли за певних обставин неможливо укласти основний договір, і має містити в обов'язковому порядку

Слід зауважити, що за наявної на сьогодні судової практики порушення сторонами попереднього договору має наслідком лише можливість стягнення з винної сторони збитків, завданих простроченням укладення основного договору. Наразі неможливо примусити сторону до укладення основного договору виключно на підґрунті попереднього договору за відсутності згоди іншої сторони. Тому, ототожнюючи *Term sheet* з попереднім договором відповідно до вимог національного законодавства, помилково вважають, що виконувати домовленості, викладені в *Term Sheet* не обов'язково. Стверджується, що дійсно за винятком певних пунктів – зазвичай тих, які стосуються конфіденційності, ексклюзивності та іноді витрат – положення *Term Sheet* зазвичай не є юридично обов'язковими [180]. Тому не варто ставитись до *Term sheet* як до формальності, особливої уваги потребують пункти про конфіденційність та ексклюзивність, *due diligence* [166], що стають обов'язковими в момент підписання, і є своєрідними гарантіями захисту.

І хоча ми не знайшли відповідний прикладів національної судової практики, проте у світовій практиці є справи, коли суд вирішив, що й інші положення *Term sheet* є обов'язковими до виконання (наприклад, справа *New Media Holding LLC* проти *Kuznetsov* [172]). Ще одна справа з юрисдикції штату Делавер щодо фармацевтичної фірми SIGA, яка потребувала інвестиції на розробку противірусного препарату. Тоді її учасники взяли позику у *Pharm Athene*, а натомість узгодили *Term Sheet*, про те, що видадуть ліцензію. Гроші SIGA взяли, але пізніше передумали видавати ліцензію. Але суд вирішив, що в такому разі SIGA вчинили недобросовісно, і *Pharm Athene* мають компенсувати збитки [204]. Детально питання компенсаційних способів захисту прав суб'єктів венчурного інвестування розглядається в наступному підрозділі.

предмет та інші істотні умови основного договору. Попередній договір повинен укладатись в тій самій формі, в якій має укладатися основний договір. При цьому ч. 4 цієї ж статті визначає, що договір про наміри (протокол про наміри тощо), якщо в ньому немає волевиявлення сторін щодо надання йому сили попереднього договору, не вважається попереднім договором. Так, протокол про наміри сторони, як правило, укладають для того, щоб зафіксувати певний етап домовленостей, але не мають юридичних наслідків майбутніх договорів, у т. ч. й попереднього.

Якщо деталізувати основний прибуток венчурного інвестора, то він полягає у різниці ціни часток (акцій) при купівлі-продажі венчурним інвестором, і ціни таких часток (акцій) після успішного запуску (комерціалізації) інноваційного продукту, коли інвестор вирішує продати свою частку (акції) товариства-реципієнта іншій особі (-ам). Зважаючи на це, особливого значення для венчурного інвестора набуває можливість контролювати обсяги та час купівлі-продажу частки (акцій) реципієнта інвестицій, з метою максимізувати свій прибуток. Тому в типових венчурних ковенантах також часто зустрічаються положення, що зобов'язують інших власників часток (акцій) не вчиняти дій щодо купівлі-продажу часток (акцій) товариства-реципієнта на певний строк (або, скажімо, без дозволу правління, венчурного інвестора тощо) [136, с. 133].

Деякі вітчизняні юристи вважають установлення *lock-up period* обмеженням права власності учасника, а загально прийняті в середовищі венчурних інвесторів положення, як заборону керівництву товариства-реципієнта продавати свої частки в товаристві раніше ніж це зробить венчурний інвестор [210], очевидно, суперечать положенням Закону України «Про акціонерні товариства» та Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю». Про «очевидність» такої суперечності стверджується, так як вказаними в попередньому реченні Законами України гарантована можливість вільного виходу учасника (акціонера) з товариства, яка однозначно превалює над договірними обмеженнями [136, с. 133]. Варто констатувати, що в Україні на сьогодні відсутня судова практика щодо цього питання. Європейські суди виходять з того, що в разі якщо заборона є розумною і не безкінечною, її встановлення на відчуження частки (акцій) на певний період не вважається обмеженням права власності учасника (акціонера). Включення такої умови дає змогу забезпечити стабільність розвитку товариства, особливо на етапах початку його функціонування.

На підставі викладеного можна зауважити, що безумовно, національне цивільне право на сучасному етапі розвитку суттєво поступається в наявності та можливості реалізації відповідних договірних механізмів захисту прав учасників

венчурного інвестування в рамках неюрисдикційної форми. Проте не можна заперечувати, що правова система розвивається, регулювання деталізується та покращується і вже зараз наявні положення національного корпоративного законодавства, що дозволяють укладати корпоративні договори щодо забезпечення ефективної реалізації венчурних інвестицій.

Серед всього спектру механізмів та способів, що можуть бути застосовані в рамках неюрисдикційної форми захисту прав учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, найбільш прийнятним, у рамках попередження порушення прав учасників (акціонерів) товариств як інвесторів є укладення корпоративного договору.

Детально розглянувши положення корпоративного договору як договірної механізми захисту прав учасників венчурного інвестування та проаналізувавши положення договорів англійського права, приходимо до висновку, що на практиці корпоративний договір має на меті захистити право кожної його сторони, предметом якого є умови, що визначають порядок здійснення корпоративних прав, у тому числі щодо умов купівлі-продажу часток (акцій), вирішення конфліктних ситуацій з позицій можливості управління та контролю інноваційним стартапом.

3.2. Способи захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Захист прав та інтересів учасників цивільних відносин здійснюється відповідно до встановленого законом порядку шляхом застосування передбачених законом не лише форм, а й відповідних способів. З урахуванням того, що вартість об'єкту венчурного інвестування істотно залежить від ринкової кон'юнктури, а примус до виконання корпоративного договору часто є неможливим відповідно до закріплених цивільним правом норм (або вимагає тривалого часу, що є критичним для відносин венчурного інвестування), порушення умов договорів венчурного інвестування потребує адекватних

способів захисту цих прав. Відповідно постає питання не лише щодо того, які існують гарантії виконання корпоративного договору його сторонами, а й можливості застосування відповідних способів захисту корпоративних прав у контексті особливостей інвестиційного процесу у сфері венчурного інвестування задля ефективного розміщення таких інвестицій та доцільності того чи іншого способу захисту прав інвесторів (учасників, акціонерів).

Відповідно до ч. 1 ст. 15 ЦК України, кожна особа має право на захист свого цивільного права у разі його порушення, невизнання або оспорювання [146]. Залежно від виду порушення прав учасників венчурного інвестування буде застосовуватися той чи інший спосіб їх цивільно-правового захисту. Але для правильного застосування обраного способу необхідно з'ясувати, що розуміється під кожним із наведених понять.

На думку Р. О. Стефанчука, під порушенням права слід розуміти такий стан суб'єктивного права, за якого воно зазнало протиправного впливу з боку правопорушника, внаслідок чого суб'єктивне право уповноваженої особи зменшилося або зникло як таке. При цьому, продовжує вчений, порушення права пов'язане з позбавленням його носія можливості реалізувати своє право повністю або частково. Невизнання права – дії учасника цивільно-правових відносин, який несе юридичний обов'язок перед уповноваженою особою, що спрямовані на заперечення у цілому або в певній частині суб'єктивного права іншого учасника цивільних правовідносин, унаслідок чого уповноважена особа позбавлена можливості реалізувати своє право. Оспорювання, як вважає вчений, передбачає такий стан цивільних правовідносин, за якого між учасниками існує спір щодо наявності чи відсутності суб'єктивного права у сторін, а також належності такого права певній особі. Оспорене право ще не порушено, але виникає невизначеність у праві, зумовлена поведінкою другої сторони стосовно уповноваженої особи [145, с. 76].

Перелічені види порушень є підставами виникнення охоронного правовідношення, що є характерним і для сфери венчурного інвестування інноваційної діяльності. Захист прав учасників відповідних правовідносин

спрямований на усунення будь-яких перешкод на шляху ефективної реалізації інвестиції та здійснення учасниками інноваційної діяльності своїх прав і недопущення правопорушення, відновлення становища або ж тих прав, які існували до правопорушення.

Способами захисту визначаються закріплені законом матеріально-правові заходи примусового характеру, за допомогою яких вчиняється відновлення (визнання) порушених (оспорюваних, невизнаних) прав і вплив на правопорушника.

Частиною 2 ст. 16 ЦК України встановлено способи захисту цивільних прав та інтересів судом. До них належать: 1) визнання права; 2) визнання правочину недійсним; 3) припинення дії, яка порушує право; 4) відновлення становища, яке існувало до порушення; 5) примусове виконання обов'язку в натурі; 6) зміна правовідношення; 7) припинення правовідношення; 8) відшкодування збитків та інші способи відшкодування майнової шкоди; 9) відшкодування моральної (немайнової) шкоди; 10) визнання незаконними рішення, дії чи бездіяльності органу державної влади, органу влади Автономної Республіки Крим або органу місцевого самоврядування, їхніх посадових і службових осіб [146].

Водночас слід зауважити, що базове значення та універсальний характер наведених у ст. 16 ЦК України способів захисту корпоративних прав не заперечує самостійності спеціальних способів захисту. Як підтвердження можна навести думку В. Г. Жорнокуй, яка вважає, що група спеціальних (корпоративних) способів захисту прав, відокремлення яких обумовлене особливостями природи прав, що захищаються, має внутрішньовидову класифікацію, що полягає в такому: а) застосування тих чи інших способів захисту прав залежить від різновиду корпоративної організації, в рамках якої виникають відповідні права (наприклад, такий корпоративний спосіб захисту прав, як виключення учасника з господарського товариства, може бути застосований у ТОВ, проте не є допустимим у діяльності АТ); б) застосування

корпоративного способу захисту обумовлене особливостями самого права, яке підлягає захисту [22, с. 149–150].

Інтерес у такому контексті становить висновок О. О. Кота про притаманність правозастосовній практиці двох підходів, за першим – загальні способи захисту мають допоміжний (субсидіарний) характер і застосовуються тільки в разі відсутності закріпленого в нормі закону спеціального способу захисту; за другим – незалежно від характеру способу захисту як загального та спеціального, вони можуть застосовуватися одночасно. Разом із тим, стверджує вчений, обидва підходи мають свої застереження. Так, перший не враховує численних випадків одночасного застосування загального та спеціальних способів захисту. Другий – є недостатньо обґрунтованим у тих випадках, коли за своєю природою можуть бути застосовані як загальний, так і спеціальний спосіб захисту, однак перевага повинна віддаватися саме спеціальному [60, с. 118–119].

Головне питання, що постає при визначенні відповідного способу захисту, які саме права на об'єкт інвестування виникають у венчурного інвестора та в який спосіб учасник (акціонер) має захищати свої права на проінвестовану частку (акції) в статутному капіталі. Аналізуючи способи захисту цивільних прав, зауважимо, що характер самої вимоги захисту права визначається характером порушеного чи оспорюваного матеріального права, зміст і призначення якого в основному визначає і спосіб його захисту.

Специфіка предмета регулювання та правового статусу учасників інвестиційного процесу зумовлює застосування загальних цивілістичних способів захисту з урахуванням особливостей регулювання інвестиційної діяльності. Інвестор після виконання ним фінансових зобов'язань за укладеними інвестиційними договорами (чи аналогічними правочинами, що підтверджують здійснення інвестування) отримує майнові та немайнові права, що визначається його часткою (акціями) в статутному капіталі товариства-реципієнта (стартапу). У цьому розумінні треба вести мову про самостійні способи захисту прав інвесторів та учасників (акціонерів) юридичних осіб, які є спеціальними способами захисту.

У науці цивільного права зазначається підхід до юридичних наслідків кваліфікації способу захисту як загального чи спеціального в контексті правозастосовної практики: 1) характер способу захисту як загального чи спеціального має значення і повинен використовуватися виключно при вирішенні конкретного спору і впливає на виявлення належного способу захисту порушеного права; 2) уповноважена особа для захисту свого права може застосувати будь-який спосіб захисту, за умов, що застосування спеціального способу захисту не виключає одночасного застосування загального способу захисту; 3) якщо має місце конкуренція спеціальних способів захисту внаслідок того, що для захисту конкретного суб'єктивного права можливе використання кількох способів захисту, застосуванню підлягає той із них, який відповідає особливостям спірних матеріальних правовідносин [62, с. 257–280].

Вказані правила, на нашу думку, дають підстави для обґрунтованого вирішення практичних правових конфліктів у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності: у випадках, коли спеціальна норма закону встановила інший, ніж визначений ст. 16 ЦК України, спосіб захисту, суд застосовує спосіб захисту, встановлений спеціальною нормою. Одночасно можуть застосовуватися положення вказаної статті та положення спеціальної норми щодо способу захисту у випадках, коли ці способи тотожні й на них поширюється дія ЦК України.

Варто розуміти, що способи захисту корпоративних прав можна використати лише в разі набуття статусу учасника (акціонера) товариства-реципієнта, тобто після внесення вкладу до його статутного капіталу. В цьому й полягає особливість, що відрізняє інститут захисту суб'єктивного права від захисту корпоративних прав. Отже, спосіб захисту втілює безпосередню мету, якої прагне досягти суб'єкт захисту, вважаючи, що таким чином буде припинено порушення (оспорювання) його прав, він компенсує витрати, що виникли у зв'язку з порушенням його прав, або в інший спосіб нівелює негативні наслідки порушення його прав. Проте, щоб далі вести мову в контексті предмету розгляду

цієї роботи, наведемо декілька прикладів щодо особливостей вибору способів захисту прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності.

Здавалося, що були б логічними, проте відшкодування збитків (через складність їх довести) і стягнення неустойки (через можливість її необмеженого зменшення судом) не завжди будуть адекватними заходами за недотримання корпоративного договору його стороною (наприклад, у разі відмови продати свою частку (акції) в товаристві з настанням певних умов, коли інша сторона – інвестор розраховувала на набуття в цьому випадку контролю над товариством).

Проблематичним також є застосування п. 4 ч. 2 ст. 16 ЦК України щодо відновлення становища, яке існувало до порушення, що полягає в розумінні його правової природи з огляду на мету застосування, а саме відновлення фактичного чи юридичного стану.

Слід окремо виділити, що найпроблемнішим є примушення до виконання в зобов'язань в натурі, та, наприклад, ті, що мають своїм предметом здійснення права голосу на загальних зборах учасників (акціонерів). Можна припустити, що спонукання до голосування обмежує свободу волевиявлення такого учасника (акціонера). Це створює для кредитора певну складність: порушення договору в більшості випадків з'ясується вже після ухвалення рішення, яке не може бути оскаржене з тієї підстави, що його було ухвалено всупереч зобов'язанню, що виникло після події [131].

У постанові від 30.06.2021 у справі № 910/2842/20 Верховний Суд зазначив, що згідно з п. 5 ч. 2 ст. 16 ЦК України та абз. 6 ч. 2 ст. 20 ГК України одним із способів захисту цивільних прав та інтересів є примусове виконання обов'язку в натурі. Суд вправі задовольнити позов про спонукання виконати умови договору лише в разі, якщо встановить, що у особи такий обов'язок наявний, але вона ухилилася від його виконання. При цьому у справі має бути доведено наявність відповідного правовідношення, а саме прямого законодавчого обов'язку відповідача щодо виконання договору [86]. Проте, з огляду на специфіку предмету венчурного інвестування, що істотно залежить від ринкових економічних умов, примусове виконання обов'язку в натурі часто є

неможливим з огляду на особливості національного корпоративного права (потребує значних часових зусиль, що є критичним для досліджуваних відносин).

У юридичній літературі висловлена думка, що відновлення становища, яке існувало до порушення права, є відновленням порушеного права в натурі. У вітчизняній правовій системі словами «в натурі» зазвичай позначаються фактичні (майнові) відносини, але не суб'єктивні права, як ідеальні категорії [62, с. 271]. Вважаємо, що у межах цього способу слід розглядати саме відновлення фактичного (майнового) стану інвестора (класичним, хоча й не єдиним, прикладом є реституція) та повернення сторін такої інвестиції у первісний майновий стан, є фактично неможливим, зважаючи на характер відносин венчурного інвестування.

Варто мати на увазі, що правовою основою інвестиційних відносин, як правило, є договір. Договірні правовідношення припиняються належним виконанням договору. Якщо одна зі сторін не виконує або неналежно виконує умови договору, то для другої настають негативні наслідки. Але останні можуть ще не призвести до майнових витрат. Проте інвестору немає сенсу чекати, коли майнові втрати настануть. У добровільному порядку зміна правовідношення як спосіб захисту буде мати місце у разі внесення змін до договору, який був юридичним фактом виникнення інвестиційних відносин. Невиконання чи неналежне виконання умов договору однією зі сторін може бути підставою для зміни його змісту з метою захисту прав та інтересів іншої сторони, зокрема інвестора. Зі зміною умов договору змінюється зміст правовідношення з метою захисту прав та інтересів інвестора. Порушення зобов'язаною особою своїх обов'язків наслідком може мати втрату інтересу уповноваженого суб'єкта в інвестиційній сфері до результату, який він бажала досягнути.

Наприклад, передбачена можливість застосування *drag along rights*: інвестори венчурного капіталу бажають необмеженого права діяти та, якщо необхідно, залучити всі частки (акції) до купівлі-продажу у ситуації неефективності інноваційного стартапу через дії акціонерів-засновників

порівняно з наданим прогнозом бізнес-плану. Якщо інвестиційний проект не виправдав сподівань, малоймовірно, що учасники матимуть будь-яку законну причину перешкоджати наступним змінам, оскільки це позбавляє їх реального зростання. Вартість їхніх акцій у такій ситуації, ймовірно, вже суттєво зменшилася, якщо не повністю впала [214, с. 158].

Так, змінюється або припиняється правовідношення, яке виникло на підставі договору. Такий спосіб захисту виконує ще й превентивну функцію, оскільки попереджає можливість настання негативних наслідків або у разі їх настання припиняє дію договору. Зміна або припинення правопорушення як спосіб захисту є ефективним засобом контролю за належним виконанням договірних зобов'язань в інвестиційній сфері. Зміна правовідношення як спосіб захисту полягає у трансформації змісту обов'язків зобов'язаної особи, які кореспондуються певному суб'єктивному праву [70, с. 132].

Цікавим питанням захисту прав є відшкодування збитків та інші способи відшкодування майнової шкоди, які застосовується у разі неналежного чи невиконання обов'язків учасниками венчурного інвестування інвестиційної діяльності. Відповідно до ч. 2 ст. 22 ЦК України збитками є: 1) втрати, яких особа зазнала у зв'язку зі знищенням або пошкодженням речі, а також витрати, які особа зробила або мусить зробити для відновлення свого порушеного права (реальні збитки); 2) доходи, які особа могла б реально отримати за звичайних обставин якби її право не було порушене (упущена вигода) [146]. Однак у випадку з договорами венчурного інвестування такий спосіб не завжди є можливим до застосування. Аналіз правозастосовної практики свідчить про те, що учасники цивільних правовідносин у цілому не часто використовують для захисту своїх прав відшкодування збитків. Це обумовлено надзвичайною складністю доведення підстав для його застосування. Справа в тому, що на практиці упущену вигоду від нереалізованих інвестицій неможливо довести, оскільки не може бути оцінена можливість отримання такої вигоди інвестором. Це повною мірою стосується і венчурних інвестицій, де ймовірність успіху інноваційного стартапу, навіть при точному виконанні всіх умов договорів, що

регулюють ці відносини набагато нижча, ніж ймовірність банкрутства реципієнта цієї інвестиції.

Проблема доказування збитків венчурного інвестора внаслідок порушення зобов'язання реципієнтом інвестицій є неможливою з точки зору економічної складової цих відносин. Стверджується, що однією з причин такого обмеженого підходу до захисту власних суб'єктивних прав слід визнати необхідність доведення не тільки факту порушення боржником своїх зобов'язань і факту заподіяння цим збитків кредитору, а й обґрунтування розрахунку розміру цих збитків [62, с. 272]. Як правило, в разі порушення боржником договірних зобов'язання, кредитори схильні застосовувати стягнення неустойки та 3% річних за ст. 625 ЦК України без пред'явлення вимог про відшкодування збитків. В умовах неможливості забезпечення стягнення збитків на практиці при порушенні умов здійснення венчурного інвестування, а також при досить обмеженій можливості застосування умов «*Representations and Warranties*» до корпоративних договорів на часі, важливе значення набувають способи забезпечення виконання зобов'язання.

Найбільш часто в договорах венчурного інвестування застосовується неустойка – грошова сума або інше майно, які боржник має передати кредиторів у разі порушення боржником зобов'язання, тобто її основне призначення – забезпечити належне виконання договору сторонами і, таким чином, уникнути ризику судового розгляду. Встановлення неустойки в договорах венчурного інвестування також дозволяє пом'якшити наслідки інформаційної асиметрії між інвестором і реципієнтом інвестицій – інноваційним стартапом.

Оскільки учасники правовідносин замість виконання зобов'язання в натурі можуть вимагати відшкодування збитків, то такий спосіб втратив свою актуальність. Але, власне, цей спосіб захисту інвесторів підкреслює недопустимість заміни грошовою компенсацією реального виконання обов'язків зобов'язання стартапу, адже інвестиційний інтерес є його ефективна діяльність та здатність до ефективної комерціалізації результатів такої діяльності, а отже

належне виконання взятих зобов'язань такою стороною венчурного інвестування, власне, з приводу досягнення цих цілей вони і вступають у зобов'язальні відносини. У деяких випадках можна використати такий спосіб захисту, як визнання прав на частку (акції), коли предметом зобов'язання за корпоративним договором виступають майнові права, зокрема перехід прав на частку (акції) у статутному капіталі.

Таким чином, захист прав інвесторів у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності може здійснюватися за допомогою різних способів захисту. Вибір способу (способів) захисту є прерогативою інвестора, права та інтереси якого захищаються.

З урахуванням корпоративної складової досліджуваних правовідносин, варто звернути увагу на пропозицію щодо виокремлення умовного переліку способів захисту корпоративних прав, а саме поділу їх на 4 групи; 1) способи, застосування яких можливо тільки судом (визнання права, визнання правочину недійсним, розірвання правочину, внесення змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів, визнання недійсним рішення загальних зборів, наглядової ради тощо); 2) способи, які застосовуються не лише судом, але і державними органами, наділеними повноваженнями по захисту корпоративних прав в адміністративному порядку (отримання інформації про діяльність товариства, усунення порушень щодо вимог законодавства про цінні папери за допомогою НКЦПФР); 3) способи, які вживаються стороною правовідношення для захисту своїх прав як за допомогою суду, так і самостійно (виключення осіб зі складу товариства, відшкодування збитків, стягнення неустойки тощо) 4) способи, використовувані стороною самостійно без участі суду шляхом дозволеної фізичної дії на правопорушника (самозахист) (припинення правовідношення шляхом односторонньої відмови від виконання у випадках, передбачених законом або договором, призупинення виконання зобов'язання тощо) [4, с. 163].

Дійсно, у доктрині цивільного права значний інтерес приділено цивільно-правовому захисту корпоративних прав [4; 14; 41; 56], тому ми лише

фрагментарно охарактеризували деякі питання що стосуються окремих способів захисту корпоративних прав, що є найбільш характерними для сфери венчурного інвестування інноваційної діяльності, адже як свідчить проведений аналіз, одним із найскладніших питань є питання збереження балансу інтересів у контексті прав корпоративного управління та контролю.

Окремої уваги заслуговує ч. 2 ст. 9 Закону України «Про акціонерні товариства», якою передбачено порядок визначення ринкової вартості емісійних цінних паперів АТ [95]. Видається, що таке нововведення має позитивний характер, оскільки з одного боку спрямоване на захист інтересів потенційного покупця таких цінних паперів, а з іншого – на захист інтересів самого товариства, шляхом недопущення розпродажу емітованих ним акцій за заниженими цінами. Однак вже ч. 2 ст. 22 цього Закону, норми якої теж регламентують порядок розміщення акцій товариства, викликає деякі непорозуміння. Так ч. 2 ст. 24 передбачає, що АТ не має права розміщувати акції, за цінами нижчими від їх номінальної вартості. Видається, що така норма не завжди буде діяти на захист інтересів акціонерів інноваційного стартапу, коли відповідно до економічних умов ринкова вартість акцій змінюється при залученні наступних етапів інвестування чи реінвестування, в таких умовах не виключено, що вартість акцій може знизитись нижче їх номінальної вартості. Як за таких ринкових умов товариство має стимулювати потенційних інвесторів купувати акції по ціні їх номінальної вартості – невідомо. Відповідно до ст. 18 Закону України «Про акціонерні товариства» АТ в порядку, встановленому НКЦПФР, має право анулювати викуплені ним акції та зменшити статутний капітал або підвищити номінальну вартість решти акцій, залишивши без зміни статутний капітал, що комплексі закріплення таких повноважень дозволить впродовж певного часу сконцентрувати капітал товариства в руках обмеженого коло осіб [95].

Належним способом захисту може бути позов про визначення розміру статутного капіталу товариства та розмірів часток учасників товариства. Проте, важливо пам'ятати, що суд не може здійснювати функції учасників товариства, зокрема із прийняття рішень з питань перерозподілу часток, та зобов'язувати

учасників здійснювати будь-який перерозподіл відповідно до грошових вкладів та, як наслідок, фіксувати і встановлювати за певним учасником відсоткові значення його внеску у статутному капіталі (постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 24 липня 2018 року у справі № 927/693/17 [88]). У свою чергу, постановою Касаційного господарського суду у складі Верховного Суду від 03.11.2021 у справі № 903/199/20 визначено, що належним способом захисту є позов про визначення розміру статутного капіталу товариства та розмірів часток учасників товариства [89]. Відповідачами за таким позовом є не тільки господарське товариство, але й особи-учасники (акціонери) товариства, які внаслідок задоволення позову можуть бути позбавлені своїх часток (акцій) у статутному капіталі або їх частин у грошовому або відсотковому виразі.

Належним способом захисту порушених прав учасника (акціонера), який фактично прагне придбати таку відчужену частку (акції) іншого учасника, є позов про переведення на нього прав і обов'язків покупця частки (її частини або акцій).

Позовні вимоги про визнання рішення загальних зборів товариства недійсним, визнання недійсним статуту чи недійсними змін до нього, визнання права власності на частку (акції) у статутному капіталі товариства не відповідають належним та ефективним способам захисту, оскільки їх задоволення не може бути підставою для внесення змін до єдиного державного реєстру юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань. Адже відповідно ч. 5 ст. 17 Закону України «Про державну реєстрацію юридичних осіб, фізичних осіб підприємців та громадських формувань» [97] для державної реєстрації до змін відомостей про розмір статутного капіталу, розміри часток у статутному капіталі чи склад учасників ТОВ подані такі документи: 1) судові рішення, що набрало законної сили, про визначення розміру статутного капіталу ТОВ та розмірів часток учасників у такому товаристві; 2) судові рішення, що набрало законної сили, про стягнення (витребування з володіння) з відповідача частки (частини частки) у статутному капіталі ТОВ.

Також, зупинення дії статуту є неналежним способом забезпечення позову, оскільки ніяким чином не забезпечує виконання у подальшому судового рішення (у випадку задоволення позову), а також не може захистити чи поновити порушені права позивача. Натомість належним способом забезпечення позову є заборона загальним зборам учасників приймати лише ті рішення, які прямо стосуються предмета спору (постанова Верховного Суду у складі колегії суддів Касаційного господарського суду від 25 березня 2019 року у справі № 920/622/18 [87]).

Можливість оскарження рішень органів корпоративного управління товариства (загальних зборів акціонерів, наглядової ради, виконавчого органу товариства), а саме шляхом визнання їх недійсними, є ефективним способом захисту. При цьому підставами для визнання недійсними рішень загальних зборів учасників (акціонерів) товариства можуть бути: 1) невідповідність рішень загальних зборів нормам законодавства порушення вимог закону та/або установчих документів під час скликання та проведення загальних зборів 2) позбавлення учасника (акціонера) товариства особи можливості взяти участь у загальних зборах [58].

Проте мають місце випадки, коли на момент визнання недійсним рішення органу товариства, прийнятого з порушенням конкретного корпоративного права, рішення вже було фактично виконано. Це стосується укладення товариством договору на підставі прийнятого рішення загальних зборів чи наглядової ради. На практиці також мають місце випадки, коли порушення права на участь в управлінні товариством полягає якраз у тому, що загальними зборами чи наглядовою радою взагалі не приймалося рішення (тобто немає предмета оскарження), хоча воно мало бути прийнятим, а директор товариства самостійно підписав договір від імені товариства, який не мав права підписувати. Зокрема, нормами чинного законодавства України або положеннями корпоративних актів часто встановлюються додаткові процедурні вимоги, які мають бути дотримані під час вчинення товариством певних видів зобов'язань.

Часто для вчинення правочину вимагається прийняття рішення про його вчинення чи погодження наглядовою радою або вищим органом управління товариством. У такій ситуації одноосібне вчинення дій виконавчим органом товариства без відповідного рішення наглядової ради чи загальних зборів учасників (акціонерів) ставить питання про дотримання вимог закону сторонами правочину під час його вчинення, а також про порушення права учасника (акціонера) товариства на участь в управлінні товариством. І треба визнати, що належний захист відповідного корпоративного права є неможливим без оскарження укладеного договору. Водночас при оскарженні договору можуть бути порушені інтереси іншої сторони договору. Це значно актуалізує дану проблему, яка дотепер належно не вирішена [62, с. 379].

Ефективність способів захисту про визнання рішень зборів недійсними має оцінюватися, виходячи з конкретних обставин справи, в тому числі, враховуючи обставини зміни складу учасників, розміру статутного капіталу, добросовісності поведінки нових учасників, тощо.

Важливо мати на увазі, що такого способу захисту як скасування та/або визнання недійсним протоколу загальних зборів інноваційного стартапу ні цивільне, ні господарське законодавство не передбачає. Учасники товариства (а також інші особи, права та законні інтереси яких порушено рішенням наглядової ради чи виконавчого органу товариства) вправі оскаржити до суду відповідні рішення як акти.

Суд звертає увагу, що такий спосіб як виключення учасника з юридичної особи за судовим рішенням є втручанням у діяльність останньої, а отже процедурно належним та ефективним способом захисту прав позивача є оскарження рішення, дії або бездіяльності державного реєстратора відповідно до ст. 34 Закону України «Про державну реєстрацію юридичних осіб, фізичних осіб підприємців та громадських формувань» [97].

Власне корпоративними способами захисту прав учасників венчурного інвестування є: 1) визнання недійсними рішень органів корпоративного управління товариства (загальних зборів учасників (акціонерів), наглядової ради,

виконавчого органу товариства); 2) визначення розміру статутного капіталу товариства та розмірів часток учасників товариства; 3) визнання статуту та змін до статуту недійсними; 4) виключення учасника з товариства; 5) визнання судом недійсним правочину щодо вчинення якого є заінтересованість, 6) відшкодування збитків, завданих посадовими особами товариству; 7) виплата дивідендів; 8) переведення прав і обов'язків покупця частки (акцій); 9) право вимагати проведення аудиторської перевірки діяльності товариства; 10) вимога про скасування запису в Єдиному державному реєстрі юридичних осіб, фізичних осіб.

Проведений аналіз свідчить про те, що питанням захисту корпоративних прав учасників (акціонерів) товариства присвячується значна увага як самим законодавцем, так і судами. Утім не завжди ці зусилля призводять до належного та обґрунтованого розв'язання практичних проблем, що часто виникають у корпоративних спорах, а тому ефективною формою закріплення спеціальних способів захисту власних прав учасниками (акціонерами) є, крім законодавчих актів, установчі та локальні документи самого товариства, детально конкретизуючи їх відносини у сфері венчурних інвестицій. Наведені способи є похідними від основних способів захисту прав, та поділяються на дві категорії залежно від суб'єкта: 1) способи захисту прав інвесторів, 2) способи захисту прав учасників (акціонерів). Правовою основою захисту корпоративних прав у цьому разі є статут, але способи забезпечення дотримання його положень залежать від порядку виконання договірних зобов'язань, тому відповідно для захисту прав учасників досліджуваних відносин можуть застосовуватися корпоративні договори з урахуванням специфіки корпоративних відносин.

Підводячи підсумок, вважаємо, що способи захисту прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності – це передбачені загальним і спеціальним законодавством, а також корпоративним договором способи для попередження правопорушення, відновлення (визнання) порушених (оспорюваних) прав і законних інтересів, що включає захист інвесторів та учасників (акціонерів) інноваційного стартапу.

Висновки за розділом 3

1. Форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності є елементом цивільно-правового механізму захисту прав, складовими якого є діяльність держави, її уповноважених органів і самої особи (як учасника венчурних корпоративних відносин) щодо створення юридичних умов, які сприяють недопущенню зупинки процесу здійснення права, а в разі виникнення перепон, для відповідного здійснення, – його відновлення.

2. Порядок захисту прав суб'єктів венчурного інвестування може здійснюватися через такі форми захисту цивільних прав та інтересів: 1) судову (судом); 2) адміністративну (Президентом України, державними органами та органами місцевого самоврядування, нотаріусом) та 3) самозахист.

3. З урахуванням правочинів, що реально укладаються на ринку венчурного інвестування, венчурні інвестори навряд чи розглядатимуть судовий захист (звичайно за винятком істотного порушення їх прав) як основну форму захисту їх прав, проте безперечно система судового захисту має вплив на формування договірних положень та ковенантів захисту їх інвестицій. Як свідчить світова практика, венчурні інвестори першочергово звертатимуть увагу на різні механізми, передбачені в інвестиційному договорі, покликані допомогти їм у ситуації неналежного виконання зобов'язань, і, де це доречно, намагатимуться здійснити відповідні зміни в корпоративному управлінні, а саме через особливий механізм *powerful control rights* – механізм корпоративного контролю та управління, притаманний відносинам венчурного інвестування.

4. Виключно цивільно-правові норми не можуть забезпечити ефективний захист корпоративних прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності, а тому судовий захист цих прав є комплексним механізмом, що варто розглянути в площині й процесуального (процедурного) механізму, який потребує удосконалення.

5. Юрисдикційна форма захисту прав суб'єктів відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності (елемент механізму цивільно-правового

правового захисту) – сукупність взаємопов'язаних правових засобів та способів, за допомогою яких поведінка учасників цих відносин, їх контрагентів та державних органів приводиться у відповідність до вимог і дозволів, що містяться у нормах права, і тим самим забезпечується захист законних прав суб'єктів цих відносин.

6. Окреслена проблематика щодо застосування юрисдикційної та неюрисдикційної форм захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності може бути вирішена шляхом удосконалення корпоративного та договірного законодавства, що регулює діяльність учасників досліджуваних відносин:

а) аналізуючи договори, що укладаються в іноземній юрисдикції, більшість проблем, що виникають з приводу порушення корпоративних прав учасників венчурного інвестування, можливо, і логічно, вирішувати на рівні закону. Прийняття адекватних змін до корпоративного законодавства, що регулюють діяльність інноваційних стартапів, значно покращить інвестиційне середовище, дозволяючи використовувати вже запроваджені в національному праві договірні механізми щодо ефективної реалізації венчурних інвестицій. Досить поширена ситуація, коли при дотриманні чинного корпоративного законодавства часто відбуваються порушення прав учасників (акціонерів) як суб'єктів відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності;

б) можливість включення норм, що забезпечують права учасників (акціонерів) як суб'єктів венчурного інвестування та гарантують їх захист, до статутів та внутрішніх документів інноваційних стартапів;

в) підвищення ролі НКЦПФР у захисті прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності. Доцільно посилити її роль та чітко закріпити повноваження щодо відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, а також надати реальну можливість звертатися до суду з позовами (заявами) у зв'язку з порушенням законодавства, що регулюють зазначені відносини за захистом прав їх суб'єктів;

г) забезпечення реалізації механізмів корпоративного управління у контексті вже виробленої практики світовими тенденціями договорів венчурного інвестування та підвищення рівня корпоративної культури.

7. З точки зору інституту захисту прав інвесторів, емпіричні дослідження показують ключові відмінності між договорами у британському та американському праві, які можна зрозуміти саме як реакцію можливостей національного права у відповідь на агентські проблеми, притаманні інвестиційним відносинам та можливості застосування механізмів самозахисту учасниками відносини венчурного інвестування.

8. Договір венчурного інвестування інноваційної діяльності – це правочин, сторонами якого є венчурний інвестор, з однієї сторони, та реципієнт інвестицій (інноваційний стартап), з іншої, щодо встановлення, зміни чи припинення інвестиційних правовідносин між ними.

9. Практика укладання корпоративних договорів досі залишається поширеною в рамках іноземних юрисдикцій, що спричинено небажанням учасників (акціонерів) українських товариств підпорядковувати відносини вітчизняному законодавству. Найголовнішою причиною того, чому такі договори не укладаються між учасниками (акціонерами) українських товариств стала позиція судів, відповідно до якої, договори між такими особами не можуть змінювати норми закону та статуту товариства, обмежувати права інших учасників (акціонерів).

10. Питанням, яке в обов'язковому порядку має вирішуватися в корпоративному договорі, є питання про межі впливу венчурного інвестора на діяльність реципієнта інвестицій поза об'ємом тих прав, які він і так має як венчурний інвестор та власник частки (акцій) у статутному капіталі реципієнта.

11. На практиці договірні відносини у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності закріплюються шляхом укладання корпоративного договору між учасниками, який передбачає юридичні важелі впливу щодо зміни статутного капіталу, що відображається й на умовах про управління інноваційним стартапом. Так, в договорах венчурного інвестування поширені

умови, що стосуються купівлі-продажу часток (акцій) та вирішення тупикових ситуацій (*dead lock*).

12. Серед всього спектру механізмів та способів, що можуть бути застосовані в рамках неюрисдикційної форми захисту прав учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, найбільш прийнятним, у рамках попередження порушення прав учасників (акціонерів) товариств як інвесторів є укладення корпоративного договору.

13. На практиці корпоративний договір має на меті захистити право кожної його сторони, предметом якого є умови, що визначають порядок здійснення корпоративних прав, у тому числі щодо умов купівлі-продажу часток (акцій), вирішення конфліктних ситуацій з позицій можливості управління та контролю інноваційним стартапом.

14. Найбільш часто в договорах венчурного інвестування застосовується неустойка – грошова сума або інше майно, які боржник має передати кредиторів у разі порушення боржником зобов'язання, тобто її основне призначення – забезпечити належне виконання договору сторонами і, таким чином, уникнути ризику судового розгляду. Встановлення неустойки в договорах венчурного інвестування також дозволяє пом'якшити наслідки інформаційної асиметрії між інвестором і товариством-реципієнтом (інноваційним стартапом).

15. Захист прав інвесторів у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності може здійснюватися за допомогою різних способів захисту. Вибір способу (способів) захисту є прерогативою інвестора, права та інтереси якого захищаються.

16. Позовні вимоги про визнання рішення загальних зборів товариства недійсним, визнання недійсним статуту чи недійсними змін до нього, визнання права власності на частку (акції) у статутному капіталі товариства не відповідають належним та ефективним способам захисту, оскільки їх задоволення не може бути підставою для внесення змін до Єдиного державного

реєстру юридичних осіб, фізичних осіб-підприємців та громадських формувань.

17. Корпоративними способами захисту прав учасників венчурного інвестування є: 1) визнання недійсними рішень органів корпоративного управління товариства (загальних зборів учасників (акціонерів), наглядової ради, виконавчого органу товариства); 2) визначення розміру статутного капіталу товариства та розмірів часток учасників товариства; 3) визнання статуту та змін до статуту недійсними; 4) виключення учасника з товариства; 5) визнання судом недійсним правочину щодо вчинення якого є заінтересованість, 6) відшкодування збитків, завданих посадовими особами товариству; 7) виплата дивідендів; 8) переведення прав і обов'язків покупця частки (акцій); 9) право вимагати проведення аудиторської перевірки діяльності товариства; 10) вимога про скасування запису в Єдиному державному реєстрі юридичних осіб, фізичних осіб.

18. Способи захисту прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності – це передбачені загальним і спеціальним законодавством, а також корпоративним договором способи для попередження правопорушення, відновлення (визнання) порушених (оспорюваних) прав і законних інтересів, що включає захист інвесторів та учасників (акціонерів) товариства-реципієнта (інноваційного стартапу).

ВИСНОВКИ

У дисертаційному дослідженні наведено теоретичне узагальнення і вирішення наукового завдання, яке полягає у визначенні правової природи відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, розкритті особливостей правового становище суб'єктного складу таких відносин, правового режиму їх об'єктів, а також окреслення форм та способів захисту прав їх учасників, що надало можливість сформулювати низку теоретичних висновків та практичних рекомендацій, спрямованих на досягнення поставленої мети наукового пошуку.

1. Венчурне інвестування (як цивільно-правова категорія) – це вид діяльності венчурних інвесторів з придбання часток (акцій) у статутних капіталах товариств-реципієнтів, що здійснюють інноваційну діяльність, на ранній стадії виведення їх інноваційного продукту на ринок чи (та) його масштабування, спрямований на отримання прибутку від подальшого продажу зазначених часток (акцій), що характеризується високими ризиками і довгостроковістю повернення вкладених інвестицій. Специфіка венчурного інвестування інноваційної виражаються через особливості його суб'єктного складу (інвестор, як правило інституційний, та венчурне товариство (АТ або ТОВ)); особливий об'єкт (корпоративні права); та існування підвищеного ризику отримання негативних результатів або неотриманням бажаного результату.

2. Венчурні інвестиції – це особлива категорія вкладень, що характеризується такими ознаками: 1) їх інноваційна спрямованість; 2) високий ступінь ризику і невизначеності в частині досягнення цілей щодо комерціалізації результатів діяльності проінвестованої юридичної особи-стартапу; 3) ці види інвестицій є досить ризикованими, оскільки вони неліквідні, а їх повернення повністю залежить від зростання інноваційної компанії; 4) висока прибутковість як визначальний чинник, що впливає на прийняття рішення про здійснення такої інвестиції, зокрема, інвестування того чи іншого інноваційного проекту.

3. На сьогодні існує чисельність підходів до тлумачення сутності та правової природи між закріпленим у Законі України «Про інститути спільного інвестування» поняттям «венчурного фонду» та фактичним здійсненням операцій у сфері венчурного інвестування у практичній площині. Такий висновок ґрунтується на тому, що інститут класичної моделі венчурних інвестиційних фондів, які здійснюють ризикове інвестування в інноваційні стартапи малих та середніх суб'єктів підприємницької діяльності, не є релевантним в юрисдикції України. Обрана модель діяльності не відповідає реальним інтересам ринку інновацій, венчурні інвестиції не виконують головної функції – інвестування новостворених малих та середніх товариств, чия діяльність спрямована на створення, впровадження та комерціалізацію інновацій.

4. Суб'єктами венчурного інвестування інноваційної діяльності є венчурні інвестори (фізичні та юридичні особи), які здійснюють індивідуальне або колективне венчурне інвестування, та товариства-реципієнти венчурних інвестицій, частки (акції) у статутному капіталі яких є об'єктом відповідної діяльності.

5. Інституційні інвестори – це суб'єкти венчурного інвестування, які на професійних засадах від свого імені надають послуги щодо можливості реалізації венчурних інвестицій на етапі переддоговірних відносин між інвесторами та товариствами-реципієнтами (стартапами), частки (акції) в статутному капіталі яких є об'єктом інвестування, та безпосередньо здійснюють інвестиційну діяльність в них по вкладенню майна, майнових прав та інших цінностей, що передані їм індивідуальними інвесторами, на договірних засадах.

6. Нормативне регулювання правового становища суб'єктів та правового режиму об'єктів венчурного інвестування інноваційних відносин в Україні не відповідає ані світовій економічній практиці, ані їх правовому регулюванню у провідних економіках світу. В Україні венчурні фонди можуть інвестувати у будь-які об'єкти або не інвестувати кошти взагалі, використовуючи власну назву та її організаційно-правову форму, без відповідності сутності самої природи

венчурного інвестування. Отже, враховуючи положення Закону України «Про інститути спільного інвестування», досить складно розглядати питання можливості визнання за венчурним фондом як ІСІ статусу учасника відносин венчурного інвестування.

7. ВФ не є організаційно-правовою формою юридичної особи, його варто розуміти як вид діяльності, яка може бути здійснена у доволі широкому колі організаційно-правових форм юридичних осіб – обмеженого партнерства (LP), ТОВ (LLC), партнерства з обмеженою відповідальністю (LLP).

8. Цивільно-правове регулювання має значення для венчурних інвесторів на рівні забезпечення та реалізації змісту їхніх договорів про венчурне інвестування інноваційної діяльності. Одним зі способів забезпечення необхідного результату з урахуванням поточної ситуації та відсутності аналогу LP, вважаємо, є практична правова можливість особливих контрольних прав венчурних інвесторів та захисту через організаційно-правові форми структуризації управління реципієнтом для цілей венчурного договору в контексті світової моделі.

9. Аналіз ключових особливостей законодавства США та Великої Британії щодо стартапів дозволяє акцентувати увагу на важливості впливу корпоративного законодавства вказаних правопорядків на сферу укладення інвестиційних договорів у сфері інновацій. На сьогодні законодавство України, закріплюючи суб'єктний склад відносин у сфері інновацій, містить лише загальні підходи до його розуміння, вказуючи на коло осіб, які можуть брати у них участь, пов'язуючи це виключно з реалізацією інноваційних проектів. Проте специфіка світового досвіду вказує, що для ведення венчурного інвестування інноваційної діяльності мають бути чітко встановлені організаційно-правові форми суб'єктів, які б дозволили побудувати систему нормативного регулювання такої діяльності та сферу її застосування. Серед існуючих на сьогодні у правовій дійсності України організаційно-правових форм юридичних осіб, з урахуванням того, що венчурне підприємництво здійснюється з метою отримання прибутку, світовим тенденціям відповідають лише АТ та ТОВ. Однак, наявність спеціального

законодавства (Закону України «Про інститути спільного інвестування»), яким передбачається конструкція ВФ, не відповідає її застосуванню у практиці ЄС та США (як світових лідерах венчурної індустрії).

10. Об'єктом венчурного інвестування є частка (акції) у статутному капіталі товариства-реципієнта разом зі всіма технологіями, виробничими потужностями, людськими ресурсами, системою управління, та іншими елементами єдиного майнового комплексу, які складають його унікальність.

11. Форми захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності є елементом цивільно-правового механізму захисту прав, складовими якого є діяльність держави, її уповноважених органів і самої особи (як учасника венчурних корпоративних відносин) щодо створення юридичних умов, які сприяють недопущенню зупинки процесу здійснення права, а в разі виникнення перепон, для відповідного здійснення, – його відновлення.

12. Проблематика щодо застосування юрисдикційної та неюрисдикційної форм захисту прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності може бути вирішена шляхом удосконалення корпоративного та договірного законодавства, що регулює діяльність учасників досліджуваних відносин:

а) аналізуючи договори, що укладаються в іноземній юрисдикції, більшість проблем, що виникають з приводу порушення корпоративних прав учасників венчурного інвестування, можливо, і логічно, вирішувати на рівні закону. Прийняття адекватних змін до корпоративного законодавства, що регулюють діяльність інноваційних стартапів, значно покращить інвестиційне середовище, дозволяючи використовувати вже запроваджені в національному праві договірні механізми щодо ефективної реалізації венчурних інвестицій. Досить поширена ситуація, коли при дотриманні чинного корпоративного законодавства часто відбуваються порушення прав учасників (акціонерів) як суб'єктів відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності;

б) можливість включення норм, що забезпечують права учасників (акціонерів) як суб'єктів венчурного інвестування та гарантують їх захист, до статутів та внутрішніх документів інноваційних стартапів;

в) підвищення ролі НКЦПФР у захисті прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності. Доцільно посилити її роль та чітко закріпити повноваження щодо відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, а також надати реальну можливість звертатися до суду з позовами (заявами) у зв'язку з порушенням законодавства, що регулюють зазначені відносини за захистом прав їх суб'єктів;

г) забезпечення реалізації механізмів корпоративного управління у контексті вже виробленої практики світовими тенденціями договорів венчурного інвестування та підвищення рівня корпоративної культури.

13. Юрисдикційна форма захисту прав суб'єктів відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності (елемент механізму цивільно-правового правового захисту) – сукупність взаємопов'язаних правових засобів та способів, за допомогою яких поведінка учасників цих відносин, їх контрагентів та державних органів приводиться у відповідність до вимог і дозволів, що містяться у нормах права, і тим самим забезпечується захист законних прав суб'єктів цих відносин.

14. Способи захисту прав учасників венчурного інвестування інноваційної діяльності – це передбачені загальним і спеціальним законодавством, а також корпоративним договором способи для попередження правопорушення, відновлення (визнання) порушених (оспорюваних) прав і законних інтересів, що включає захист інвесторів та учасників (акціонерів) товариства-реципієнта (інноваційного стартапу).

15. Серед всього спектру механізмів та способів, що можуть бути застосовані в рамках неюрисдикційної форми захисту прав учасників відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності, найбільш прийнятним, у рамках попередження порушення прав учасників (акціонерів) товариств як інвесторів є укладення корпоративного договору. На практиці корпоративний договір має на меті захистити право кожної його сторони, предметом якого є умови, що визначають порядок здійснення корпоративних прав, у тому числі

щодо умов купівлі-продажу часток (акцій), вирішення конфліктних ситуацій з позицій можливості управління та контролю інноваційним стартапом.

16. Питанням, яке в обов'язковому порядку має вирішуватися в корпоративному договорі, є питання про межі впливу венчурного інвестора на діяльність реципієнта інвестицій поза об'ємом тих прав, які він і так має як венчурний інвестор та власник частки (акцій) у статутному капіталі реципієнта.

17. Корпоративними способами захисту прав учасників венчурного інвестування є: 1) визнання недійсними рішень органів корпоративного управління товариства (загальних зборів учасників (акціонерів), наглядової ради, виконавчого органу товариства); 2) визначення розміру статутного капіталу товариства та розмірів часток учасників товариства; 3) визнання статуту та змін до статуту недійсними; 4) виключення учасника з товариства; 5) визнання судом недійсним правочину щодо вчинення якого є заінтересованість, 6) відшкодування збитків, завданих посадовими особами товариству; 7) виплата дивідендів; 8) переведення прав і обов'язків покупця частки (акцій); 9) право вимагати проведення аудиторської перевірки діяльності товариства; 10) вимога про скасування запису в Єдиному державному реєстрі юридичних осіб, фізичних осіб.

18. Практика укладання корпоративних договорів залишається поширеною в рамках іноземних юрисдикцій, що спричинено небажанням учасників (акціонерів) українських товариств підпорядковувати відносини вітчизняному законодавству. Найголовнішою причиною того, чому такі договори не укладаються між учасниками (акціонерами) українських товариств стала позиція судів, відповідно до якої, договори між такими особами не можуть змінювати норми закону та статуту товариства, обмежувати права інших учасників (акціонерів).

19. Договір венчурного інвестування інноваційної діяльності – це правочин, сторонами якого є венчурний інвестор, з однієї сторони, та реципієнт інвестицій (інноваційний стартап), з іншої, щодо встановлення, зміни чи припинення інвестиційних правовідносин між ними.

Найбільш часто в таких договорах застосовується неустойка – грошова сума або інше майно, які боржник має передати кредиторіві у разі порушення боржником зобов'язання, тобто її основне призначення – забезпечити належне виконання договору сторонами і, таким чином, уникнути ризику судового розгляду. Встановлення неустойки в договорах венчурного інвестування також дозволяє пом'якшити наслідки інформаційної асиметрії між інвестором і товариством-реципієнтом (інноваційним стартапом).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Беяневич О. Про форми захисту прав суб'єктів господарювання. *Українське комерційне право*. 2007. № 8. С. 62–69.
2. Бігняк О. В. Захист корпоративних прав: співвідношення категорій «форми захисту», «способи захисту» та «засоби захисту» (Сучасні погляди та концепції). *Юридичний вісник*. 2013. № 2. С. 43–48.
3. Бігняк О. В. Правова природа та класифікація форм захисту корпоративних прав. *Підприємництво, господарство і право*. 2018. № 6. С. 6–10.
4. Бігняк О. В. Цивільно-правовий захист корпоративних прав в Україні: дис. ... д-ра юрид. наук: 12.00.03 / Нац. ун-т «Одеська юридична академія». Одеса, 2018. 474 с.
5. Бойчук Р. П. Окремі проблеми розвитку інвестиційного законодавства України в сучасних умовах. *Інноваційна система та інформаційні технології в сучасній науці*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Харків, м. Київ, 20 жовт. 2017 р.). Харків: Право, 2017. С. 20–28.
6. Борисов І. В. До проблеми функціонування стартапів як суб'єктів інноваційної системи. *Інноваційна система та інформаційні технології в сучасній науці*: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Харків, м. Київ, 20 жовт. 2017 р.) / М-во освіти і науки України, Нац. акад. прав. наук України, НДІ прав. забезпечення інновац. розвитку НАПрН України та ін. Харків: Право, 2017. С. 28–33.
7. Бошняков І. Рейтинг українських ІТ-інвесторів 2022–2023. URL: <https://ain.ua/2023/08/28/rejtyng-ukrayinskyh-venchurnyh-fondiv/> (дата звернення: 09.03.2023).
8. Бринцев В. Д. Як і чим притягнути (заманити) бізнес-ангелів з небес на землю України. *Сучасні проблеми права та інноваційної економіки* : зб. наук. пр. за матеріалами інтернет-конференції (м. Харків, 26 берез. 2021 р.) за ред. А. В. Стріжкової. Харків : НДІ ПЗІР НАПрН України, 2021. С. 12–24.

9. Висоцький Д. Є. Правове забезпечення інноваційної діяльності: автореф. дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.04 / НАН України, Ін-т екон.-прав. досліджень. Донецьк, 2010. 19 с.
10. Вінник О. М. Інвестиційне право : навч. посіб. Київ: Юрид. думка. 2005. 568 с.
11. Вінник О. М. Інвестиційне право : навч. посіб. Київ: Юрид. думка, 2009. 616 с.
12. Віхров С. *Окремі напрями вдосконалення правового регулювання венчурного інвестування. Юридична Україна*. 2014. № 10. С. 31–37.
13. Врублевська-Місюна К. М. Правові форми інноваційного інвестування : монографія. Харків: Юрайт, 2017. 176 с.
14. Галіян І. М. Захист корпоративних прав учасників господарських товариств: цивільно-правові аспекти : дис. ... д-ра філософії: 081 – Право /НДІ приват. права і підприємництва імені академіка Ф. Г. Бурчака НАПрН України. Київ, 2020. 264 с.
15. Господарський кодекс України: Кодекс України, Закон, Кодекс від 16.01.2003 № 436-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/436-15> (дата звернення: 23.10.2023).
16. Господарський процесуальний кодекс України: Кодекс України, Закон, Кодекс від 06.11.1991 № 1798-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1798-12#Text> (дата звернення: 15.09.2023).
17. Гудіма Т. С. Венчурна діяльність як правова категорія. *Економіка та Право*. 2012. № 1. С. 67–71.
18. Гурин М. Чи зможе бізнес домовлятися? URL: <https://blog.liga.net/user/mgurin/article/27076> (дата звернення: 22.09.2023).
19. Деревянко Б., Счастливец Р. Нормативно-правове регулювання діяльності венчурних фондів. *Підприємництво, господарство і право*. 2017. № 1. С. 59–64.
20. Доповідь «Верховенство права», схвалена Європейською Комісією «За демократію через право». Венеція, 25–26 березня 2011 року. URL:

[https://www.venice.coe.int/webforms/documents/default.aspx?pdffile=CDL-AD\(2011\)003rev-ukr](https://www.venice.coe.int/webforms/documents/default.aspx?pdffile=CDL-AD(2011)003rev-ukr) (дата звернення: 13.06.2021).

21. Дорошенко Л. Корпоративні договори в національному праві та в праві країн англо-американської правової системи. *Підприємництво, господарство і право*. 2019. № 11. С. 83–89.

22. Жорнокуй В. Г. Загальні положення про захист немайнових прав учасників господарських товариств. *Право та інновації*. 2015. № 1. С. 148–153.

23. Жорнокуй Ю. М. Акціонерний договір як спосіб попередження корпоративних конфліктів в акціонерних товариствах. *Вісник Одес. нац. ун-ту ім. І. І. Мечникова*. 2012. Т. 17. Вип. 7. С. 78–84.

24. Жорнокуй Ю. М. Венчурний капітал як основне джерело інвестицій малих та середніх інноваційних підприємств. *Стратегії підприємницької діяльності в інтересах сталого розвитку малого і середнього інноваційного підприємництва*: зб. наук. пр. НДІ ПЗІР НАП рН України № 2 за матеріалами II круглого столу (м. Харків, 16 листопада 2020 року) / за ред. А. В. Стріжкової. Харків: НДІ ПЗІР НАП рН України, 2020. С. 34–41.

25. Жорнокуй Ю. М. Венчурні фонди як суб'єкти національної інноваційної системи України: огляд існуючих проблем. *Support for entrepreneurship and innovation economy in the EU, Latvia and Ukraine law*: I Internat. Intersectoral Conf., December 7, 2018. Collection of sci. works. Riga, 2018. С. 93–98.

26. Жорнокуй Ю. М. Визначення вичерпного переліку організаційно-правових форм юридичних осіб: ідеальність і реальність сьогодення. *Проблеми цивільного права та процесу*: тези доп. учасників наук.-практ. конф., присвяч. 98-й річниці від дня народження О. А. Пушкіна (м. Вінниця, 19 трав. 2023 р.). Вінниця: ХНУВС, 2023. С. 36–39.

27. Жорнокуй Ю. М. Договори про створення корпорації. *Вісник Нац. акад. правових наук України*. 2017. № 1. С. 130–139.

28. Жорнокуй Ю., Дорошенко Л., Рубан О., Тимошенко Д. Сутність та специфіка венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Financial and credit activity problems of theory and practice*. 2021. № 4. С. 362–367.
29. Жорнокуй Ю. М. «Інноваційна діяльність» та «венчурне підприємництво»: співвідношення понять та їх сутність. *Реформування правової системи в контексті євроінтеграційних процесів* : матеріали IV Міжнародної науково-практичної конференції : у 2 ч. Ч. 1 (м. Суми, 21–22 трав. 2020 р.). 2020. С. 233–237.
30. Жорнокуй Ю. М. Корпоративні конфлікти в акціонерних товариствах : цивільно-правовий аспект : монографія. Харків : Право, 2015. 532 с.
31. Жорнокуй Ю. М. Майнові права як об'єкт венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Господарська діяльність в особливий правовий період*: зб. наук. праць за матеріалами Міжнар. наук.-практ. конф. / за ред. М. Петрової, С. Глібка, (Велико-Тирново, Болгарія, 30 березня 2022 р.), Вид-во: ACCESS PRESS, 2022. С. 97–104.
32. Жорнокуй Ю. М. Нормативно-правове забезпечення договорів у сфері корпоративного інвестування. *Підприємництво, господарство і право*. 2006. № 11. С. 74–76.
33. Жорнокуй Ю. М. Організаційно-правові форми юридичних осіб – суб'єктів венчурного інвестування: якими вони мають бути? *Право та інновації*. 2018. № 1. С. 13–18.
34. Жорнокуй Ю. М. Особливості відповідальності сторін за акціонерним договором: зобов'язальна чи корпоративна природа. *Модернізація цивільно-правової відповідальності. Матвєєвські цивілістичні читання*. Матеріали міжн. наук.-практ. конф. (м. Київ, 18 жовт. 2019 р.). / Р. А. Майданик, В. В. Цюра та ін.; відп. ред. Р. А. Майданик. Київ, 2019. С. 61–63.
35. Жорнокуй Ю. М., Подрез-Ряполова І. В. Об'єкт правовідносин у сфері венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Право та інновації*. 2022. № 1. С. 31–37.

36. Жорнокуй Ю. М. Поняття спільного (корпоративного) інвестування. *Підприємництво, господарство та право*. 2005. № 10. С. 8–11.
37. Жорнокуй Ю. М. Правове регулювання венчурного підприємництва (цивільно-правовий аспект): дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Нац. ун-т внутр. справ. Харків, 2003. 195 с.
38. Жорнокуй Ю. М. Проблемні питання визначення суб'єктного складу відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Право та інновації*. 2021. № 3. С. 104–111.
39. Жорнокуй Ю. М. Проблемні питання здійснення венчурного інвестування як різновиду інноваційної діяльності. *Регіональні інноваційні ініціатив: завдання та шляхи вирішення*: зб. наук. пр. за матеріалами круглого столу (Харків, 5 квіт. 2019 р.). Харків: НДІ ПЗІР НАПрН України, 2019. С. 158–165.
40. Жорнокуй Ю. М. Учасники відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності: європейський досвід та українська правова дійсність. *Право та інновації*. 2023. № 2. С. 12–20.
41. Жорнокуй Ю. М. Цивільно-правова природа корпоративних конфліктів в акціонерних товариствах: дис. ... докт. юрид. наук: 12.00.03 / Харків. нац. ун-т внутр. справ. Харків, 2016. 476 с.
42. Жорнокуй Ю. М. Частка у статутному (складеному) капіталі господарського товариства як об'єкт цивільних прав. *Проблеми цивільного права та процесу* : тези доп. учасників наук.-практ. конф., присвяч. 96-й річниці від дня народження О. А. Пушкіна (м. Харків, 21 трав. 2021 р.) / МВС України, Харків. нац. ун-т внутр. справ ; Харків. обл. осередок Всеукр. громад. орг. «Асоціація цивілістів України». Харків : ХНУВС, 2021. С. 37–40.
43. Жорнокуй Ю. М. Юридичні особи як суб'єкт венчурного підприємництва. *Інноваційна система та інформаційні технології в сучасній науці* : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф.(м. Харків, м. Київ, 20 жовт. 2017 р.) / ред кол.: С. В. Глібко, О. Д. Крупчан, С. А. Бука. Харків : Право, 2017. С. 55–60.

44. Жилінкова О. В. Договірне регулювання відносин щодо інтелектуальної власності в Україні та за кордоном : монографія. Київ : Юрінком Інтер, 2015. 280 с.
45. Зауваження до проекту Закону України про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні (реєстраційний № 4303) від 12.07.2021. URL: https://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=70298 (дата звернення: 06.08.2021).
46. Звіт про прямі збитки інфраструктури від руйнувань внаслідок військової агресії росії проти України станом на 1 вересня 2022 року. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2022/10/Sep22_FINAL_Sep1_Damages-Report.pdf (дата звернення: 20.06.2023).
47. Здійснення та захист корпоративних прав в Україні (цивільно-правові аспекти) : монографія / За заг. ред. В. В. Луця. Тернопіль, Підручники і посібники, 2007. 320 с.
48. Зеліско А. В. Підприємницькі юридичні особи приватного права як суб'єкти цивільних правовідносин: дис. ... докт. юрид. наук: 12.00.03 / НДІ приват. права і підприємництва імені академіка Ф. Г. Бурчака НАПрН України. Київ, 2017. 571 с.
49. Злакоман І. М. Господарсько-правові засоби та форми вирішення інвестиційних спорів: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Нац. ун-т «Одеська юридична академія». Одеса, 2011. 199 с.
50. Зудіхін О. В. Форми захисту прав суб'єктів корпоративних відносин за цивільним законодавством України. *Науковий вісник Ужгород. нац. ун-ту*. 2010. Вип. 14. Ч. 2. Серія Право. С. 238–240.
51. Інвестиційне право: підручник . Ю. М. Жорнокуй, О. М. Шуміло, О. П. Сущ та ін.; за заг. ред. Ю. М. Жорнокуя. Харків : Право, 2015. 512 с.
52. Індекс інвестиційної привабливості України, розроблений Європейською бізнес асоціацією. URL: <https://eba.com.ua/indeks-investytsijnoyi-pryvablyvosti-ukrayiny-vidnovyvsvya-do-kovidnogo-znachennya/> (дата звернення: 05.11.2022)

53. Інноваційна Україна 2020: національна доповідь / за заг. ред. В. М. Гейця та ін.; НАН України. Київ, 2015. 336 с.
54. Інноваційне інвестування в Україні: проблеми правового забезпечення: монографія / кол. авторів за наук. ред. Д. В. Задихайла. Харків : Юрайт, 2013. 535 с.
55. Інтерфакс-Україна: За 2022 рік українські ІТ-компанії залучили майже \$1 млрд. венчурних інвестицій. URL: <https://inventure.com.ua/uk/news/world/za-2022-rik-ukrayinski-it-kompaniyi-zaluchili-majzhe-dollar1-mlrd-venchurnih-investicij> (дата звернення: 09.03.2023)
56. Киричок А. В. Форми захисту прав учасників господарських товариств: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Харків. нац. ун-т внутр. справ. Харків. 2020. 213 с.
57. Коваль І. Ф. Комерціалізація прав інтелектуальної власності: навчальний посібник. Київ : Юрінком Інтер, 2018. 272 с.
58. Кондратова І. Способи захисту прав та інтересів у корпоративних спорах. URL: https://supreme.court.gov.ua/userfiles/media/new_folder_for_uploads/supreme/2023_prezent/Prezent_spos_zah_prav_korp_sp.pdf (дата звернення: 17.08.2022).
59. Корпоративне управління : монографія / І. Спасибо-Фатєєва, О. Кібенко, В. Борисова; За ред. проф. І. Спасибо-Фатєєвої. Харків : Право, 2007. 500 с.
60. Кот О. О. До питання про співвідношення загальних і спеціальних способів захисту суб'єктивних цивільних прав. *Актуальні проблеми приватного права* : матеріали наук.-практ. конф., присвяч. 96-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 14 лют. 2018 р.). Харків: Право, 2018. С. 116–120.
61. Кот О. О. Захист прав суб'єктів підприємництва в третейських судах. *Українське комерційне право*. 2007. № 8. С. 70–78.
62. Кот О. О. Здійснення та захист суб'єктивних цивільних прав: проблеми теорії та судової практики : монографія. Київ : Алерта, 2017. 494 с.

63. Кравченко М. О. Перспективи застосування краудфандінгу та краудінвестінгу для фінансування стартап-проектів. *Науковий вісник Міжнар. гуманітар. ун-ту. Серія : Економіка і менеджмент*. 2017. Вип. 24. С. 127–131.
64. Кройтор В. А. Інвестиції та інновації як інструмент реалізації та впровадження змін до сучасного підприємництва в умовах війни та поствоєнний період. *Право і суспільство*. 2023. № 6. С. 93–99.
65. Кройтор В. А. Правове забезпечення інвестиційних проєктів щодо медичних інновацій. *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 10. С. 104–107.
66. Кройтор В. А. Правові засади венчурного інвестування у стартапи як інноваційний продукт. *Право та інновації*. 2023. № 3. С. 39–46.
67. Кухарев О. Є. Договір на виконання науково-дослідних робіт як форма закріплення прав та обов'язків учасників венчурного інвестування інвестиційної діяльності. *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 11. С. 170–173.
68. Кухарев О. Є. Правовий режим частки у статутному (складеному) капіталі господарського товариства у сфері інвестиційної діяльності. *Вчені записки ТНУ імені В. І. Вернадського. Серія: юридичні науки*. 2023. Том 34. № 4. С. 41–45.
69. Кухарев О. Є. Сутність договорів, які укладаються з метою здійснення корпоративного інвестування. *Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ*. 2023. № 3. С. 80–90.
70. Луців М. С. Загальнотеоретична характеристика поняття та способів захисту майнових прав інвесторів у сфері будівництва житла. *Прикарпатський юридичний вісник*. 2018. № 4. Том 1. С. 130–134.
71. Любчич А. М. Стимулювання інновацій в державному секторі: зарубіжний досвід. *Право та інновації*. 2020. № 1. С. 22–27.
72. Малойван В. В. Інвестування бізнес-ангелами інноваційних проєктів в Україні. *Право та інноваційне суспільство*. 2015. № 1. С. 49–53.

73. Махінчук В. М. До питання альтернативних процедур вирішення суперечностей у підприємницькій діяльності. *Науковий вісник Львів. держав. ун-ту внутр. справ*. 2013. № 3. С. 142–148.
74. Мисенко О. Запевнення та гарантії («Representations and Warranties») в авторських договорах. *Інформаційне агентство «ЛІГАБізнесІнформ»*. 20.11.2018. URL: <https://blog.liga.net/user/amyisenko/article/31671> (дата звернення: 08.09.2023).
75. Мойсеєнко І. П. Інвестування: навч. посіб. Київ : Знання, 2006. 490 с.
76. Нонко А. Як інвестувати в Україні в Start-up бізнес проект без ризику: покрокова інструкція для інвестора. *Центр правового консалтингу*. URL: <https://cpk.ua/uk/publikatsiyi/statti-publikatsiyi/full/yak-investuvati-v-ukrayini-v-start-up-biznes-proekt-bez-rizikupokroкова-instruktsiya-dlya-investora/> (дата звернення: 21.11.2021).
77. Піхурець О. В. «Технологія» як новий об'єкт цивільно-правового регулювання. *Проблеми цивільного права та процесу* : матеріали наук.-практ. конф., присвяченій пам'яті професора О. А. Пушкіна (Харків, 7 червня 2014 р.). Харків : ХНУВС, 2014. С. 151–155.
78. Поєдинок В. В. Правове регулювання інвестиційної діяльності: теоретичні проблеми: монографія. Ніжин: ТОВ «Видавництво «Аспект-Поліграф», 2013. 480 с.
79. Поєдинок В. В. Правове становище інвестора як суб'єкта господарських відносин: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Київ. нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. Київ. 2004. 243 с.
80. Поліщук О. Т. Сутнісні характеристики венчурного інвестування та його місце у розвитку національної економіки. *Фінанси, облік, банки*. 2017. № 1. С. 135–145.
81. Положення щодо конкурсного відбору проектів для державного стимулювання створення і використання винаходів (корисних моделей) та промислових зразків: затверджено Наказом Міністерства економічного розвитку

і торгівлі України від 12.12.2018 року № 1879. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1421-18#n14> (дата звернення: 04.11.2023)

82. Попов В. А. Особливості венчурного інвестування підприємств медичної сфери. *Правовий часопис Донбасу*. 2023. № 3. С. 31–35.

83. Попов В. А., Попова С. О. Зміст права на недоторканність ділової репутації юридичних осіб, які здійснюють венчурне підприємництво. *Право.ua*. 2023. № 4. С. 36–42.

84. Попов В. А., Попова С. О. Правові проблеми залучення інвестицій для створення ксеноімплантатів і можливості їх подальшої трансплантації. *Аналітично-порівняльне правознавство*. 2023. № 6. С. 251–257.

85. Поручник А. М., Антонюк Л. Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: монографія. Київ: КНЕУ, 2000. 172 с.

86. Постанова Верховного Суду від 30 червня 2021 у справі № 910/2842/20. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/98105161> (дата звернення: 25.06.2022).

87. Постанова Касаційного господарського суду Верховного Суду від 25 березня 2019 року у справі № 920/622/18. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/80918717> (дата звернення: 17.08.2020).

88. Постанова Касаційного господарського суду Верховного Суду від 24 липня 2018 року у справі № 927/693/17. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/98105161> (дата звернення: 13.05.2022).

89. Постанова Касаційного господарського суду Верховного Суду від 03 листопада 2021 року у справі № 903/199/20. URL: <https://reyestr.court.gov.ua/Review/100884690> (дата звернення: 13.05.2022).

90. Правове забезпечення ефективності інноваційного процесу в Україні : монографія за ред. С. В. Глібка, О. В. Розгон. Харків: НДІ прав. забезп. інновац. розвитку НАПрН України, 2021. 365 с.

91. Правове забезпечення Національної інноваційної системи у сучасних умовах: монографія / С. В. Глібка, О. В. Розгон, Ю. В. Георгієвський та

ін. ; за ред. С. В. Глібка, О. В. Розгон. Харків: НДІ прав. забезп. інновац. розвитку НАПрН України, 2020. 360 с.

92. Правове регулювання інноваційних відносин: монографія / кол. авторів С. М. Прилипко, А. П. Гетьман, Ю. Є. Атаманова та ін. Харків : Юрайт, 2013. 688 с.

93. Правила розгляду справ про порушення вимог законодавства про ринки капіталу та організовані товарні ринки, застосування санкцій або інших заходів впливу: Рішення НКЦПФР від 28.08.2020 № 405. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0966-20#Text> (дата звернення: 25.08.2023).

94. Притика Д. М. Правові засади організації і діяльності органів господарської юрисдикції та шляхи їх удосконалення: монографія. Київ: Ін Юре, 2003. 328 с.

95. Про акціонерні товариства: Закон України від 27.07.2022 № 2465-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2465-20#Text> (дата звернення: 22.05.2023).

96. Про господарські товариства: Закон України від 19.09.1991 № 1576-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1576-12#Text> (дата звернення: 12.11.2023).

97. Про державну реєстрацію юридичних осіб, фізичних осіб підприємців та громадських формувань: Закон України від 15.05.2003 № 755-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/755-15#Text> (дата звернення: 11.02.2023).

98. Про затвердження Національної економічної стратегії на період до 2030 року: Постанова Кабінету Міністрів України від 03.03.2021 р. № 179. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/179-2021-%D0%BF#n25> (дата звернення: 22.04.2023).

99. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/1560-12> (дата звернення: 22.04.2023).

100. Про інноваційну діяльність: Закон України від 04.07.2002 № 40-IV.

URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/card/40-15> (дата звернення: 19.04.2023).

101. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text> (дата звернення: 18.05.2023).

102. Про міжнародне приватне право: Закон України від 23.06.2005 № 2709-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2709-15#Text> (дата звернення: 15.09.2023).

103. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23.11.2011. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011#Text> (дата звернення: 25.08.2023).

104. Про переведення економіки України на інноваційну модель розвитку: проект Закону України від 16.02.2012 № 10069. URL: <https://ips.ligazakon.net/document/JF7RP00A> (дата звернення: 11.09.2023).

105. Про реалізацію експериментального проекту щодо надання на конкурсних засадах фінансової підтримки стартапам в Україні, у тому числі в сфері інформаційних технологій: Постанова Кабінету Міністрів України від 24.06.2022 № 736. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/736-2022-%D0%BF#Text> (дата звернення: 10.09.2023).

106. Про режим іноземного інвестування: Закон України від 19.03.1996 № 93/96-BP. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/93/96-%D0%B2%D1%80#Text> (дата звернення: 22.04.2023).

107. Про ринки капіталу та організовані товарні ринки: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 22.04.2023).

108. Про стимулювання розвитку цифрової економіки в Україні: Закон України від 15.07.2021 № 1667-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1667-20#n437> (дата звернення: 15.09.2023).

109. Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю: Закон України від 06.02.2018 № 2275-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2465-20#Text> (дата звернення: 12.06.2023).

110. Проект Закону про внесення змін до Податкового кодексу України щодо встановлення спеціального податкового режиму. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=67671 (дата звернення: 02.06.2022).

111. Резніченко С. В. Еволюція договору як наслідок зміни суспільних відносин. *Вісник Одеськ. нац. ун-ту ім. І. І. Мечникова. Правознавство*. 2016. Т. 21. Вип. 1. С. 38–45.

112. Рим Т. Я. Правове регулювання інвестиційних відносин у сфері будівництва: цивільно-правовий аспект : дис. ... докт. юрид. наук : 12.00.03 / Львів. нац. ун-т імені Івана Франка. Львів, 2021. 422 с.

113. Рим Т. Я. Цивільно-правові засади регулювання інвестиційних відносин у будівництві: монографія. Львів : Галич-Прес, 2020. 388 с.

114. Рішення Другого сенату Конституційного Суду України у справі № 3-189/2018(1819/18) від 18 червня 2020 року. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/va05p710-20?find=1&text=%D1%8E%D1%80%D0%B8%D0%B4%D0%B8%D1%87%D0%BD%D0%B0+%D0%B2%D0%B8%D0%B7%D0%BD%D0%B0%D1%87%D0%B5%D0%BD%D1%96%D1%81%D1%82%D1%8C#w2_1 (дата звернення: 20.06.2023).

115. Сигидин М. М. Корпоративний договір: дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Прикарпат. нац. ун-т імені Василя Стефаника. Івано-Франківськ, 2016. 236 с.

116. Симбірзов Д. Запровадження корпоративних договорів – які зміни для бізнесу? URL: <https://yur-gazeta.com/publications/practice/korporativne-pravo-ma/zaprovadzhennya-korporativnih-dogovoriv--yaki-zmini-dlya-biznesu.html> (дата звернення: 15.09.2023).

117. Сімсон О. Е. Правова модель державно-приватного партнерства як інструмент гармонізації публічних і приватних інтересів в інноваційній стратегії України : автореф. дис. ... докт. юрид. наук : 12.00.03, 12.00.04 / Нац. юрид. ун-т ім. Ярослава Мудрого. Харків, 2015. 42 с.

118. Сімсон О. Е. Правова модель приватно-публічного партнерства в інноваційній сфері: монографія. Харків : Право, 2013. 448 с.

119. Сімсон О. Е. Правові особливості договорів інвестиційного характеру : автореф. дис. ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Нац. юрид. ун-т ім. Ярослава Мудрого. Харків, 2002. 20 с.

120. Симсон О. Э. Специальный режим реализации договоров инвестиционного характера. *Проблеми законності*. 2005. Вип. 74. С. 32–40.

121. Сітченко Г. М. Договір convertible note як інструмент венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні: очікування та реальність. *Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних та сімейних прав* : матеріали наук.-практ. конф., присвяч. пам'яті проф. Ч. Н. Азімова (м. Харків, 15 груд. 2021 р.). Харків : Право, 2021. С. 186–190.

122. Сітченко Г. М. До питання цивільно-правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Стратегії підприємницької діяльності в інтересах сталого розвитку малого і середнього інноваційного підприємництва*: зб. наук. пр. НДІ ПЗІР НАПрН України № 2 за матеріалами II круглого столу (м. Харків, 16 листоп. 2020 р.) / за ред. А. В. Стріжкової. Харків: НДІ ПЗІР НАПрН України, 2020. С. 108–116.

123. Сітченко Г. М. Краудінвестинг як сучасний напрям реалізації бізнес-ангельського інвестування в Україні. *Вісник Харків. нац. ун-ту внутр. справ*. 2021. № 4. С. 79–89.

124. Сітченко Г. М. Стартап як об'єкт венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Учасники цивільних відносин: новації рекодифікації цивільного (приватного) права України*: матеріали XIX наук.-практ. конф., присвяч. 99-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 12 берез. 2021 р.). Харків: Право, 2021. С. 349–351.

125. Сітченко Г. М. Цивільно-правовий захист прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Здійснення та захист корпоративних прав в Україні: шлях до європейських стандартів*: Зб. наук. праць за матеріалами XXI

Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Івано-Франківськ, 6 жовт. 2023 року) / НДІ приватного права і підприємництва імені акад. Ф. Г. Бурчака НАПрН України; за ред. д-ра юрид. наук В. А. Васильєвої. Івано-Франківськ, 2023. С. 108–111.

126. Сітченко Г. М. Щодо поняття венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Право та інновації*. 2021. № 2. С. 30–35.

127. Сліпченко С. О. Місце об'єктів особистих немайнових правовідносин у системі об'єктів цивільного права. *Право і суспільство*. 2013. № 6-2. С. 87–92.

128. Сліпченко С. О. Поняття об'єкта цивільного права за ЦК України. *Право України*. 2007. № 12. С. 80–84.

129. Смовженко Т. С., Денис О. Б. Агентські витрати як фінансові передумови появи корпоративних конфліктів. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2017. Вип. 2. С. 213–220.

130. Спасибо-Фатєєва І. В. Венчурний капітал і венчурні компанії як основа перетворень інноваційного середовища в Україні. *Вісник Академії правових наук України*. 2006. № 2. С. 141–149.

131. Способи захисту корпоративних прав. URL: https://uz.ligazakon.ua/magazine_article/EA016197 (дата звернення: 15.09.2023).

132. Стефанчук Р. О. Особисті немайнові права фізичних осіб у цивільному праві (поняття, зміст, система, особливості здійснення та захисту): монографія / Відп. ред. Я. М. Шевченко. Хмельницький: Вид-во Хмельницьк. ун-ту управління та права, 2007. 626 с.

133. Сучасні економіко-правові ризик-орієнтовані засоби регулювання розвитку ринку фінансових послуг: монографія / За ред. Н. М. Внукової, С. В. Глібка. Харків : НДІ ПЗІР НАПрН України, 2020. 304 с.

134. Сучасні проблеми цивільного права та процесу : навч. посіб. / С. О. Сліпченко, О. В. Синегубов, В. А. Кройтор та ін. ; за ред. Ю. М. Жорнокуя та Л. В. Красицької. Харків : Право, 2017. 808 с.

135. Суц О. П. Цивільні правовідносини з корпоративного інвестування : монографія. Харків: Право, 2017. 200 с.

136. Тарнавський Р. В. Господарсько-правове стимулювання венчурного інвестування в Україні : дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.04 / Нац. ун-т «Одеська юридична академія». Одеса, 2017. 235 с.

137. Тарнавський Р. В. Положення про representations and warranties (запевнення та гарантії, які обумовлюють укладення договору) в договорах, підпорядкованих праву України. *Правові та інституційні механізми забезпечення розвитку України в умовах європейської інтеграції* : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 18 травня 2018 р.) У 2-х т. Т. 2 / відп. ред. Г. О. Ульянова. Одеса : Видавничий дім «Гельветика», 2018. С. 670–673.

138. Тарнавський Р. Щодо подвійної правової природи господарських відносин між венчурними інвесторами та реципієнтами венчурних інвестицій. *Підприємництво, господарство і право*. 2016. № 8. С. 58–62.

139. Теоретичні засади правового регулювання інвестування інноваційного розвитку в Україні : монографія / С. М. Прилипко, Р. П. Бойчук, С. В. Глібоко та ін.; за ред. Р. П. Бойчука. Харків. Право, 2014. 480 с.

140. Терлецька В. О. Концептуальні основи формування венчурних структур і моніторинг. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку*. 2023. № 1. С. 108–122.

141. Україна – Швидка оцінка завданої шкоди та потреб на відновлення : Лютий 2022 – Лютий 2023 (Ukrainian) published by World Bank, Government of Ukraine, European Union, United Nations. Washington, D.C.: World Bank Group. URL:

<http://documents.worldbank.org/curated/en/099062823034041908/P18017401fe8430010af21016afb4ebc8c4> (дата звернення: 03.09.2023).

142. Фесенко О. М. Адміністративно-правовий захист інвестицій в Україні: монографія. Одеса : Гельветика, 2020. 579 с.

143. Хрімлі О. Г. Захист прав інвесторів у сфері господарювання: теоретико-правовий аспект / НАН України, Ін-т економіко-правових досліджень. Київ: Юрінком Інтер, 2016. 320 с.

144. Цивільне право України: Академічний курс: підручник: В 2 т. Т. 1 Загальна частина / За заг. ред. Я. М. Шевченко. Київ: Концерн «Видавничий Дім «Ін Юре», 2003. 520 с.
145. Цивільне право України: навч. посіб. [Білоусов Ю. В. та ін.]; за ред. Р. О. Стефанчука. Київ : Прецедент, 2005. 448 с.
146. Цивільний кодекс України: Кодекс України, Закон, Кодекс від 16.01.2003 № 435-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/435-15> (дата звернення: 12.09.2023).
147. Цивільний кодекс України: Науково-практичний коментар (пояснення, тлумачення, рекомендації з використанням позицій вищих судових інстанцій, Міністерства юстиції, науковців, фахівців). Т. 3: Юридична особа / за ред. проф. І. В. Спасибо-Фатєєвої. Харків : ФО-П Колісник А. А., 2010. 736 с.
148. Цивільний кодекс України: науково-практичний коментар. Т. 1: Загальні положення. Особи / за ред. І. В. Спасибо-Фатєєвої. Харків : ЕКУС, 2020. 928 с.
149. Цюра В. В. Інноваційна діяльність та способи її договірному оформлення. *Приватне право і підприємництво*. 2023. Вип. 23. С. 249–254.
150. Цюра В. В. Істотні умови та особливості укладення інвестиційних договорів: цивілістичний погляд. *Юридична Україна*. 2023. № 7. С. 23–30.
151. Цюра В. В. Проблемні питання визначення об'єкта венчурного підприємництва. *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 9. С. 138–141.
152. Чайковська М. П. Інвестування. Одеса: Одес. нац. ун-т імені І. І. Мечникова. 2016. 322 с.
153. Чернадчук В. Д., Сухонос В. В., Чернадчук Т. О. Основи інвестиційного права України: Навч. посіб. / За заг. ред. В. Д. Чернадчука. 2-ге вид., перероб. і доп. Суми: ВТД «Університетська книга», 2005. 384 с.
154. Чорнобаєв В. В. Інноваційно-інвестиційна діяльність та її регулювання в економіці України: автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.01 / Нац. гірничий ун-т. Дніпропетровськ, 2008. 20 с.

155. Шишка О. Р. Підприємство як суб'єкт та об'єкт цивільних правовідносин у сфері венчурного інвестування: огляд теоретичних точок зору. *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 10. С. 148–151.
156. Шишка О. Р., Шишка Н. В. Проблеми нормативно-правового забезпечення венчурного інвестування в military tech. *Право.ua*. 2023. № 3. С. 211–219.
157. Шишка О. Р. Щодо проблеми визначення місця деяких правовідносин у сфері венчурного інвестування в предметі цивільного права. *Право.ua*. 2023. № 4–2. С. 134–141.
158. Шкіль Л. Фінансування українських стартапів під час війни: де шукати інвестиції. URL: <https://ain.ua/2022/11/16/finansuvannya-ukrayinskyh-startapiv-pid-chas-vijny/> (дата звернення: 25.02.2023).
159. Annual Market Overview 2022–2023 by UVCA and Mind.ua by the Ukrainian Venture Capital and Private Equity Association (UVCA) and business media Mind UA. URL: <https://uvca.eu/news/annual-market-overview-by-uvca-and-mind.ua> (дата звернення: 11.10.2023).
160. Annual Market Overview of Ukrainian Venture Capital and Private equity presented by Ukrainian Venture Capital and Private Equity Association (UVCA) and business media Mind UA. URL: <https://uvca.eu/news/annual-market-overview-by-uvca-and-mind.ua> (дата звернення: 09.08.2023).
161. Berglöf E. A control theory of venture capital finance. *Journal of Law Economics and Organisation*. 1994. № 10. P. 247–267.
162. Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T. The importance of trust for investment: Evidence from venture capital. *Review of Financial Studies*. 2016. № 29. URL: https://pure.uvt.nl/ws/files/16095250/The_Importance_of_Trust_for_Investment_Da_Rin_Bottazzi_Hellman.pdf (дата звернення: 22.04.2021).
163. Carried interest in Private Equity and Venture Capital. URL: <https://www.moonfare.com/glossary/carried->

[interest#carriedinterestinprivateequityandventurecapital](#) (дата звернення: 16.12.2023).

164. Central and Eastern European startups 2022. Third Edition, November 2022. URL: <https://dealroom.co/uploaded/2022/11/Dealroom-GoogleAtomicCredo-CEE-2022.pdf> (дата звернення: 20.11.2023).

165. Cooke D. J. Private Equity: Law and Practice. 7th edn Sweet & Maxwell. 2021. 429 p.

166. Conclusions with accordance BVCA Model Term Sheet for a Series A Round that can be accessed via the following link. URL: <https://www.bvca.co.uk/Policy/Tax-Legal-and-Regulatory/Industry-guidance-standardised-documents/Model-documents-for-early-stage-investments> (дата звернення: 03.02.2023).

167. Chapter 17 of Title 6 Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act. URL: <https://delcode.delaware.gov/title6/c017/index.html> (дата звернення: 12.11.2023).

168. Charles J. Woelfel Encyclopedia of Banking and Finance. New York. 1998. 1220 p.

169. Cumming D. J., [Agency costs, institutions, learning, and taxation in venture capital contracting](#). *Journal of Business Venturing*. 2005. Vol. 20. P. 573–622.

170. Cumming D., Dai N. Fund Size, Limited Attention and Valuation of Venture Capital Backed Firms. *Journal of Empirical Finance*. 2011. № 18. P. 2–15.

171. Cumming D. J., Johan S. A. Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective. Elsevier Academic Press. 2009. 780 p.

172. England and Wales High Court (Queen's Bench Division) Decisions Between NEW MEDIA HOLDING COMPANY LLC and IVAN KUZNETSOV. URL: <http://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/QB/2016/360.html> (дата звернення: 03.02.2023).

173. Ferreira M. A., Matos P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*. 2008. Vol. 88. P. 499–533.

174. Festel G., Wuermseher M., Cattaneo G. Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies. *International Journal of Business*. 2013. № 18. P. 216–231.

175. Fried J.M., Ganor M. Agency costs of venture capitalist control in startups. *New York University Law Review*. 2006. № 1. P. 967–1025. URL: http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency_costs_venture_capitalist.pdf (дата звернення: 12.11.2023).

176. Glossary Covenant. URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-107-6009?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-107-6009?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) (дата звернення: 12.11.2023).

177. Glossary Startup. URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-000-5016?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-000-5016?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) (дата звернення: 01.08.2023).

178. Gompers P., Lerner J. An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 51. P. 3–44.

179. Gordon Smith D., Masako Ueda, Law & Entrepreneurship: Do courts matter? *Entrepreneurial Business Law Journal*. 2006. № 12. P. 353–368 URL: https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1037&context=faculty_scholarship (дата звернення: 03.09.2023).

180. Guide to Venture Capital Term Sheets. *British Private equity and Venture Capital Association*. URL: http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/StandardIndustryDocuments/Guide_to_VC_Termsheets.pdf (дата звернення: 03. 02.2023).

181. Investor book. 2021. URL: <https://investorsbook.uvca.eu/> (дата звернення: 09.03.2023).

182. Kaplan S. N., Sensoy B. A. Private Equity Performance: A Survey. *Annual Review of Financial Economics*. 2015. Vol. 7, issue 1. P. 597–614.

183. Kaplan S. N., Strömberg P. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. *Review of Economic Studies*. 2003. № 70. P. 81–315. URL:

<https://www.hhs.se/contentassets/662e98040ed14d6c93b1119e5a9796a4/kaplanstrombergres2003-published-version.pdf> (дата звернення: 06.02.2022)

184. Kleinberger D. S. Agency, Partnerships, and LLCs: Examples and Explanations. Aspen Publishers Online, 2008. 756 p.

185. Levin Jack. Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions. New York : Wolters Kluwer, 2008. P. 1028–1037.

186. Limited Liability Partnerships Act 2000. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/12/contents> (дата звернення: 12.11.2023).

187. Limited Partnerships Act 1907. URL: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/contents> (дата звернення: 12.11.2023).

188. Mason C., Harrison R. Venture Capital: Rationale, Aims and Scope. *Venture Capital*. 1999. vol. 1. № 1. P. 1–46.

189. McCrea C., Zulkosky S. Commentary: Challenging the GP commit – one size doesn't fit all. URL: <https://www.pionline.com/industry-voices/commentary-challenging-gp-commit-one-size-doesnt-fit-all> (дата звернення: 12.12.23)

190. Moore J., Wu J., Hart K., Gavin E., Hill S., Tibrewala S., Rosen J. Founder Series: Top Tips to Follow When Flipping to a Delaware Corporation. URL: <https://www.orrick.com/en/Insights/2023/01/Founder-Series-Top-Tips-to-Follow-When-Flipping-to-a-Delaware-Corporation> (дата звернення: 09.03.2023).

191. Now is the time to invest in Ukrainian Founders published by FF Venture Capital. URL: <https://ffvc.com/ukraine/> (дата звернення: 17.10.2023).

192. Policy paper Factsheet: limited partnerships, updated 26 October 2023. URL: <https://www.gov.uk/government/publications/economic-crime-and-corporate-transparency-bill-2022-factsheets/fact-sheet-limited-partnerships> (дата звернення: 02.11.2023).

193. Przem. What is Startup? The Historical Background. URL: <https://www.growly.io/what-is-a-startup-the-historical-background/> (дата звернення: 28.08.2022).

194. Robinson D. T., Sensoy B. A. Do Private Equity Fund Managers Earn Their Fees? Compensation, Ownership, and Cash Flow Performance. *The Review of Financial Studies*. 2013. Vol. 26. № 11. November. P. 2760–2797. URL: <https://www.jstor.org/stable/24464777> (дата звернення: 12.12.23).
195. Rossmoor Sanitation, Inc. v. Pylon, Inc. L.A. No. 30356. Supreme Court of California. February 28, 1975. URL: <https://law.justia.com/cases/california/supreme-court/3d/13/622.html> (дата звернення: 15.12.2023).
196. Shleifer A., Vishny R. W. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. P. 737–783. URL: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorp.gov.pdf> (дата звернення: 03.09.2023).
197. SAFE: Simple Agreement for Future Equity (Seed-Stage Startup). URL: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-001-3072?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-001-3072?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) (дата звернення: 12.12.2023).
198. Sitchenko H. M. Venture capital investment and civil law: challenging for Ukraine in an international perspective. *Нове українське право*. 2023. № 3. С. 189–196.
199. Sitchenko H. M. Seeking for vc investment – what does matter for start-ups? *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 6. С. 185–188.
200. Smith D. G. The Exit Structure of Venture Capital. *University of Wisconsin Legal Studies Research Paper*. 2005. № 1005. UCLA Law Rev 53. P. 315–356.
201. Shuba M., Shuba O. Business angels investment as a special form of business financing. *Вісник Харків. нац. ун-ту імені В. Н. Каразіна. Серія: Міжнародні відносини, економіка, країнознавство, туризм*. 2018. № 8. С. 162–170.

202. Sahoo A. Eligibility Criteria for Startup India Scheme. URL: <https://www.myadvo.in/blog/eligibility-criteria-for-start-up-india-scheme/> (дата звернення: 16.04.2020).

203. Tax Information For Partnerships. URL: <https://www.irs.gov/businesses/partnerships> (дата звернення: 12.11.2023).

204. Term sheet: як скласти та на що звернути увагу. URL: <https://stalirov.lawyer/posts/term-sheet> (дата звернення: 15.09.2023).

205. The annual overview of the Ukrainian tech investment industry. *The DealBook of Ukraine published by AVentures Capital*. URL: <https://www.slideshare.net/YevgenSysoyev/dealbook-of-ukraine-2023-edition> (дата звернення: 17.10.2023).

206. The importance of UK Limited Partnerships for Private Equity & Venture Capital. URL: [https://www.bvca.co.uk/Portals/0/Documents/Policy/Technical%20Publications/180822%20UK%20LP-PE%20brief%20\(web%20version\).pdf?ver=2018-08-22-160016-000](https://www.bvca.co.uk/Portals/0/Documents/Policy/Technical%20Publications/180822%20UK%20LP-PE%20brief%20(web%20version).pdf?ver=2018-08-22-160016-000) (дата звернення: 23.10.2023).

207. Tokarev S. From Ukraine: An Investor's POV On The Current State Of VC/Startups. URL: <https://news.crunchbase.com/news/from-ukraine-an-investors-pov-on-the-current-state-of-vc-startups/> (дата звернення: 22.04.2021).

208. Understanding the Nature and Impact of the business angels in Funding Research and Innovation Final Report. Business Angel Funding. URL: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2017/12/Final-Report_Understanding-the-Nature-and-Impact-of-the-business-angels-in-Funding-Research-and-Innovation_FV_Formatted_Revised13.12.2017.pdf. (дата звернення: 30.07.2023).

209. Venture Pulse Q1 2023 Global analysis of venture funding published by KPMG Private Enterprise's Venture Pulse. 2023. April 19. URL: <https://kpmg.com/ua/uk/home/insights/2023/04/q1-venture-pulse-report-global.html> (дата звернення: 07.09.2023).

210. What Are The NVCA Model Venture Capital Financing Documents? National venture capital association. URL:

http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=108&Itemid=136 (дата звернення: 03. 02.2023).

211. What is Venture Capital? URL: <https://nvca.org/about-us/what-is-vc/> (дата звернення: 18.05.2023).

212. What is STARTUP? definition of STARTUP (Black's Law Dictionary). (2013, March 2). Retrieved from <https://thelawdictionary.org/startup/> (дата звернення: 15.01.2022).

213. Woelfel C. J. Encyclopedia of Banking and Finance. New York. 1998. 1220 p.

214. Yates G., Hinchliffe M. A Practical Guide to Private Equity Transactions (CUP 2010). *Chapter 5 Equity Documentation*. URL: <http://ebooks.cambridge.org/chapter.jsf?bid=CBO9780511676147&cid=CBO9780511676147A014&tabName=Chapter> (дата звернення: 02. 02.2023).

215. Zaider B. How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*, November – December 1998. P. 131–139. URL: <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works> (дата звернення: 11.12.2020).

ДОДАТОК

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ ТА
ВІДОМОСТІ ПРО АПРОБАЦІЮ ЇЇ РЕЗУЛЬТАТІВ

Наукові праці, в яких опубліковані основні результати дисертації:

1. Сітченко Г. М. Щодо поняття венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Право та інновації*. 2021. № 2. С. 30–35. URL: <https://pti.org.ua/index.php/ndipzir/article/view/714/618>

DOI: [https://doi.org/10.37772/2518-1718-2021-2\(34\)-4](https://doi.org/10.37772/2518-1718-2021-2(34)-4)

2. Сітченко Г. М. Краудінвестинг як сучасний напрям реалізації бізнес-ангельського інвестування в Україні. *Вісник Харківського національного університету внутрішніх справ*. 2021. № 4. С. 79–89. URL: <https://visnyk.univd.edu.ua/index.php/VNUAF/article/view/430/395>

DOI: <https://doi.org/10.32631/v.2021.4.05>

3. Sitchenko H. M. Venture capital investment and civil law: challenging for Ukraine in an international perspective. *Нове українське право*. 2023. № 3. С. 189–196. URL: <http://newukrainianlaw.in.ua/index.php/journal/article/view/501/452>

DOI: <https://doi.org/10.51989/NUL.2023.3.27>

4. Sitchenko H. M. Seeking for vc investment – what does matter for start-ups? *Юридичний науковий електронний журнал*. 2023. № 6. С. 185–188. URL: http://lsei.org.ua/6_2023/40.pdf

DOI: <https://doi.org/10.32782/2524-0374/2023-6/40>

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

1. Сітченко Г. М. До питання цивільно-правового регулювання венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Стратегії підприємницької діяльності в інтересах сталого розвитку малого і середнього інноваційного підприємництва*: зб. наук. пр. НДІ ПЗІР НАПрН України № 2 за матеріалами II круглого столу

(м. Харків, 16 листоп. 2020 р.) / за ред. А. В. Стріжкової. Харків: НДІ ПЗІР НАПрН України, 2020. С. 108–116.

2. Сітченко Г. М. Стартап як об'єкт венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Учасники цивільних відносин: новації рекодифікації цивільного (приватного) права України*: матеріали XIX наук.-практ. конф., присвяч. 99-й річниці з дня народж. д-ра юрид. наук, проф., чл.-кор. АН УРСР В. П. Маслова (Харків, 12 берез. 2021 р.). Харків: Право, 2021. С. 349–351.

3. Сітченко Г. М. Договір convertible note як інструмент венчурного інвестування інноваційної діяльності в Україні: очікування та реальність. *Проблеми вдосконалення приватноправових механізмів набуття, передачі, здійснення та захисту суб'єктивних цивільних та сімейних прав*: матеріали наук.-практ. конф., присвяч. пам'яті проф. Ч. Н. Азімова (м. Харків, 15 груд. 2021 р.). Харків: Право, 2021. С. 186–190.

4. Сітченко Г. М. Цивільно-правовий захист прав суб'єктів венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Здійснення та захист корпоративних прав в Україні: шлях до європейських стандартів*: Зб. наук. праць за матеріалами XXI Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Івано-Франківськ, 6 жовт. 2023 року) / НДІ приватного права і підприємництва імені акад. Ф. Г. Бурчака НАПрН України; за ред. д-ра юрид. наук В. А. Васильєвої. Івано-Франківськ, 2023. С. 108–111.