

УДК 336

**ФОРМЫ ОРГАНИЗАЦИИ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ
В ВЕНЧУРНЫЕ ПРОЕКТЫ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ****А.Е. ЕРШ***(Белорусский государственный университет, Минск)*

Рассмотрены организационно-правовые формы коллективных инвестиций в венчурные проекты, в том числе с использованием интернет-технологий (краудфандинг и ICO). Исследован опыт организации коллективного финансирования венчурных проектов и его правовое регулирование на примере США, стран Европейского союза и Российской Федерации. Приведены практические рекомендации по совершенствованию законодательства Республики Беларусь в области коллективных форм инвестирования в венчурные проекты.

Ключевые слова: венчурное инвестирование, инвестиционное товарищество, коллективное инвестирование, краудфандинг, венчурный проект, ICO.

Глобализация производства, научно-техническая мобилизация и переход к инновационной экономике в числе первостепенных задач определяют создание необходимых условий для постоянного генерирования и внедрения новых технологий и инноваций. В настоящее время традиционная научно-техническая политика уступает место инновационной политике, сфокусированной на практическом применении и получении коммерческой отдачи от внедрения инновационных проектов, что стимулирует возникновение новых форм финансирования, таких как венчурное финансирование, краудинвестинг, краудлендинг и др. [1].

В зависимости от уровня институционального развития венчурной индустрии и уровня применения внутри ее IT технологий получение инвестиций можно разделить на два вида: классическое финансирование венчурных проектов и инновационное.

Классический вид венчурного финансирования предусматривает активное участие инвесторов в жизни венчурного проекта (стартапа). Как правило, классические венчурные инвесторы помимо денежных средств вносят в проект свои компетенции и связи, становятся совладельцами проекта и могут влиять на его развитие: блокировать сделки, назначать директоров и так далее, т.е. они взаимосвязаны между собой и проектом.

Инновационный вид венчурного финансирования предусматривает объединение не связанных между собой будущих пользователей, разработчиков и партнеров венчурного проекта в одну экосистему посредством использования денежных средств и (или) токенов (цифровой валюты) в рамках экономической платформы проекта. Участники такой экосистемы могут не только хранить свои инвестиции как активы, но и использовать их в рамках формируемой экосистемы. Таким образом, инновационный вид венчурного финансирования позволяет решить сразу несколько проблем венчурного проекта – предоставление необходимого финансирования и обеспечение возможности формирования базы для развития проекта.

Результаты анализа проинвестированных венчурных проектов показывают, что необходимый объем венчурного финансирования, как правило, равен эквиваленту 100–500 тыс. евро [2]. Анализ сделок, заключаемых с участием классических венчурных инвесторов (бизнес-ангелов), показал, что средний чек инвестиций в венчурный проект составляет в среднем 20 тыс. евро в год, при этом сумма сделок находится в достаточно широком диапазоне – от 10 тыс. евро в Литве, 20–22 тыс. евро в Великобритании, Испании и Германии до 66 тыс. евро в Финляндии и Эстонии и 10 тыс. евро в России [3].

Средний чек инвестиций в инновационные технологичные проекты на национальных краудфандинговых площадках находится в пределах 40 BYN (20 евро – сумма, которую чаще всего инвестируют в проект инвесторы-резиденты на краудфандинговых площадках) при средней сумме необходимых инвестиций, равной эквиваленту 10 тыс. долл. США¹. Как в первом, так и втором случае для успешной реализации венчурного проекта (стартапа) требуется объединение капиталов розничных инвесторов и (или) привлечение крупного институционального инвестора.

Выбор организационно-правовой формы коллективного финансирования венчурных проектов зависит от целей проекта, объема требуемого финансирования и его вида, возможностей венчурной экосистемы национальной экономики.

¹ По данным краудфандинговой площадки Ulej.by.

В Республике Беларусь доступны два вида венчурного финансирования, которые предусматривают множество организационно-правовых форм.

Среди форм классического вида коллективного инвестирования венчурных проектов национальным законодательством предусмотрено создание:

- открытого акционерного общества (далее – ОАО);
- общества с ограниченной ответственностью (далее – ООО);
- коммандитного товарищества («товарищество на вере» в Российской Федерации);
- простого товарищества;
- паевого венчурного фонда.

Однако не все вышеназванные организационно-правовые формы в полной мере отвечают целям коллективного инвестирования в венчурные проекты по ряду причин. Правовое регулирование деятельности хозяйственных обществ в форме ОАО и ООО чрезмерно «перегружено» требованиями к управлению обществом, принятию решений, раскрытию информации и представлению отчетности, что влечет достаточно сложную процедуру привлечения средств на практике, отсутствие гибкости в налогообложении полученных доходов, управлении средствами и в выборе пути выхода из проинвестированных проектов.

Коммандитное товарищество также обладает недостатками [4], среди которых:

- невозможность участия в нескольких товариществах на правах полного товарища в силу императивного запрета;
- отсутствие возможности ограничить право на выход из товарищества;
- императивные положения в отношении вкладчиков.

Простое товарищество, разновидностью которого является инвестиционное товарищество, также имеет некоторые «минусы» и «узкие места» и не подходит по таким основаниям, как:

- наличие солидарной ответственности всех товарищей по всем общим обязательствам вне зависимости от оснований их возникновения, что означает принятие инвестором повышенных бизнес-рисков по сравнению с другими коллективными формами ведения бизнеса;
- отсутствие возможности ограничить выход участников из договора, что предполагает нестабильность договора и высокий риск потери инвесторов.

Достаточно новая для Республики Беларусь организационно-правовая форма «паевой инвестиционный фонд» с учетом требований к инфраструктуре (депозитарий, управляющая компания и т.д.) получается достаточно громоздкой по структуре и дорогой в части транзакционных издержек. Кроме того, в ряде случаев законодательные требования не позволяют адаптировать структуру паевого инвестиционного фонда для целей венчурной деятельности.

Анализ зарубежного опыта осуществления коллективного инвестирования в США, Австралии, странах ЕС и Российской Федерации показывает, что одной из самых распространенных форм коллективных инвестиций в венчурные проекты является инвестиционное товарищество (англ. Limited Liability Partnership). Так, согласно информации, публично раскрываемой на сайте Федеральной нотариальной палаты, количество заключенных договоров инвестиционного товарищества по состоянию на 01.04.2019 составило 55 подобных соглашений, среди которых 10 венчурных фондов.

Ключевыми преимуществами инвестиционного товарищества согласно законодательству Российской Федерации, выступают:

- адаптация модели для ведения совместной деятельности в целях венчурного инвестирования;
- высокая степень гибкости в принятии управленческих решений;
- возможностью контроля за выполнением принятых решений через инвестиционный комитет, а также иные органы управления, создаваемые по усмотрению участников договора инвестиционного товарищества;
- возможность консолидации разных видов имущества на уровне инвестиционного товарищества;
- отсутствие налогообложения на уровне инвестиционного товарищества и отсутствие необходимости уплаты налога на добавленную стоимость в отношении услуг управляющего товарища;
- широкие возможности инвестирования, предусматривающие помимо ценных бумаг и финансовых инструментов срочных сделок дополнительную возможность размещать денежные средства, внесенные в качестве вклада в общее имущество, на депозитах и предоставлять их в заем;
- раскрытие информации и конфиденциальность (данные относительно товарищей-вкладчиков не отражаются в публичных реестрах, а иные вопросы раскрытия информации о договоре инвестиционного товарищества могут быть урегулированы самим договором);
- ограничение ответственности инвесторов, ставших товарищами-вкладчиками инвестиционного товарищества;

- налоговая прозрачность (транспарентность) и, как следствие, отсутствие двойного налогообложения (взимание налогов происходит только на уровне инвесторов и не происходит на уровне самого инвестиционного фонда).

С учетом вышеизложенного целесообразным видится разработка нормативного правового акта Главы государства или изменений и дополнений в Гражданский кодекс Республики Беларусь, регламентирующих деятельность инвестиционного товарищества. Введение института инвестиционного товарищества позволит обеспечить возможность осуществления коллективных инвестиций без образования юридического лица в соответствии с требованиями венчурных инвесторов в части отсутствия ограничений по составу участников, исключения двойного налогообложения для участников-нерезидентов, обеспечения возможности поэтапного внесения вкладов и гибкой организации управления в ходе реализации инновационных проектов.

К организационно-правовым формам коллективных инвестиций инновационного вида венчурного финансирования автор относит коллективные формы инвестирования с использованием специальных интернет-площадок и технологии блокчейн, среди которых самыми популярными являются:

- краудфандинг;
- ICO (initial coin offering);
- TSO (tokenised securities offering) и криптофонды.

Краудфандинг или народное (коллективное) финансирование проектов предполагает добровольное вложение частными и (или) институциональными инвесторами денежных средств посредством специальных интернет-площадок.

На текущий момент выделяют несколько основных направлений краудфандинга:

- благотворительный краудфандинг (безвозмездное пожертвование средств на реализацию проекта);
- наградной краудфандинг (вложение денежных средств в обмен на получение индивидуальными инвесторами определенных товаров или услуг при реализации проекта);
- краудлендинг, или кредитный краудфандинг (одолживание денег авторам проектов под определенный процент);
- краудинвестинг или инвестиционный краудфандинг (участие в подобных проектах дает инвесторам право на долю в собственности, на получение части прибыли и т.п.).

Для целей венчурного финансирования на начальных стадиях венчурного проекта подходят последние две формы краудфандинга.

В Республике Беларусь рынок краудинвестинга и краудлендинга пока не развит: по состоянию на 01.04.2019 зарегистрированы и работают только несколько *инвестиционных интернет-площадок* [5]:

- *краудинвестинговая площадка Investo.by* – запущена в январе 2015 года и является универсальной краудфандинговой платформой для реализации различных проектов – от творческих (фильмов, игр, музыки, дизайна и пр.) до технологических;

- *краудфандинговая площадка Maesens.by* – работает с 2011 года и представляет собой благотворительный аукцион встреч, где деньги от продажи встреч идут на финансирование благотворительных мероприятий;

- краудфандинговая площадка Talaka.by-Talacosht – работает с 2013 года и служит краудфандинговой площадкой, где реализуются проекты в сфере образования, национальной культуры, социальной помощи, искусства и технологий, а вознаграждение за участие осуществляется в виде подарка или благодарности;

- краудфандинговая площадка Ulej.by – работает с 2015 года по принципу краудфандинговой площадки Talaka.by-Talacosht.

Небольшое количество краудфандинговых площадок объясняется в первую очередь отсутствием законодательной базы и высокой степенью риска инвестирования.

К основным *преимуществам* таких площадок можно отнести следующее:

- снижение временных и финансовых затрат для поиска подходящих инвесторов за счет использования интернет-технологий;
- потенциальное увеличение спонсоров в сотни раз в случае инвестирования даже небольшой суммы на развитие проекта;
- участие инвесторов в развитии проекта посредством предложения идей по улучшению проекта;
- возможность проведения маркетингового исследования в режиме реального времени путем сбора средств (чем больше людей готовы профинансировать производство товара, тем большим спросом он будет пользоваться на рынке);
- возможность привлечения профессиональных инвесторов в случае успешно проведенной компании по сбору средств;
- финансирование не ограничено географически.

Однако у данной формы коллективного инвестирования есть и *недостатки*:

- отсутствие строгой отчетности и бухгалтерского учета генерирует высокий уровень риска для народных инвесторов;
- завышенные ожидания создателей проекта могут вводить в заблуждение потенциальных инвесторов;
- психология коллективного инвестирования (люди в два раза охотнее дают деньги на проект, уже собравший 80% необходимой суммы, чем на проект, который собрал только 20% средств);
- ключевую роль на ранних стадиях сбора средств играют друзья и семья.

Вместе с тем инвестиционный и кредитный краудфандинг может стать одним из дополнительных стимулов для развития малого и среднего бизнеса в Республике Беларусь, выступая в качестве альтернативного источника финансирования инновационных, в том числе венчурных проектов.

С вступлением в действие 28 марта 2018 года Декрета Президента Республики Беларусь № 8 «О развитии цифровой экономики» от 21 декабря 2017 года в стране запущен процесс формирования новых для национального рынка цифровых сегментов экономики. Этот процесс динамично меняет расстановку экономических приоритетов, ведет к изменению экономического ландшафта и существующих моделей ведения бизнеса [6].

С развитием цифровых технологий и расширением сферы применения технологии блокчейн в практику венчурных инвесторов вошла новая форма осуществления венчурных инвестиций в виде ICO, позволяющая решить часть проблем, которые возникают при реализации классического венчурного финансирования.

С запуском первой криптобиржи Currency.com на базе парка высоких технологий выпуск ICO стал возможным и для белорусских проектов, одобренных советом стартапа.

Из *преимуществ ICO* можно выделить:

- низкие комиссии на сбор средств (по сути это стоимость транзакций);
- отсутствие необходимости регистрировать юридическое лицо и заполнять множество документов;
- возможность продать токен на свободном рынке в случае потери веры в проект.

Основным недостатком вложения средств в ICO является отсутствие четкого правового регулирования и, как следствие, высокие кредитные риски, слабая защита прав инвесторов, отсутствие единых подходов к экономической природе токенов.

ICO можно рассматривать как альтернативу классическим венчурным инвестициям. Однако, как представляется, более перспективным является объединение механизмов привлечения финансирования посредством ICO, гарантирующих легкий доступ к капиталу, с механизмом реализации классического венчура, обеспечивающим оценку (экспертизу) венчурного проекта опытными специалистами в рамках создания новой организационно-правовой формы – криптофонд. Криптофонды привлекают финансирование с помощью блокчейн-платформ, предлагая инвесторам аналог ценных бумаг – security token.

Токенизация решает одну из главных проблем классического венчурного финансирования – ликвидность. Классические венчурные фонды могут получить прибыль только через 5–10 лет, в то время как выход в криптофондах может происходить в течение месяцев, при этом токены ликвидны с первого дня.

Осуществление коллективных инвестиций в форме создания криптофонда пока недоступно белорусским инвесторам в силу неразвитости рынка и отсутствия правового регулирования. Возможно, в долгосрочной перспективе через 5–7 лет в Республике Беларусь не будет возникать вопрос относительно формы коллективного инвестирования в инновационный проект или стартап, так как сформируется единый финансовый инструмент на базе технологии блокчейн, который станет эффективным и безопасным решением для финансирования бизнеса.

Таким образом, в заключение проведенного исследования можно сделать следующие **выводы**:

- представленный анализ организационно-правовых форм инвестирования в венчурные проекты позволяет сделать логическое заключение о трансформации традиционного рынка венчурного капитала и перехода его в новое качество в условиях цифровой трансформации экономики;
- широкое использование последних достижений IT технологий позволяют мобилизовать ресурсы для реализации самых амбициозных венчурных проектов, сокращая период выхода из проинвестированного проекта и затраты по финансированию проекта.

ЛИТЕРАТУРА

1. Ерш, Е.А. Венчурные инвестиции: итоги и тенденции // Устойчивое развитие экономики : международные и национальные аспекты : материалы III Междунар. науч.-практ. конф. в формате online, Полоцк, 18–19 апр. 2018 г. ; Полоц. гос. ун-т. – Новополоцк, 2018. – С. 367–370.

2. Венчурное финансирование в Республике Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://bel.biz/wp-content/uploads/2018/04/AidVentureRu_2.pdf. – Дата доступа: 05.04.2019.
3. CBINSIGHTS [Electronic resource] : The 2018 Global CVC Report. – Mode of access: <https://cbinsights.us1.list-manage.com/track/click?u=0c60818e26ecdbe423a10ad2f&id=98cb4d2570&e=4c0b554988>. – Date of access: 20.02.2014.29.02.2019.
4. Гражданский кодекс Респ. Беларусь [Электронный ресурс] : 7 дек. 1998 г., № 218-3 : принят Палатой представителей 28 окт. 1998 г. : одобр. Советом Респ. 19 нояб. 1998 г. : в ред. Закона Респ. Беларусь от 17.07.2018 № 135-3 // ЭТАЛОН. Законодательство Респ. Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. – Минск, 2019.
5. Краудфандинг в Беларуси: площадки, перспективы, мировой опыт [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://myfin.by/stati/view/5478-kraudfanding-v-belarusi-ploshhadki-perspektivy-mirovoj-opyt>. – Дата доступа: 05.04.2019.
6. Ёрш, Е.А. Венчурное финансирование – ключевое звено на пути к цифровой трансформации экономики Республики Беларусь / Е.А. Ёрш // Беларусь – 2030: государство, бизнес, наука, образование : материалы V Междунар. науч. конф., посвящ. 20-летию образования экономического факультета БГУ, Минск, 14 дек. 2018 г. ; Белорусский государственный университет. – Минск, 2018. – С. 112–115.

Поступила 17.04.2019

FORMS OF COLLECTIVE INVESTMENT ORGANIZATION IN VENTURE PROJECTS IN THE REPUBLIC OF BELARUS

A. ERSH

The article discusses the organizational and legal forms of collective investment in venture projects, including the use of Internet technologies (crowdfunding and ICO). The experience of organizing collective investments in venture projects and their legal regulation is studied on the example of the USA, the countries of the European Union and the Russian Federation. Practical recommendations for improving the legislation of the Republic of Belarus in the field of collective forms of investing in venture projects are given.

Keywords: *venture investment; investment partnership, collective investment, crowdfunding, venture project, ICO.*