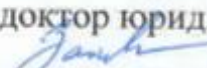



МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ  
ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ  
ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

ИНСТИТУТ ГОСУДАРСТВА И ПРАВА  
Кафедра трудового права и предпринимательства

РЕКОМЕНДОВАНО К ЗАЩИТЕ В ГЭК  
И ПРОВЕРЕНО НА ОБЪЕМ  
ЗАИМСТВОВАНИЯ

Заведующий кафедрой  
доктор юрид. наук, доцент  
 Л.В. Зайцева  
 2017 г.

МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ

ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ОТНОШЕНИЙ  
В ОБЛАСТИ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

40.04.01 Юриспруденция  
Магистерская программа «Корпоративный юрист»

Выполнил работу:  
студент 2 курса  
заочной формы обучения



Любаненко  
Андрей  
Владимирович

Научный руководитель:  
канд. юрид. наук, доцент



Абакумова  
Ольга  
Александровна

Рецензент:  
Юрист ООО «УК ПРЕМЬЕР-СЕРВИС»



Карелин  
Владислав  
Владимирович

Тюмень 2017

## СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

<b>ВКС</b>	—	Вестник Конституционного Суда Российской Федерации
<b>ВС РФ</b>	—	Верховный Суд Российской Федерации
<b>ГК РФ</b>	—	Гражданский кодекс Российской Федерации
<b>ГПК РФ</b>	—	Гражданский процессуальный кодекс Российской Федерации
<b>КоАП РФ</b>	—	Кодекс об административных правонарушениях Российской Федерации
<b>СЗ РФ</b>	—	Собрание законодательства Российской Федерации
<b>УК</b>	—	Управляющая компания
<b>ПИФ</b>	—	Паевой инвестиционный фонд
<b>АИФ</b>	—	Акционерный инвестиционный фонд
<b>ЗПИФ</b>	—	Закрытый паевой инвестиционный фонд

## ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ КАК ИНСТИТУТ ПРАВА.....	9
1.1. Инвестиционная деятельность: понятие и правовые формы ее осуществления.....	9
1.2. Общая характеристика нормативно-правовых актов, регулирующих инвестиционную деятельность.....	15
1.3. Международное регулирование инвестиционной деятельности.....	18
ГЛАВА 2. ВЕНЧУРНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ИХ НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В РОССИИ.....	27
2.1. Развитие российского законодательства о венчурных инвестициях.....	27
2.2. Законодательство в сфере венчурного инвестирования в зарубежных странах.....	34
2.3. Виды и формы венчурных инвестиций в российской экономике.....	37
ГЛАВА 3. ОСОБЕННОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ.....	66
3.1. Современные тенденции и цели современного государственного правового регулирования венчурных инвестиций.....	66
3.2. Основные проблемы правового регулирования венчурных инвестиционных институтов .....	72
3.3. Правоприменение и совершенствование нормативно-правовой базы регулирования венчурных инвестиций.....	82
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	89
ИСТОЧНИКИ ЛИТЕРАТУРЫ.....	94

## ВВЕДЕНИЕ

Повышение конкурентоспособности российской экономики является важнейшей задачей государства, основой которого является эффективная модернизация на основе современных технологий.

В тоже время процесс модернизации невозможен без притока инвестиций, в частности, с использованием венчурного капитала, который в свою очередь возможен при качественном инвестиционном климате и эффективном правовом закреплении прав и интересов участников венчурных инвестиций.

В связи с чем совершенствование законодательства, обеспечивающего интересы всех участников в системе сложного взаимодействия между инвесторами и инновационными компаниями, является важным элементом правового регулирования венчурной инвестиционной деятельности.

Неразвитость венчурной инфраструктуры, а также малый срок функционирования венчурного капитала в Российской Федерации обуславливает отсутствие полноценной нормативно-правовой базы, регулирующей и регламентирующей отношения участников венчурного процесса.

Указанные проблемы определяют объект и предмет исследования.

Объект исследования – общественные отношения в сфере правового регулирования венчурных инвестиций.

Предмет исследования – механизмы и процедуры правового регулирования венчурного инвестирования в контексте юридических норм и судебной практики, действующих на российском и зарубежном правовом поле.

Цель работы – исследование нормативно-правовых проблем в области регулирования правоотношений рискованных капиталовложений, а также

разработка положений для совершенствования сферы венчурного инвестирования в правовом поле.

Для разрешения указанных проблем определим задачи исследования:

- 1) рассмотреть понятие и процесс инвестиционной деятельности;
- 2) выявить сущность венчурной инвестиционной деятельности и особенностей ее правового регулирования в России и за рубежом;
- 3) проанализировать этапы формирования нормативно-правовых актов в сфере венчурного финансирования в России и за рубежом;
- 4) выявить особенности правовой регламентации деятельности венчурных фондов в России;
- 5) провести анализ современных тенденций и целей государственно-правового регулирования венчурных инвестиций.

Теоретической основой диссертационного исследования стали работы отечественных и зарубежных авторов по истории отечественного права и права зарубежных стран.

Диссертантом были рассмотрены работы следующих российских и зарубежных ученых: О.А. Акопян, А.Ю. Андрианов, Т.А. Андропова, К.Л. Астапов, А. Баркер, А.В. Белицкая, М.И. Брагинский, Б.Ф. Брандт, С.В. Валдайцев, С.Ю. Витте, А.Г. Донгаров, С.С. Занковский, Н.В. Илларионов, Дж. Кейнс, И.В. Кондакова, А.В. Костин, В.Н. Лисица, А.В. Майфат, А.А. Мамедов, Ю. Марогулова, Н.Г. Семилютина, М. Сорнараджа, Д.Л. Сухов, В.А. Трапезников, И.З. Фархутдинов, О.И. Худокормова.

Нормативную базу диссертационного исследования составили Конституция Российской Федерации, нормативно-правовые акты Российской Федерации и акты зарубежных стран: законы, постановления, указы, нормативные документы развития отечественного, международного, зарубежного законодательства, а также международные правовые акты.

Кроме того, в работе был произведен анализ судебной практики.

Эмпирическая база исследования представляет собой анализ нормативно – правовых актов Российской Федерации, а также научной литературы.

Методологическую основу исследования составляют различные общенаучные методы – диалектический, сравнительный, системный, логический, с обращением к общим положениям философии.

На защиту вносятся следующие положения:

1. Предложена дефиниция понятия венчурных инвестиций – это капиталовложения, сопровождаемые повышенным риском неполучения доходов, осуществляемые юридическими и физическими лицами в экономическую деятельность организаций, занятых прикладными разработками, внедрением и распространением технологических инноваций.

2. Сформулировано предложение о целесообразности принятия Федерального закона «О венчурном инвестировании», который должен закрепить основные термины в области венчурного инвестирования, венчурного риска, объекта венчурного инвестирования, субъектов венчурного инвестирования, венчурной сделки.

3. В российском законодательстве не сформирована правовая модель организационно-правовой формы, либо договора, позволяющих учитывать экономические особенности венчурной деятельности, ни как со стороны венчурного инвестора, так и со стороны получателя инвестиций.

Так организационно-правовая форма «Хозяйственное партнерство», установленная Федеральным законом № 380-ФЗ<sup>1</sup> для получателя инвестиций обладает необоснованными существенными ограничениями.

В связи с чем, предлагается изменить в Законе о хозяйственных партнерствах № 380 следующие пункты:

а) исключить п. 7 ст. 2 о запрете рекламы деятельности партнерства, так

---

<sup>1</sup> Федеральный закон от 03.12.2011 № 380-ФЗ (ред. от 23.07.2013) «О хозяйственных партнерствах» // Российская газета, № 278, 09.12.2011.

как такой запрет не предоставляет возможность реализации товаров и услуг на публичном рынке;

б) изменить п. 1. ст. 24 о том, что реорганизация партнерства может быть осуществлена только в форме преобразования в акционерное общество, предоставив возможность учредителям право выбора и иной организационно-правовой формы.

Такая форма, предусмотренная законодателем для организации процесса инвестирования, как договор инвестиционного товарищества (ФЗ № 335-ФЗ)<sup>2</sup> также обладает существенными недостатками.

В связи с чем предлагается:

а) исключить п. 3. ст. 3 ФЗ 335 «Об инвестиционном товариществе», в соответствии с которым физические лица не могут являться сторонами договора инвестиционного товарищества, так как именно в венчурном инвестировании активными инвесторами являются физические лица, именуемые «бизнес-ангелами»;

б) снять ограничения по размещению рекламы посредством публичной оферты, предусмотренные п. 7 ст. 3 о запрете размещения рекламы совместной инвестиционной деятельности, осуществляемой по договору инвестиционного товарищества, а также привлечении новых лиц к совместной инвестиционной деятельности посредством публичной оферты.

Данное ограничение не позволяет информировать потенциальных инвесторов о создании так называемого пула инвесторов для реализации более крупных инвестиционных проектов.

Также в рамках диссертационного исследования была опубликована статья: «Исламская банковская система как источник инвестиций в

---

<sup>2</sup> Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ (ред. от 21.07.2014) «Об инвестиционном товариществе» // Российская газета, № 275, 07.12.2011.

российскую экономику» в Таврическом научном обозревателе. 2016. № 4 (9). С. 41-45.

Апробация результатов исследования. Работа подготовлена и обсуждена на кафедре трудового права и предпринимательства Института государства и права Тюменского государственного университета.

Структура магистерской диссертации определяется целью и задачами исследования. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, разбитых на 9 параграфов, заключения, списка сокращений, списка источников литературы.



## ГЛАВА 1. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ КАК ИНСТИТУТ ПРАВА

### 1.1. Инвестиционная деятельность: понятие и правовые формы ее осуществления

Понятие «инвестиции» происходит от латинского языка «invest», что имеет значение вкладывать. Универсального определения понятия инвестиции не существует, несмотря на значительное внимание к этому термину, уделяемому в научных исследованиях. В большей степени это связано с двойственным характером этого явления, так как оно имеет как правовое, так и экономическое содержание. В тоже время необходимо подчеркнуть необходимость нормативно-правовой регламентации единообразного определения инвестиций, как требования к осуществлению экономических процессов, происходящих в экономике государства.

Так, согласно Г.П. Подшиваленко<sup>3</sup>, под инвестициями понимается совокупность затрат, реализуемых в форме целенаправленного вложения капитала на определенный срок в различные отрасли и сферы экономики, в объекты предпринимательской и других видов деятельности для получения прибыли (дохода) и достижения как индивидуальных целей инвесторов, так и положительного социального эффекта.

В данном определении рассмотрена экономическая природа инвестиций, которая заключается главным образом в потенциальной способности инвестиций приносить доход.

Легальное понятие инвестиций содержится в ст. 1 Закона РСФСР от 26.06.1991 г. № 1488 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР»<sup>4</sup>. В

---

<sup>3</sup> Инвестиции: учебник / Под ред. Г.П. Подшиваленко. М.: Кнорус, 2008. С. 12.

<sup>4</sup> Бюллетень нормативных актов, № 2-3, 1992.

соответствии с ним, это денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта.

Согласно статье 1 Федерального закона от 25.02.1999 г. №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений»<sup>5</sup> под инвестициями понимаются денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Проведя анализ указанных определений, можно выделить следующие существенные черты инвестиций. Так, вкладываемые средства могут иметь:

- различные формы;
- различные сроки вложений;
- различных субъектов вложений.

Таким образом, под инвестициями понимаются некоторые виды материальных ценностей, которые являются «вложением» в осуществляемую деятельность с целью получения материальной выгоды.

В науке и практической деятельности применяются разные виды классификаций инвестиций:

- по объекту вложения – прямые и портфельные инвестиции;
- по форме собственности инвестора - государственные и частные инвестиции
- по степени предполагаемого риска – инвестиции с низким, средним или высоким риском,

---

<sup>5</sup> СЗ РФ, 01.03.1999, № 9, Ст. 1096.

- по сроку - срочные или бессрочные инвестиции,
- по характеру использования - ссудные, предпринимательские инвестиции и т.д.

Тем не менее наиболее распространенной классификацией инвестиций все же является деление инвестиций на прямые и портфельные.

Прямые инвестиции – это вложения в уставный капитал организации с последующей целью извлечения какого-либо дохода и получения прав на участие в управлении данной организацией<sup>6</sup>.

Портфельные инвестиции – это вложение капитала в ценные бумаги, влекущие собой формирование портфеля.

Любое движение инвестиций осуществляется в процессе инвестирования.

Инвестиционная деятельность - институт финансового права, регулирующий общественные отношения в области консолидации, движения и использования различных фондов денежных средств с целью извлечения прибыли<sup>7</sup>.

В ходе инвестиционной деятельности создаются инвестиционные правоотношения, связанные с привлечением, использованием и контролем за инвестициями.

Согласно ст. 2 Закона РСФСР от 26.06.1991 г. №1488 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР»<sup>8</sup> основными субъектами инвестиционной деятельности являются: инвесторы, заказчики, исполнители работ, пользователи объектов инвестиционной деятельности, а также поставщики, банковские, страховые и посреднические организации и другие участники инвестиционного процесса.

---

<sup>6</sup> Инвестиции: учебник/ под ред. Г.П. Подшиваленко. М.: Кнорус, 2013. С. 75.

<sup>7</sup> Финансовое право: учебник / Отв. ред. Е.М. Ашмарина, С.О. Шохин. М.: ООО «Изд-во «Элит», 2014. – С. 638.

<sup>8</sup> «Бюллетень нормативных актов», №2-3. 1992.

Субъектами инвестиционной деятельности также могут быть физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государства и международные организации.

Инвесторы – субъекты инвестиционной деятельности, осуществляющие вложения собственных, заемных и привлеченных средств в форме инвестиций и обеспечивающие их целевое использование.

Заказчиками могут быть как инвесторы, так и любые иные физические и юридические лица, уполномоченные инвестором (инвесторами) осуществлять реализацию инвестиционного проекта, не вмешиваясь при этом в предпринимательскую и иную деятельность других участников инвестиционного процесса, если иное не предусмотрено договором между ними.

Субъектом инвестиционных обязательств является получатель инвестиций, которыми могут выступать:

- 1) государство, субъекты федераций, местные администрации;
- 2) физические лица и юридические лица;
- 3) иностранные физические и юридические лица, государства и международные организации.

Государство также может также выступать одновременно как инвестор, инициатор инвестиционной деятельности, регулятор инвестиционного рынка для удовлетворения интересов общества.

Объектам инвестиционной деятельности могут выступать:

- основные и оборотные средства (как вновь созданные, так и прошедшие процедуру регистрации);
- целевые денежные вклады;
- продукция научно-технического характера;
- права на интеллектуальную собственность;
- имущественные права;
- иные объекты собственности.

Государственное регулирование инвестиционной деятельности может осуществляться в виде:

- реализации государственных инвестиционных программ;
- прямого государственного инвестирования;
- формирования налоговой политики;
- предоставления финансовой помощи на развитие необходимых отраслей, территорий или производств;
- финансово-кредитной и амортизационной политике;
- управления антимонопольным законодательством;
- приватизации и деприватизации объектов государственной и муниципальной собственности.

Необходимые решения по осуществлению государственных инвестиций принимаются высшим представительным органом на основе прогнозов экономического и социального развития РФ, схем развития и размещения производственных сил, научно-технических и технико-экономических обоснований, определяющих целесообразность этих инвестиций. Эти процедуры осуществляются в соответствии со ст. 12 Закона «Об инвестиционной деятельности в РСФСР».

Государственное финансирование осуществляется за счет средств бюджета Российской Федерации и иных источников.

Инвестиционные правоотношения содержат в себе субъективные права и юридические обязанности. Инвестор, как фигура инвестиционного процесса обладает различными правами, которые регламентированы нормативно-правовыми актами. Инвестирование имущества и имущественных прав в объекты инвестиционной деятельности признается неотъемлемым правом инвестора и охраняется законодательством.

Также инвестор имеет право сам определять необходимые объемы, направления, размеры и эффективность инвестиций.

Если инвестор не является пользователем объектов инвестиций, то он может контролировать их целевое использование и осуществлять в отношении с пользователями таких субъектов другие права.

Инвестор вправе владеть, пользоваться и распоряжаться объектами и результатами инвестиций, в том числе осуществлять торговые операции и реинвестирование на территории России.

Инвестор вправе приобретать необходимое имущество у граждан и юридических лиц, непосредственно или через посредников по ценам и на их условиях, определяемых по договоренности сторон, без ограничений по объему и номенклатуре, если это не противоречит законодательству.

Указанный выше перечень не исключает установление специальных прав инвестора соответствующей форме реализации инвестиционной деятельности.

Обязанности инвесторов могут отличаться, однако наиболее стандартными обязанностями являются следующие:

- осуществлять инвестиционную деятельность в соответствии с международными договорами Российской Федерации, федеральными законами и иными нормативными актами Российской Федерации, законами субъектов Российской Федерации и иными нормативными актами субъектов Российской Федерации, а также с утверждёнными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами);

- исполнять требования, предъявляемые государственными органами и их должностными лицами, не противоречащие нормам законодательства российской Федерации.

Таким образом, инвестиционная деятельность – это урегулированная нормами права деятельность, в ходе которой осуществляется вложение и использование материальных ценностей в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта, участники которой приобретают определенные права и обязанности.

## 1.2. Общая характеристика нормативно-правовых актов, регулирующих инвестиционную деятельность

Воздействие государства осуществляется путем принятия нормативно-правовых актов, содержащих нормы права относительно правового статуса участников инвестиционной деятельности, их прав и обязанностей, гарантий, предоставляемых государством, а также нормы, касающихся непосредственно процесса инвестирования.

Следовательно, инвестиционная деятельность, рассматривается как институт права и формирует собой совокупность императивных норм, регулирующих отношения по консолидации, движению и использованию фондов денежных средств, как собственных, так и привлеченных инвестором, целью извлечения прибыли<sup>9</sup>.

В науке инвестиционная деятельность рассматривается и как неотъемлемый элемент собственно инвестиционного права, являющийся комплексной отраслью права, которая включает не только финансово-правовые нормы, но и нормы гражданского, налогового, таможенного права и других отраслей, регулирующих сферу инвестиционных правоотношений.

Источники инвестиционного права в свою очередь образуют систему источников, которая включает как национальное законодательство, так и международные договоры, регулирующие деятельность иностранных инвесторов.

Основными источниками законодательства являются:

- Конституция Российской Федерации от 12.12.1993 г. - устанавливает законодательные основы инвестирования. В частности, ст. 8 Конституции РФ закрепляет единство экономического пространства, свободное перемещение

---

<sup>9</sup> Финансовое право: учебник / отв. Ред. Е.М. Ашмарина, С.О. Шохин. М.: ООО Изд-во «Элит», 2009 г. с 638

товаров и услуг, финансовых средств, поддержку конкуренции, свободу экономической деятельности<sup>10</sup>;

- Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998г. №145-ФЗ<sup>11</sup>.

- нормативно-правовой акт, регулирующий отношения по формированию, перераспределению и использованию денежных средства в рамках всей бюджетной системы страны;

- Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 5 августа 2000 г. №117-ФЗ – определяет особенности налогообложения институциональных инвесторов и инвестиционной деятельности<sup>12</sup>;

- Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г. №51-ФЗ. - устанавливает виды объектов гражданских прав, которые могут быть инвестициями, организационно-правовые формы субъекта, осуществляющего инвестиционную деятельность и пр.<sup>13</sup>;

- ФЗ №156 «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 – регулирует отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты, определяемые в соответствии с данным федеральным законом<sup>14</sup>;

- ФЗ №160 от 09.07.1999 г. «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» – устанавливает правовые основы деятельности иностранных инвесторов в России и гарантии, предоставляемые Российской Федерацией таким субъектам инвестиционной деятельности;

- ФЗ №39 от 01.03.1999 г. «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» – определяет основы инвестиционной деятельности, осуществляемые в форме капитальных вложений, на территории Российской Федерации, а также

---

<sup>10</sup> СЗ РФ. 26.01.2009 г. №4. С. 445.

<sup>11</sup> СЗ РФ, 03.08.1998. №31. С. 3823.

<sup>12</sup> СЗ РФ 07.08.2000 №32. С. 3340.

<sup>13</sup> СЗ РФ 05.12.1994 №32 ст. 3301.

<sup>14</sup> СЗ РФ 03.12.2001 г. №49 ст. 4562.



гарантии равной защиты прав субъектов инвестиционной деятельности в данной сфере;

- Закон РСФСР №1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР»;
- определяет основные положения об инвестиционной деятельности и применяемый в частности, не противоречащий федеральному законодательству.

Кроме того, источниками инвестиционного права являются нормативные акты исполнительных органов власти РФ, например, следующие постановления Правительства РФ:

- «Об утверждении правил формирования и использования бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда Российской Федерации» от 01.03. 2008 г. №134 – устанавливают порядок предоставления бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда Российской Федерации для реализации инвестиционных проектов, осуществляемых на условиях государственно-частного партнерства, а также устанавливают этапы и процедуру их отбора, основные требования к представленной документации и проведению контроля и мониторинга хода их реализации<sup>15</sup>.

- «О консультативном совете по иностранным инвестициям в России» от 18.09.2004 г. №487 – регламентирует деятельность Совета, осуществляющего предварительное рассмотрение и подготовку предложений по проблемам, связанным с инвестиционной привлекательностью экономики Российской Федерации, а также возникающим у иностранных организаций-инвесторов при реализации инвестиционных проектов на территории Российской Федерации<sup>16</sup>.

Источниками, имеющими особую юридическую значимость в инвестиционной сфере, относятся следующие международные правовые акты:

---

<sup>15</sup> СЗ РФ, 10.03.2008, N 10 (2 ч.), ст. 932.

<sup>16</sup> СЗ РФ, 11.01.2010, N 2, ст. 203

- Конвенция о защите прав инвестора (Москва, 28 марта 1997 года) - содержит правовые основы инвестиционной деятельности различных видов на территории стран-подписантов и гарантии прав инвесторов<sup>17</sup>;

- Сеульская конвенция об утверждении Многостороннего агентства по гарантиям инвестиций (Сеул, 11.10.1985 г.) - регулируют деятельность агентства по предоставлению гарантий в стране – членам Агентства, а также по международному страхованию<sup>18</sup>.

- Конвенция об урегулировании инвестиционных споров между государствами и физическими лицами, и юридическими лицами других государств (Вашингтон, 18.03.1965 г.) - раскрывает деятельность многостороннего агентства по процедуре урегулирования инвестиционных споров и предоставления гарантий по инвестициям<sup>19</sup>;

Нормы права, содержащиеся в законах, регулирующих инвестиционную деятельность на территории России видоизменяются и совершенствуются законодателем в зависимости от состояния и развития экономики в стране, направления государственной политики в различных сферах деятельности, которые требуют вливания централизованных инвестиций и иных факторов, влияющих на изменения законодательства.

### 1.3. Международное регулирование инвестиционной деятельности

В ряде стран мира сегодня уже накоплен существенный опыт правового регулирования инвестиционной сферы в экономическую деятельность. При

---

<sup>17</sup> Вестник ВАС РФ, №8, 1997 г.

<sup>18</sup> Международно-правовые основы иностранных инвестиций в России. Сборник нормативных актов и документов. Юридическая литература, 1995 г. С. 197-276.

<sup>19</sup> Вестник ВАС РФ №7 2001 г.

этом разработанное законодательство является весьма динамичным и постоянно изменяется.

Первые прообразы акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью в виде паевых обществ, появились в XV/XVI вв. в Милане и Генуе (Италия), когда были созданы банки святого Георгия и святого Амвросия.

В VII в. возникают также довольно крупные компании Ост – Индская (1600 г.) в Голландии и «Компания дез энд Оксиденталь» (1628 г.) во Франции, по сути являющиеся корпорациями.

Позднее, в Англии в 1770 году был принят Законодательный акт (Bubble Act), который определил запрет на подписку и участие в хозяйственных обществах на основании предоставленной ими ложной информации, кроме того в Англии в 1884–м также был принят еще один нормативный акт «О корпорациях».

Основные нормативные акты в области инвестиционной сферы были изданы в США во время великой депрессии. Так середина 30–х годов XX века ознаменовалась фактическим завершением формирования базы федерального законодательства в США.

В целом, система правового регулирования инвестиций в США подразделяется на следующие виды:

- государственное регулирование, в том числе по средствам права штатов и судебных решений;
- регулирование некоммерческими организациями (НКУ);
- деятельность, регулируемая самими брокерами.

В США базовым законодательством является федеральное, тем не менее законодательство об инвестициях изначально формировалось на уровне штатов.

В 1933 году к моменту принятия Закона «Об эмиссионных ценных бумагах» (Securities Act 33) 47 американских штатов имели действующее законодательство в этой области.

Securities Act посвящен вопросам регулирования процесса регистрации публичного выпуска – эмиссии securities, продажи securities и приобретения securities их первыми владельцами.

В 1930 году Национальной конференцией уполномоченных по унификации законов штатов (National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (NCCUSL)) был подготовлен Модельный закон «О продажах ценных бумаг» (Uniform Sales of Securities Act of 1930), не получивший широкого одобрения в штатах. Однако, впоследствии, в 1956 году, он был переработан в Модельный закон «О ценных бумагах» (Uniform Securities Act of 1956).

На сегодняшний день действует модельный закон «О ценных бумагах» (Uniform Securities Act) от 2002 года с последними поправками от 2005 года, который приняли в определенной части около трети штатов США. Этот акт дополняет федеральные Законы «О торговле ценными бумагами» и «О ценных бумагах»<sup>20</sup>. В 1996 году был принят федеральный закон «Об улучшении регулирования рынка ценных бумаг»<sup>21</sup>, дополнивший Закон «О торговле ценными бумагами» вопросами Рынка капиталов (Capital markets). В 1998 году в дополнение к Закону «О ценных бумагах» (Securities Act of 1933) и Закону «О торговле ценными бумагами» (Securities Exchange Act of 1934) был принят федеральный Закон «О единых стандартах в части судебных разбирательств в сфере ценных бумаг»<sup>22</sup>, осветивший вопросы подачи коллективных исков при мошенничествах с ценными бумагами.

В решении Верховного суда 1946 года<sup>23</sup> были впервые сформулированы критерии, по которым впоследствии относили тот или иной инвестиционный

---

<sup>20</sup> Securities Act of 1933 (the 1933 Act, the Securities Act, the Truth in Securities Act, the Federal Securities Act, or the 33 Act) (T. I of Pub. L. 73 — 22, 48 Stat. 74, 15 U.S.C. § 77a et seq.)

<sup>21</sup> National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA) (Pub. L. 104 — 290, 110 St. 3416; 15 U.S.C. 78a)

<sup>22</sup> Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998 (SLUSA) (Pub. L. 105 — 353, 112 St. 3227; 15 U.S.C.)

<sup>23</sup> Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946)

институт к ценным бумагам. Таковыми основаниями считаются: наличие общего предприятия держателя и эмитента ценных бумаг; инвестирование не только денег, но и какого-либо иного имущества; ожидание прибыли от предприятия, в которые были вложены средства; ожидание такой прибыли исключительно от эмитента или третьего лица, но не от держателя.

Таким образом, первый государственный вид регулирования, на федеральном уровне представляет собой специальные законы, судебные решения федеральных судов, а также федеральные органы, применяющие данные законы и решения и отвечающие за исполнение этих законов перед держателями ценных бумаг. Главным государственным органом, ответственным за регулирование рынка ценных бумаг и защиту инвестора на этом рынке США является Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC – Securities and Exchange Commission)<sup>24</sup>.

Федеральный закон «О торговле ценными бумагами» отрегулировал публичное обращение ценных бумаг. Комиссия по ценным бумагам и биржам (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC), как главный регулятор фондового рынка США, была создана на основании этого закона.

Кроме этого, юридической базой для ее работы на рынке ценных бумаг США являются следующие акты:

- Закон «О ценных бумагах» 1933 г. (Securities Act)<sup>25</sup>. Он (1) требует, чтобы инвесторам предоставлялась информация об эмитентах и их ценных бумагах, подлежащих публичному размещению, и (2) запрещает обман и мошенничество при продаже ценных бумаг.

- Закон «О бирже ценных бумаг» 1934 г. (Securities Exchange Act) распространил концепцию огласки корпоративной информации с целью защиты инвестора в ценные бумаги биржевого оборота.

---

<sup>24</sup> Официальный сайт Securities and Exchange Commission — <https://www.sec.gov/>

<sup>25</sup> Securities Act of 1933 (the 1933 Act, the Securities Act, the Truth in Securities Act, the Federal Securities Act, or the 33 Act) (T. I of Pub. L. 73 — 22, 48 Stat. 74, 15 U.S.C. § 77a et seq.).

Таким образом, основной задачей государства было установить более справедливое и упорядоченное регулирование фондового инвестиционного рынка.

- Закон «О доверительных соглашениях» 1939 г. Одно из его положений запрещает публичное размещение корпоративных облигаций, если доверительное соглашение между американским резидентом попечителем (trustee) и иностранным инвестором противоречит требованиям закона<sup>26</sup>.

- Закон «Об инвестиционных компаниях» 1940 г. Он закрепляет, чтобы компании, инвестирующие чужие средства в ценные бумаги, информировали инвесторов о своем финансовом положении и инвестиционной политике и регулирует деятельность таких компаний. Инвестиционные компании обязаны раскрывать своим инвесторам свое финансовое положение и основы своей инвестиционной по их просьбе.

Как видно из самих федеральных законов, основным механизмом защиты инвестора от недобросовестного поведения иных участников рынка и, как следствие, финансовых потерь при инвестировании, являются меры по раскрытию информации о компаниях-эмитентах ценных бумаг и усилению контроля за участниками рынка.

Вместе с тем, при анализе механизма регулирования иностранных инвестиций необходимо помнить, что согласно принципу федерализма, в большинстве сфер правового регулирования источники права в штатах играют более важную роль, чем федеральные статуты, так как в соответствии с разделом 8 статьи 1 Конституции США, в исключительном ведении Конгресса США находится только определенный круг вопросов. В связи с этим, вовлечение законодательных органов штатов в механизмы регулирования иностранных инвестиций в США является открытым, дискуссионным вопросом, заслуживающим отдельного всестороннего исследования.

---

<sup>26</sup> Trust Indenture Act of 1939 (TIA) (Pub. L. 76 — 253; 53 Stat. 1149; 15 U.S.C. §§ 77aaa–77bbbb)

Второй «общественный» уровень представляет собой механизм саморегулируемых организаций (СРО), в которые входят профессиональные участники рынка. Правила саморегулируемых организаций регламентируют различные стороны инвестиционного бизнеса, которые законодатель сформулировал в общем виде или не уточнил. Их собственные положения и уставы, по сути, представляют собой «тонкую настройку» рынка, и еще строже регламентируют работу его участников.

Третий уровень – это деятельность самих брокеров-участников рынка. Данный механизм включает в себя инструкции, правила и процедуры, которые разрабатывают для себя брокерские компании и индивидуальные брокеры. В этой работе они опираются на законы США, положения и правила саморегулируемых организаций и специфику различных направлений бизнес-активности. Защита инвестора в рамках этого направления может быть даже крепче, чем по двум первым, но никогда не может быть слабее их.

На основании проведенного анализа правового регулирования иностранных инвестиций в Соединенных Штатах можно сделать следующие выводы:

- Единой отрасли права, регулирующей инвестиции по всей территории США по одинаковым правилам не существует. Более того федеральный правовой компонент, регулирующий различные институты права не однороден. Отдельные федеральные акты появляются как ответ на те вопросы, которые возникают в силу правоприменения норм права, регулирующих различные стороны инвестиций.

- Нормы, содержащиеся в федеральных актах и регулирующие осуществление инвестиций, не исчерпывают все правовые механизмы, существующие в США. Законодательство штатов регулирует большее количество вопросов, которые касаются инвестиций в каждом отдельном штате, в рамках своих компетенций, однако это не является вопросом, рассматриваемом в данной статье, и заслуживает отдельного комплексного исследования.

- Правовое регулирование иностранных инвестиций дополняется решением судебных органов: федеральных в соответствии с федеральным законодательством или судебных органов штатов в соответствии с законодательством штатов.

- Правовые механизмы защиты иностранных инвестиций в США можно условно подразделить на регулирующие сферы прямых и портфельных иностранных инвестиций.

- Регулирование рынка портфельных инвестиций проходит на трех основных уровнях, каждый из которых не противоречит, но дополняет и уточняет нормы и положения вышестоящего уровня.

- Вопросы международной торговли, в которые входит и правовое регулирование иностранных инвестиций относятся к сфере ответственности федеральных органов власти, в связи с чем, законодательные инициативы штатов в рассматриваемой сфере очень внимательно изучаются Верховным Судом и зачастую отменяются им как неконституционные.

- Координацией и защитой прямых иностранных инвестиций на федеральном уровне занимается Комитет по иностранным инвестициям, в том время как работа по привлечению иностранных инвестиций строится каждым штатом самостоятельно на основании долгосрочных и краткосрочных программ, разработанных с учетом местных особенностей и потребностей и в соответствии с федеральным и местным законодательством.

- Наряду с национальными законодательными актами в США действуют различные двухсторонние и многосторонние соглашения, обеспечивающие в их рамках защиту иностранных инвесторов и той или иной страны или стран-участниц той или иной многосторонней конвенции.

- Федеральные правовые механизмы регулирования деятельности иностранных инвесторов в США отличаются строгой регламентацией и прозрачностью, однако существует ряд отраслей «критической инфраструктуры», работу в которых для иностранного инвестора жестко ограничивает федеральное законодательство.



В Канаде отсутствует федеральное законодательство по инвестициям, в результате провинции Канады могут разрабатывать свое законодательство. Первый закон об инвестировании был принят в 1912 году. Закон «О продаже акций», который установил требования к продаже акций только при разрешении специализированных органов власти был разработан провинцией Маннитоба.

В 1978 году были осуществлены последние изменения в законодательстве Канады, так как большинство провинций Канады приняло Закон «О ценных бумагах» (Securities Acts).

Вместе с тем, далеко не все страны имеют специализированное инвестиционное законодательство.

Например, Швейцария Конфедерация (государство континентального права) не имеет специального закона об инвестиционном регулировании, не смотря на то что Обязательственный кодекс Швейцарии от 1881 г. содержит основные нормы, регулирующие экономическую деятельность хозяйствующих субъектов.

В то же время в Соединенных штатах Америки на сегодняшний день приняты целый ряд нормативных актов на уровне федерального закона.<sup>27</sup>

В некоторых государствах, при квалификации и определении понятийного аппарата в инвестиционных отношениях за основу берется понятие «ценная бумага».

Например, в соответствии с законодательством государства Израиль «Об эмиссионных ценных бумагах» «эмиссионные ценные бумаги – это сертификаты, выпускаемые сериями и подтверждающие право членства или участие в компании, или право требования, или дающие право приобрести иные секьюритис».

---

<sup>27</sup> Официальный сайт Правительства Швейцарии // <https://www.admin.ch/opc/en/classified-compilation/20052154/index.html>

Законодательство Европейского Союза насчитывает более 10 нормативных актов по регулированию создания и деятельности инвестиционного рынка, а также связанным с ними взаимоотношениям инвесторов.

Основным документом, является Директива Европарламента и Совета Европы 2004/25/СЕ от 21 апреля 2004 г., касающаяся публичных предложений о приобретении ценных бумаг.<sup>28</sup>

Таким образом, необходимо отметить динамичное развитие европейского и американского законодательства.

Это говорит о том, что сам по себе рынок инвестиций является довольно сложным с точки зрения правового регулирования и требующим постоянного изменения законодательства.

---

<sup>28</sup> А.В. Майфат. Гражданско-правовые конструкции инвестирования // Wolters Kluwer Russia, 2006 – с. 312

## ГЛАВА 2. ВЕНЧУРНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И ИХ НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В РОССИИ

### 2.1. Развитие российского законодательства о венчурных инвестициях

Развитие венчурного инвестирования началось в середине 20 века в США, так как первые венчурные фирмы получили свое основание именно там. Они были созданы под абсолютно новые идеи в сфере инновационных технологий.

Позднее, в 80-х годах опыт создания венчурных компаний был заимствован европейскими государствами, что объяснялось способностью венчурного капитала приносить крайне высокую прибыль.

С начала 90-х годов с переходом России на рыночные основы экономики появилось необходимость и в привлечении подобного капитала и в отечественные инновационные разработки. Вместе с тем венчурный капитал столкнулся и с проблемами, связанными с недостаточно проработанной нормативно-правовой базой, финансовым и инфраструктурным обеспечением.

Анализ российского законодательства с 90-х годов и по настоящее время показал, что в первые периоды регулирования венчурному инвестированию не оказывалась никакая государственная поддержка, отсутствовали и льготы. Так в законах №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г.<sup>29</sup> и в Федеральном законе «Об акционерных обществах» №208 от 26.12.1995 и т.д. понятия и процесс венчурной деятельности, не упоминается<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Федеральный закон от 25.02.1999 г. №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» // СЗ РФ, 01.03.1999, №9, ст. 1096.

<sup>30</sup> СЗ РФ, 01.01.1996 - №1 – ст. 1.

Кроме того, не был разработан и регламентирован механизм функционирования венчурного финансирования и гарантий венчурной деятельности в следующих нормативно-правовых актах, направленных на развитие инновационных компаний:

- ФЗ №46 «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999 г. - устанавливает защиту прав лиц, инвестирующих в ценные бумаги, кроме того, определяет порядок выплаты компенсаций инвесторам, причиненных противоправными действиями эмитентов на рынке ценных бумаг<sup>31</sup>.

- ФЗ №117 «О защите конкуренции» от 14.06.2006 г. - обеспечивает единое экономическое пространство, свободное перемещение товаров и услуг, свободы экономической деятельности в России<sup>32</sup>.

- Указ Президента РФ «О первоочередных мерах государственной поддержки малого предпринимательства в Российской Федерации» №491 от 04.04.1996 г. – определяет меры поддержки малого бизнеса, в том числе выделение денежных средств на предоставление кредитов, установление налоговых льгот финансовым институтам, предоставляющим финансовые услуги субъектам малого бизнеса<sup>33</sup>.

- Постановление Правительства РФ №374 «О создании условий для привлечения инвестиций в инновационную сферу» от 31.03.1998 г. – определяет источники государственного финансирования инновационных проектов, механизмы создания инновационно-технологических центров<sup>34</sup>.

И только в 1999 году впервые венчурный способ финансирования был упомянут в ведомственном распоряжении Министерства науки РФ в документе «Основные направления развития внебюджетного финансирования

---

<sup>31</sup> Российская газета от 11.03.1999 г.

<sup>32</sup> СЗ РФ 31.07.2006, N 31 (1 ч.), ст. 3434

<sup>33</sup> СЗ РФ – 1996 - №15 Ст. 1583

<sup>34</sup> СЗ РФ – 1998 -№14 ст. 1603

высокорисковых проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 гг.»

В связи с этим, в соответствии с Распоряжением Правительства Российской Федерации №362-р от 10.03.2000 г.<sup>35</sup>, с целью формирования инфраструктуры венчурного финансирования в марте 2000 г. Был учрежден «Венчурный инвестиционный фонд» (ВИФ), который стал первым фондом, целью которого стало создание венчурных инвестиционных институтов с российским и зарубежным капиталом, вкладывающих средства в технологический инновационный бизнес.

Целью деятельности Венчурного инвестиционного фонда стало формирование организационной структуры системы венчурного инвестирования.

Основными задачами ВИФ являются:

- реализация мер по созданию системы прямого инвестирования в акции организаций в России, а также создание венчурных фондов, инвестирующих средства в инновационный бизнес;

- поддержка технологичных инновационных компаний.

Исходя из вышеизложенного, начальное правовое регулирование венчурной деятельности в 90-х годах 20 века можно характеризовать следующим образом:

- отсутствие правовых норм и механизмов, сложность законодательства послужили сдерживающими факторами развития и деятельности венчурных фондов, компаний, предприятий малого среднего бизнеса;

- сложное налоговое регулирование с отсутствием льгот, необоснованных размеров налогов, нестабильной налоговой политики, частого изменения налогового законодательства;

---

<sup>35</sup> Распоряжение Правительства Российской Федерации №362-р от 10.03.2000 г. «Об учреждении Венчурного инновационного фонда» // СЗ РФ – 2000 - №17 – ст. 2312.

- российское право не признавало легитимность некоторых традиционных договоров, заключаемых при осуществлении венчурного инвестирования для защиты права инвестора: договор, заключаемый инвестором с акционерами общества, не позволял закрепить защиту интересов в российском арбитраже, так как российское законодательство и судебная практика устанавливали равные права всех акционеров общества, что делало инвестирование более рисковым.

Учитывая вышесказанное, можно сделать вывод о несовершенстве российского законодательства и неэффективному регулированию процессов венчурного инвестирования.

В 2002 году в ситуации с правовым регулированием венчурного инвестирования в Российской Федерации начались изменения. Было принято постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации «Об утверждении положения о составе, структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» №1/пс. от 14.08.2002 г.<sup>36</sup>

В соответствии с указанным постановлением активами для инвестирования могут выступать:

- ценные бумаги, котирующиеся на биржах РФ и стран, входящих в ЕАЭС, БРИКС и ОЭСР;
- инвестиционные паи открытых паевых инвестиционных фондов;
- денежные средства в рублях и в иностранной валюте на счетах и во вкладах (депозитах) в российских кредитных организациях;
- права требования из договоров, заключенных для целей доверительного управления в отношении указанных активов;
- иные активы, включаемые в состав активов инвестиционного фонда в связи с оплатой расходов, связанных с доверительным управлением.

---

<sup>36</sup> Российская газета – 08.10.02 - №190

В 2003 году Правительством Российской Федерации была принята программа социально-экономического развития на среднесрочную перспективу (2003-2005 гг.) в которой один из параграфов - 5.1. «Политика в области развития науки и стимулирования инноваций» указывал на создание национальной инновационной системы с непосредственным созданием фондов венчурного финансирования.

Далее, в Указе Президента РФ «Основы политики Российской Федерации в области развития науки и технологий на период до 2010 г. и дальнейшую перспективу» №Пр-576 от 30 марта 2002 г. были определены меры стимулирования научной, научно-технической и инновационной деятельности. В частности, отдельно определялось необходимость активного стимулирования развития механизмов венчурного инвестирования инновационного предпринимательства<sup>37</sup>.

В 2006-2007 гг. Правительством РФ была создано ОАО «Российская венчурная компания» («РВК») с полностью государственным участием, целью которой является создание венчурных фондов в России<sup>38</sup>.

17.11.2008 г. в соответствии с Распоряжением Правительства Российской Федерации №1662-р была утверждена Концепция долгосрочного социально-экономического развития России на период до 2020 года<sup>39</sup>.

Согласно данному документу предполагаются следующие механизмы развития инновационной инфраструктуры:

- развитие механизмов венчурного инвестирования;
- создание государственных и государственно-частных фондов при осуществлении процедуры финансирования различных стадий инновационного бизнеса.

Учитывая вышеизложенное, можно сделать следующие выводы:

---

<sup>37</sup> СЗ РФ - 2001 - №23 - ст. 1356.

<sup>38</sup> СЗ РФ -2006 г. - №42. - ст. 131.

<sup>39</sup> Распоряжение правительства РФ «Об утверждении Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г.» №1662-р от 17.11.2008 г. // СЗ РФ, 2008 №51 СТ. 2732.

- термин «венчурный» впервые появляется в российском законодательстве только в 2002 году;

- венчурное инвестирование начало оказывать значительно влияние на российскую экономику;

- правовая основа деятельности российских венчурных фондов, к сожалению, не учитывают особенности правовой природы венчурных инвестиций.

При отсутствии единого специального правового акта «о венчурной деятельности в Российской Федерации» (хотя проект был предложен инициативной группой еще в 1999 году) существует определенная нормативная база, регулирующая венчурную деятельность в России, которая содержится в следующих нормативных актах:

- Федеральный закон от 25.02.1999 г. №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» - определяет правовые и экономические основы инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, а также устанавливает гарантии равной защиты прав, интересов и имущества субъектов инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, независимо от форм собственности;

- Федеральный закон «Об акционерных обществах» №208 от 26.12.1995 г. – формирует порядок функционирования и правовое положение АО, их акционеров, а также обеспечивает защиту их прав и интересов;

- Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» №14 от 08.02.1998 г. – определяет правовое положение ООО, его участников, порядок экономического и правового функционирования общества;

- Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» №156 от 29.11.2001 г. - регулирует отношения, связанные с привлечением денежных средств и иного имущества путем размещения акций или заключения договоров доверительного управления в целях их объединения и последующего инвестирования в объекты, а также с управлением имуществом



инвестиционных фондов, учетом, хранением имущества инвестиционных фондов и контролем за распоряжением указанным имуществом;

- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» №39 от 22 апреля 1996 г. регулирует отношения, возникающие при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг независимо от типа эмитента, при обращении иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных федеральными законами, а также особенности создания и деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» №127 от 26 октября 2002 г. - определяет основания для инициирования процедуры банкротства и иные отношения, возникающие при невозможности должника исполнить в полном объеме требования кредиторов;

С 2007 г. Федеральной службой по финансовым рынкам были приняты следующие основополагающие нормативные акты в сфере инвестиционного регулирования:

- Приказ №08-19/пз-н «Об утверждении положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» от 20.05.2008 г. определяет требуемые показатели структуры активов инвестиционных фондов<sup>40</sup>;

- Приказ №08-12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами» от 18.03.2008 г. – устанавливает требования к признанию юридических лиц квалифицированными инвесторами<sup>41</sup>;

- Приказ №08-31/ пз-н «О требованиях к порядку определения размера вознаграждения управляющей компанией акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда, акции (инвестиционные паи)

---

<sup>40</sup> Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти, N 30, 28.07.2008.

<sup>41</sup> Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти", N 19, 12.05.2008.

которого ограничены в обороте» от 28.02.2008 г. – определяет процедуру определения размера вознаграждения управляющей компании за управление инвестиционным фондом.

## 2.2. Законодательство в сфере венчурного инвестирования в зарубежных странах

Рассматривая опыт финансово-правового регулирования венчурного инвестирования в зарубежных странах можно отметить, что наиболее развитая модель правового регулирования инновационной деятельности посредством венчурного инвестирования сформировалась в США.

Основой правовой модели стал ФЗ 1976 г. «О государственной научно-технической политике, организации и приоритетах», который определял ключевую роль федерального правительства Соединенных штатов Америки в формировании инновационной стратегии развития, утвердив необходимость государственных инвестиций для покрытия затрат.

Следующим базовым законом в этой области стал Закон Стивенсона-Уайдлера 1980 г. «О технологических инновациях».

Этот закон предусматривает активное взаимодействие государственных и частных организаций в процессе разработки и производства наукоемкой инновационной продукции.

Данным законом также предусматривалось формирование на базе крупнейших университетов и некоммерческих организаций технологических центров.

Американское законодательство в области регулирования инноваций также не имеет особых нормативных актов по венчурным инвестициям. Действующие нормы направлены на осуществление специализированной

государственной поддержки и предоставление особых налоговых льгот в указанной сфере.

Особые успехи в реализации инновационных программ с помощью венчурного капитала в последние годы достигла Индия.

В стране разработан механизм поддержки и развития инновационной компании с помощью различных объединений и ассоциаций. Наиболее активным из которых является Индийская ассоциация венчурного инвестирования, созданная в 1992 году.

Не менее активным в инвестиционной сфере наукоемких предприятий является Национальный венчурный фонд программного обеспечения и информационных технологий, а также Фонд развития мелких и средних предприятий.

Основными направлениями деятельности указанных организаций являются нивелирование рисков, свойственных инновационным отраслям, поиск и обеспечение инвестиций в новые коммерческие организации в инновационных технологичных секторах экономики.

В рамках разработанных программ развития правительством Индии в 2008 году был разработан закон «Национальный инновационный акт», определяющий меры поддержки и стимулирования инновационной деятельности.

Основным элементом законодательства об инновациях в правовой системе ФРГ является оказание существенной финансовой поддержки государства указанным исследованиям.

С 2004 года, в ФРГ создаются венчурные фонды с непосредственным государственным участием.

Базовым нормативным актом Германии, определяющим основы правового регулирования венчурного инвестирования, является Гражданский кодекс. В соответствии с этим нормативным актом положения о договорах включают принцип частной автономии (свободы договора). Так условия инвестиционного договора определяются соглашением участвующих, что

отличает регулирование данных взаимоотношений с отечественным законодательством

Кроме того, в ФРГ законодателем принят Закон «О поддержке высокорисковых капиталовложений», в развитие норм которого в Германии сложились следующие основополагающие формы государственного и налогового стимулирования инновационной деятельности предприятий малого и среднего бизнеса:

- ссуды на безвозмездной основе, покрывающие до 50% затрат на внедрение инноваций;
- государственные целевые дотации на проведение НИиОКР;
- понижение размера госпошлин для изобретателей и установлением им льготной налоговой нагрузки.

Не менее важным является и принятие в 2004 году Закона о стимулировании рискованного капитала, который устанавливает льготы по налогам для учредителей венчурных фондов (с понижением налоговых ставок до 50% от нормативных).

Серьезное развитие получили в ФРГ так называемые научно-технологические парки, в которых работают тысячи инновационных компаний во взаимодействии с научными и образовательными центрами (на базе крупнейших университетов).

В государствах с развивающейся экономикой также активно принимаются новое законодательство, регулирующие венчурную деятельность.

Так в Венгрии правовое регулирование инновационной сферы формируют следующие акты:

- 1) Закон СXXXIV от 2004 г. «О научных исследованиях и технологических инновациях» - определяет меры государственного стимулирования инновационной сферы;

2) Закон XC от 2003 г. «О научно-исследовательском и инновационном Фонде» - определяет основы деятельности Венгерского государственного фонда венчурных инвестиций;

3) Закон LXXVI от 1999 г. «Об авторском праве» - определяет основы защиты интеллектуальной собственности;

4) Законы 1998 года «О венчурной деятельности» и «О рискованных вложениях капитала, обществах рискованного капитала, а также фондах рискованного капитала» - определяет основы регулирования инфраструктуры венчурной деятельности;

5) Законе LXXXI от 1996 г. «О налоге на общества и налоге на дивиденды» - определяет перечень налоговых льгот в отношении инвесторов на указанных выше территориях.

Вместе с тем, несмотря на большое количество нормативно-правовых актов в инновационной сфере, в Венгрии, например, со времени принятия в 1998 г. названного выше Закона «О венчурной деятельности» из-за крайне высокой зарегулированности и высокой императивности Закона был создан только один венчурный фонд, деятельность которого нельзя назвать эффективной.

### 2.3. Виды и формы венчурных инвестиций в российской экономике

Законодательство Российской Федерации фактически не применяет термин «венчурная деятельность». К тому же довольно распространенным на практике стало использование слов «венчурный» и «инновационный» в качестве синонимов, учитывая, что юридически данные термины различны, так как венчурной является деятельность по инвестированию, а инновационной — деятельность по созданию новаций, то есть изменений.

В результате анализа литературы о проблемах венчурного финансирования юридического и экономического характера, было выявлено, что единого представления о терминологии венчурного капитала не установлено<sup>63</sup>.

Венчурными инвестициями признаются капиталовложения в высокотехнологичный, инновационный бизнес, сопровождающиеся большим риском невозврата денежных средств.

В научной практике приводят две дефиниции венчурного капитала, которые раскрывают его понятие:

- Европейская Ассоциация прямого инвестирования и венчурного капитала определяет венчурный капитал, как акционерный капитал, предоставляемый профессиональными фирмами, которые инвестируют с одновременным управлением в демонстрирующие рост частные предприятия в их начальном развитии, расширении и трансформации;

- Британская ассоциация венчурного инвестирования по-другому определяет этот термин - венчурный капитал – среднесрочный и долгосрочный прирост капитала от венчурных инвестиций в некотируемые на фондовом рынке акций компании, обладающие потенциалом роста, при этом более значительный рост призван компенсировать риски и неликвидность венчурных инвестиций.

В связи с чем предлагается следующая дефиниция понятия венчурных инвестиций – это капиталовложения, сопровождаемые повышенным риском неполучения доходов, осуществляемые юридическими и физическими лицами в экономическую деятельность организаций, занятых прикладными разработками, внедрением и распространением технологических инноваций. Указанные фазы имеют свои специфические особенности, требующие отдельных решений в области экономики, технологий и права.

В экономической литературе можно выделить следующие фазы венчурного инвестирования:

1. Фаза *посева* компании (*Seed*) — определяется наличием бизнес-плана некоторой инновационной идеи (либо готового предпринимательского проекта), которая требует инвестиции для последующей доработки, создания тестовых образцов продукции;

2. *Стартовая фаза* (*Start-up*) — инновационный проект прошел государственную регистрацию в виде определенной организационно-правовой формы — юридического лица, которое не имеет рыночной истории, не может получить кредитные средства, но готово начать первичные продажи продукции или услуг;

3. Начальная фаза (*Early-stage*) - организация имеет готовую продукцию и начинает ее коммерческую реализацию, в тоже время требуются инвестиции для завершения НИиОКР;

4. Фаза расширения (*Expansion*) — компании требуются новые капиталовложения для увеличения продаж и производства продукции и услуг, расширения финансирования маркетинговой стратегии, пополнения оборотных средств;

5. Мостовая фаза (*Bridge financing*) — компания требует инвестиций для реорганизации из частной фирмы в акционерное общество и проведения IPO;

6. Фаза выхода (*Exit*) — венчурные инвесторы покидают проект, реализуя принадлежащие им акций или доли в уставном капитале.

Наиболее осязаемая потребность в венчурном капитале возникает на стадии финансирования *seed*- и *start-up* фирм.

Также существуют основополагающие принципы венчурного финансирования, к числу которых относятся:

- формирование инвесторами венчурных фондов и формирование системы защиты их интересов;
- использование профессионального посредника — управляющего между венчурными инвесторами и венчурной компанией;

- система принятия решений, состоящая из предварительного решения со стороны венчурного управляющего, а далее прохождения решения через инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов;

- запрет на вложение венчурным управляющими компаниями собственных средств в проекты, проинвестированным управляемым им венчурным фондом.

Венчурная индустрия и инфраструктура имеют глубокую интеграцию в финансовый и производственный сектор, государственную систему поддержки инновационных проектов, имеет глубокую зависимость от нормативно-правовых условий, предпринимательской активности и корпоративного управления.

Рынок венчурного капитала состоит из следующих субъектов:

– венчурные фонды — основная структура института венчурных инвестиций;

– венчурные компании и инновационно-исследовательские организации;

– специализированные подразделения крупнейших коммерческих банков и промышленных корпораций;

– государство, которое разрабатывает специальные государственные инвестиционные программы, формирующие объекты инвестиций;

– прочие участники.

По своей сущности венчурные фонды являются разновидностью обычных инвестиционных фондов.

Рассмотрим правовое поле регулирования венчурными инвестиционными фондами. Исходя из характера отношений, складывающихся в процессе осуществления инвестиционными фондами своей деятельности, можно заключить, что они регулируются:

– нормами гражданского права (взаимоотношения пайщиков и УК);



- нормами института финансового права, связанными с получением дохода, от владения долями фонда;
- налоговым законодательством;
- нормами бюджетного права;

В соответствии с предметом исследования данной работы главным образом будут рассмотрены и проанализированы финансово-правовые основы венчурного инвестирования, однако стоит заметить, что некоторые вопросы его деятельности также регулируются и иными отраслями права.

В соответствии с законодательством России, инвестирование производится путем организации венчурных фондов, создаваемых в двух формах:

- фондов на основании договора простого товарищества (глава 55 Гражданского кодекса Российской Федерации «О простом товариществе»);
- инвестиционного фонда (закрытый ПИФ или АИФ) ФЗ «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ от 29 ноября 2001 г.

Каждая из форм обладает преимуществами и недостатками.

В тоже время преимущества простых товариществ заключаются в следующем:

- гибкое маневрирование инвестиционным капиталом;
- свободного входа и выхода из инвестиционного проекта через реализацию доли другим участникам товарищества;
- инвестирования на любой стадии венчурного проекта.

Основные недостатки заключены в следующем:

- нет госконтроля за движением инвестиционного капитала;
- непрозрачности структуры фонда, инвестиционной политики для потенциального инвестора.

Инвестиционный фонд (статья 1 Закона № 156-ФЗ) представляет собой находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс,

пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления.

Инвестиционные фонды делятся на следующие виды — акционерные инвестиционные и паевые инвестиционные фонды.

Акционерный инвестиционный фонд (далее — АИФ) — открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд».

Следовательно, правовые отношения в связи с управлением имуществом инвестиционного фонда возникают между АО и акционерами и между АО и управляющей компанией.

Деятельность АИФ лицензирована и должна быть закреплена в его уставе.

Выделяют два вида имущества АИФ:

- имущество, предназначенное для инвестирования;
- имущество, предназначенное для обеспечения деятельности органов управления и иных органов АИФа.

Перечень имущества для инвестирования определяет инвестиционная декларация.

Любые изменения в инвестиционную декларацию могут быть осуществлены только через общее собрание или совет директоров.

Инвестиционные резервы АИФ должны быть переданы в доверительное управление управляющей компании.

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением активами АИФ, открывается (открываются) отдельный банковский счет (счета), а для учета прав на ценные бумаги, составляющие активы акционерного инвестиционного фонда, отдельный счет (счета) депо.

Такие счета «за исключением случаев, установленных законодательством Российской Федерации, открываются на имя управляющей компании с указанием на то, что она действует в качестве доверительного управляющего, и с указанием наименования акционерного инвестиционного фонда.

Акционерный инвестиционный фонд на практике размещает только обыкновенные именные акции и только путем открытой подписки, за исключением случаев размещения акций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

В соответствии с пунктом 1 статьи 10 Закона № 156-ФЗ выделяют еще один вид инвестиционного фонда - паевой инвестиционный фонд (далее — ПИФ).

ПИФ - это обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, право требовать от управляющей компаний надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).

Инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой - он не имеет номинальной стоимости.

В отличие от акционерного инвестиционного фонда, паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом. В связи с этим, правовые отношения с по поводу управления инвестиционным фондом возникают между учредителями доверительного управления (пайщиками) и управляющей компанией этого фонда.

В зависимости от сроков права требования от УК погашения инвестиционных паев и прекращения договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом или частичного погашения инвестиционных паев, паевые инвестиционные фонды можно разделить на следующие виды:

- открытые (владелец паев имеет право в любой рабочий день требовать от УК погашения инвестиционных паев и расторжения договора доверительного управления ПИФ между ним и УК или погашения части принадлежащих ему инвестиционных паев);

- интервальные;

- закрытые (владелец инвестиционных паев не имеет права требовать от управляющей компании прекращения договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом до истечения срока его действия).

Денежные средства, переданные в оплату инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда при его формировании, должны поступать на транзитный счет, открытый для его формирования, а бездокументарные ценные бумаги — на отдельный счет депо, открытый в специализированном депозитарии этого фонда (транзитный счет депо), документарные ценные бумаги передаются на хранение в специализированный депозитарий.

ПИФ имеет имущество, которое должно быть обособлено от:

- имущества управляющей компании этого фонда;
- имущества владельцев инвестиционных паев;
- имущества, составляющего иные паевые инвестиционные фонды, находящиеся в доверительном управлении этой управляющей компании;

– иного имущества, находящегося в доверительном управлении или по иным основаниям указанной управляющей компании.

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, учитывается управляющей компанией на отдельном балансе, и по нему ведется самостоятельный учет.

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, открывается отдельный банковский счет, а для учета прав на ценные бумаги, составляющие паевой инвестиционный фонд, отдельный счет депо. Такие счета открываются на имя управляющей компании паевого инвестиционного фонда с указанием на то, что она действует в качестве доверительного управляющего, и с указанием названия паевого инвестиционного фонда.

УК для каждого паевого инвестиционного фонда регистрирует в ФСФР правила доверительного управления и создает договор доверительного управления. В этом договоре определяется вид ПИФа и порядок выдачи, обмена и погашения его паев, перечень имущества, в который инвестируются средства фонда.

Типовые правила доверительного управления ПИФа каждого типа утверждаются Правительством РФ<sup>42</sup>. Управляющие компании обязаны неукоснительно выполнять их, в противном случае ПИФ может быть ликвидирован, а у управляющей компании отобрана лицензия.

УК осуществляет раскрытие информации перед потенциальными инвесторами и перед ФСФР в силу положений пункта 2 статьи 39 Закона №156-ФЗ об обязанностях УК не могут одновременно хранить и управлять финансовыми активами, поэтому в деятельности инвестиционных фондов

---

<sup>42</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации «Об утверждении Положения о регистрации правил доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и изменений, и дополнений в них» № 06-154/пз-н от 21 декабря 2006 г. // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 2007. № 11.

важную роль играет специализированный депозитарий, чьей задачей является хранение ценных бумаг, в которые размещены средства учредителей доверительного управления или акционеров, а также выполнение контрольных функций.

Соответственно УК и их ПИФы предлагают физическим и юридическим лицам услуги по управлению их инвестиционными средствами.

Важным также является вопрос распределения рисков, связанных с осуществлением инвестиций денежных средств, вложенных в ПИФы. Риски изменения стоимости паев, приобретаемых инвесторами, несут только они, а учредители УК и сама компания никаких рисков не несут.

Согласно пункту 1.3 главы Положения о составе и структуре активов АИФ и активов ПИФ<sup>43</sup>, инвестиционные фонды, относящиеся к категории фондов особо рискованных (венчурных) инвестиций, могут быть только АИФ и ЗПИФ.

Такие жесткие ограничения со стороны Федеральной службы по финансовым рынкам определяются тем, что инвестиции в паи ПИФ и АИФ несут максимальный риск и должны соответствовать особым требованиям для инвестиционных фондов с направлением приобретения долей и акций компаний инновационного сектора.

Соответственно в состав активов может входить только:

- денежные средства, в том числе иностранная валюта, на счетах и во вкладах в кредитных организациях;
- долговые инструменты, в том числе выпущенные российскими хозяйственными обществами, более 25% размещенных акций (долей в уставных капиталах) которых составляют активы фонда;
- акции российских акционерных обществ;

---

<sup>43</sup> Приказ ФСФР РФ от 20.05.2008 г. № 08-19/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. № 30. 28.07.2008.

- доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью;

- простые векселя российских акционерных обществ, более 25% размещенных акций которых составляют активы фонда;

- простые векселя российских обществ с ограниченной ответственностью, более 25% долей в уставных капиталах которых составляют активы фонда;

- облигации российских хозяйственных обществ, в отношении которых не зарегистрирован проспект, если более 25% размещенных акций (долей в уставных капиталах) указанных обществ составляют активы фонда;

- финансовые инструменты, базовым активом которых являются величины процентных ставок;

Также в Положении указывается, что в состав АИФ и ЗПИФа рискованных (венчурных) инвестиций, не могут входить доли российских обществ с ограниченной ответственностью и акционерных обществ, если такие общества являются аффилированными лицами специализированного депозитария, аудитора, оценщика, регистратором акционерного инвестиционного фонда, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев.

Помимо этого, ФСФР запретила инвестиции в юридические лица, действующие в следующих отраслях:

- деятельность кредитных организаций;
- страховые компании;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- аудиторские компании;
- оценочные компании;
- деятельность по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами;
- деятельность по организации и проведению азартных игр в букмекерских конторах и тотализаторах;
- строительство зданий и сооружений;

- организацию биржевой деятельности;
- туроператорскую деятельность;
- турагентскую деятельность;
- деятельность по продаже прав на клубный отдых.

Такое ограничение представляется логичным, тем не менее, в соответствии с законодательством иные фонды не имеют таких ограничений.

В соответствии с Положением Федеральной Службы по финансовым рынкам «О порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию» №05-21/пз-н от 15 июня 2006 г.<sup>44</sup>, при покупке долей в уставных капиталах или акций, не имеющих официальные котировки на бирже необходимо провести их независимую оценку, так как отсутствует информация об их рыночной стоимости.

Стоимость оцениваемого имущества, признается таковой на протяжении 6 месяцев с момента оценки, при этом оценка не может проводиться силами самой управляющей компании, более того в ее штате не могут быть специалисты-оценщики.

В России на практике сложились следующие типы функционирования фондов:

- поступление денег осуществляется за счет средств пайщиков с дальнейшим ростом активов венчурных предприятий;
- формирование активов в виде имущества (доли) уже действующего венчура. В этом случае управляющая компания увеличивает активы за счет

---

<sup>44</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам «О порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию: № 05-21/пз-н от 15 июня 2006 г. // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 2006. № 8.



имущества конкретных хозяйствующих субъектов, обговорённых заранее с пайщиками.

ФСФР предложила временные интервалы на формирование активов венчурных паевых инвестиционных фондов соответственно логике этапов венчурного финансирования (1-3-6 лет).

В целом максимальный срок деятельности фонда определен в 15 лет, однако на практике сроки деятельности таких фондов не превышают 5-6 лет.

В течение этого периода времени управляющая компания должна успеть подобрать ряд инновационных компаний, имеющих высокий потенциальный рост и осуществить в них инвестиции.

Не менее важным вопросом является оценка стоимости вознаграждения за управление активами такого фонда. В Российском законодательстве установлены ограничения на его размер. Так, согласно п. 7. Ст. 26 ФЗ №156 величина премий при покупке пая ограничена 1,5% (плата за «вход»), а скидки при его погашении до 3% (плата за «выход») до 4,5% от размера активов.

Пункт 1 ст. 41 Федерального Закона №156 устанавливает ограничения в размере 10% чистых активов в год на величину ежегодного вознаграждения управляющей компании паевого инвестиционного фонда.

Постановлениями Правительства Российской Федерации №633 от 27 августа 2002 г.<sup>45</sup> и №684 от 18 сентября 2002 г.<sup>46</sup> устанавливаются аналогичные нормы в Типовых правилах управления интервальным паевым инвестиционным фондом.

Вместе с тем законодательством не ограничены иные формы выплат за счет активов фонда, которые могут быть установлены инвестиционной декларацией. Однако подобные расходы должны быть направлены на поддержание основной деятельности инвестиционного фонда. В письме ФСФР «О расходах, связанных с доверительным управлением паевым

---

<sup>45</sup> Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении типовых правил управления интервальным паевым инвестиционным фондом» № 633 от 27 августа 2002 г. // СЗ РФ. 2002. № 35. Ст. 3385.

<sup>46</sup> Постановление Правительства Российской Федерации «Об утверждении типовых правил управления закрытым паевым инвестиционным фондом» № 684 от 18 сентября 2002 г. // СЗ РФ. 2002. № 39. Ст. 3788.

инвестиционным фондом и возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд» № 04-ОВ-01/12334 от 23 декабря 2004 г.<sup>47</sup> указано, что иные расходы, например, расходы на рекламу, не относящиеся к затратам по доверительному управлению, не возмещаются за счет имущества паевого инвестиционного фонда.

Таким образом, можно заявить о высоком уровне контроля, установленного нормативным законодательством, в отношении управляющих компаний:

- большие требования к раскрытию информации;
- усложненная процедура регистрации и создания инвестиционного фонда;
- высокие лицензионные требования к управляющим компаниям;
- строгая система отчетности перед государственными органами.

Тем не менее, данные факторы слабо учитывают специфику венчурных инвестиций, которые вкладываются в особо рискованные проекты.

Серьезным аспектом российского законодательства в сфере инвестирования является правовой институт квалифицированного инвестора.

Так, пункт 1.5 Положения<sup>48</sup> устанавливает, что акции венчурных ПИФ, предназначены только для финансирования квалифицированными инвесторами.

До 2007 года такого института не было и законодательство определяло более глубокую регламентацию инвестирования в ПИФ рискованных инвестиций, так как они предназначались для неограниченного круга инвесторов.

Однако в декабре 2007 г. в Федеральный закон о рынке ценных бумаг» №39 от 22 апреля 1996 г., были внесены существенные изменения, которые

---

<sup>47</sup> Письмо Федеральной службы по финансовым рынкам «О расходах, связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом и возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд» № 04-ОВ-01/12334 от 23 декабря 2004 г. // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2004. № 7.

<sup>48</sup> Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» № 08-19/пз-н от 20 мая 2008 г. // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2008 - №7

установили более благоприятный нормативный режим регулирования ПИФов для квалифицированных инвесторов.

Пункт 2 ст. 51.2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг» № 39-ФЗ определяет квалифицированными инвесторами следующие юридических субъектов:

- брокеры, дилеры и управляющие;
- кредитные организации;
- акционерные инвестиционные фонды;
- управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов;
- страховые организации;
- негосударственные пенсионные фонды;
- некоммерческие организации в форме фондов, относящихся к инфраструктуре поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства, единственными учредителями которых являются субъекты Российской Федерации и которые созданы в целях приобретения инвестиционных паев, закрытых паевых инвестиционных фондов, привлекающих инвестиции для субъектов малого и среднего предпринимательства, — только в отношении указанных инвестиционных паев;
- Банк России;
- Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»;
- агентство по страхованию вкладов;
- государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий», а также юридическое лицо, возникшее в результате ее реорганизации;
- международные финансовые организации, в том числе Мировой банк, Международный валютный фонд, Европейский центральный банк,

Европейский инвестиционный банк, Европейский банк реконструкции и развития.

В соответствии с пунктом 4 той же статьи, физическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если оно отвечает любым двум требованиям из указанных:

- общая стоимость ценных бумаг, которыми владеет это лицо, и (или) общий размер обязательств из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами и заключенных за счет этого лица, соответствуют требованиям, установленным нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг. При этом указанный орган определяет требования к ценным бумагам и иным финансовым инструментам, которые могут учитываться при расчете указанной общей стоимости (общего размера обязательств), а также порядок ее (его) расчета;

- имеет установленный нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг опыт работы в российской и (или) иностранной организациях, которые совершали сделки с ценными бумагами и (или) заключали договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами;

- совершило сделки с ценными бумагами и (или) заключило договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, в количестве, объеме и в срок, которые установлены нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

Юридическое лицо может быть признано квалифицированным инвестором, если оно является коммерческой организацией и отвечает любым двум требованиям из указанных:

- имеет собственный капитал в размере, установленном нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- совершило сделки с ценными бумагами и (или) заключило договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, в количестве, объеме и в срок, которые установлены нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- имеет оборот (выручку) от реализации товаров (работ, услуг) в размере и за период, которые установлены нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг;

- имеет сумму активов по данным бухгалтерского учета за последний отчетный год в размере, установленном нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

В соответствии с Приказом ФСФР РФ от 18.03.2008 г. № 08-12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами»<sup>49</sup> признание лица по его заявлению квалифицированным инвестором осуществляется юридическими лицами в случаях, предусмотренных законами, в порядке, установленном ФСФР.

Таким образом институт квалифицированных инвесторов позволяет сформировать стимулирование развития новых инвестиционных фондов, ориентированных на проекты с более высокими (венчурными) рисками и потенциально высокой доходностью. При этом законодатель понижает уровень регламентации подобных инвестиционных структур, позволяя осуществлять более широкий спектр инвестиций.

В соответствии с законодательством также введен институт специализированных депозитариев, являющихся агентом государственных органов по контролю за деятельностью УК, ее устава и инвестиционной декларации.

Постановление «О регулировании деятельности специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных

---

<sup>49</sup> Приказ ФСФР РФ от 18.03.2008 г. № 08-12/пз-н «Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. № 19. 12.05.2008.

фондов и негосударственных пенсионных фондов» № 04-3/пс от 10 февраля 2004 г. определяет также процедуру и регламентирует:

- правильность определения количества выдаваемых паев;
- правильность исчисления размера компенсации при их погашении и вознаграждения УК и пр.

Кроме того, специализированный депозитарий выдает согласие на списание средств с банковского счета, общее распоряжение имуществом, внесенным в паевой инвестиционный фонд, а также иные действия. Законодательство также обязывает депозитарий предоставлять ежедневную информацию ФСФР о стоимости пая ПИФа.

Хотя данные положения направлены на защиту потенциального инвестора от негативного воздействия со стороны УК, они также усложняют работу инвестиционного фонда.

В случае получения информации о нарушении законодательства со стороны управляющей компании депозитарий передает информацию об этом на следующий день в органы Федеральной службы по финансовым рынкам.<sup>50</sup>

Учитывая вышеизложенное, можно сделать следующий вывод о важности института квалифицированных инвесторов при инвестировании в венчурные фонды.

Другим вопросом правового регулирования является налоговое регулирование венчурных фондов.

На данный момент в Налоговом кодексе отсутствует прямое стимулирование венчурной деятельности и у потенциальных инвесторов нет мотивации вкладываться в венчурный бизнес.

Поскольку венчурные фонды создаются по договору простого товарищества, либо как ПИФы, необходимо рассмотреть специфику налогового регулирования каждой из форм.

---

<sup>50</sup> Приказ ФСФР «Об утверждении Административного регламента по исполнению Федеральной службой по финансовым рынкам государственной функции контроля и надзора» № 07-107/пз-н от 13 ноября 2007 г. // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2008. № 1.

В соответствии со ст. 1041 гл. 55 ГК РФ по договору простого товарищества или несколько лиц физических или юридических лиц обязуются, для извлечения прибыли или достижения иной не противоречащей закону цели, соединить свои вклады и совместно действовать без образования юридического лица.

Один из участников общества обязан вести учет операций, подлежащих налогообложению.

В тоже время порядок образования и распределения прибыли в простом товариществе в соответствии с НК РФ не установлен.

Следовательно, в соответствии со статьей 11 НК РФ следует руководствоваться главой 55 ГК РФ.

Согласно ст. 1048 ГК РФ, официальным доходом участников простого товарищества, подлежащим налогообложению, является не выручка, а прибыль от совместной деятельности за определенный период.

В процессе действия договора простого товарищества не создается юридическое лицо, следовательно, сумма прибыли, полученная по данному договору, не облагается налогом на прибыль.

Стороны простого товарищества учитывают прибыль, полученную от совместной деятельности в соответствии с гл. 25 «Налог на прибыль организаций» (письмо Министерства финансов Российской Федерации № 03-11-02/62 от 15.03.06 г.93).

Процедура определения налогооблагаемой базы по доходам, полученным участниками договора простого товарищества, закреплена в статье 278 Налогового кодекса Российской Федерации об особенности определения налоговой базы по доходам, полученным участниками договора простого товарищества.

Согласно пункту 3 статьи 278 НК РФ участник товарищества, осуществляющий учет доходов и расходов этого товарищества для целей налогообложения, обязан определять нарастающим итогом по результатам каждого отчетного (налогового) периода прибыль каждого участника

товарищества пропорционально доле соответствующего участника товарищества. имущества, установленной соглашениями, в прибыли товарищества, полученной за отчетный (налоговый) период от деятельности всех участников в рамках товарищества. О суммах, причитающихся (распределяемых) доходов каждому участнику товарищества, участник товарищества, осуществляющий учет доходов и расходов, обязан ежеквартально в срок 5 до 15-го числа месяца, следующего за отчетным (налоговым) периодом, сообщать каждому участнику этого товарищества.

В тоже время убытки простого товарищества не распределяются между его участниками и при налогообложении ими не учитываются.

Значит, договор простого товарищества, хотя и позволяет избежать двойного налогообложения, не подходит для венчурных ПИФов, так как не устанавливает возможность ограничения ответственности его участников, при том что управление фондом, а, следовательно, риск убытков осуществляется управляющей компанией.

Что же касается венчурных фондов, созданных в форме акционерных инвестиционных фондов или закрытых паевых инвестиционных фондов, необходимо вновь обратиться к Закону 1 № 156-ФЗ.

Согласно статье 2 данного закона, акционерный инвестиционный фонд является публичным акционерным обществом, деятельность которых регулируется Федеральным законом «Об акционерных обществах». В связи с чем следует рассмотреть некоторые вопросы налогового регулирования.

В соответствии с налоговым законодательством акционерные инвестиционные фонды подвергаются двойному налогообложению – они платят налог на полученную ими прибыль на общих основаниях, согласно пункту 1 ст. 284 Налогового кодекса РФ по ставке налога 20%, после чего при распределении чистой прибыли в качестве дивидендов акционерам фонда последние также платят налог на доходы с физических лиц.

Следовательно, ПИФы и АИФы находятся в неравноправном положении.



Не менее важно проблемой законодательства о налогах, препятствующей развитию ЗПИФов, остается недостаточная урегулированность уплаты НДС при совершении операций с имуществом, включенным в ПИФы.

В соответствии со статьей 10 Закона № 156-ФЗ, ПИФ — обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией. ПИФ не является юридическим лицом.

Поэтому, с точки зрения оптимизации налогообложения, максимально привлекательными для осуществления высоко рискованных венчурных инвестиций выглядят закрытые паевые инвестиционные фонды, так они не требуют организации юридического лица, что исключает двойное налогообложение.

Согласно статье 246 НК РФ о плательщиках налога на прибыль организаций, таковыми признаются российские организации и иностранные организации, осуществляющие свою деятельность в Российской Федерации через постоянные представительства и (или) получающие доходы от источников в Российской Федерации.

В тоже время паевой инвестиционный фонд, как имущественный комплекс, не требующий создания юридического лица организацией не признается, налогом на прибыль не облагается, что, в свою очередь, позволяет им избежать двойного налогообложения в отличие от акционерных инвестиционных фондов.

Деятельность ПИФов, которая осуществляется через УК осуществляется посредством коллективного инвестирования. Вкладчиками выступают юридические и физические лица — квалифицированные инвесторы, которые

также являются налогоплательщиками в отношении доходов, получаемых в результате деятельности ПИФа. Их присоединение к договору доверительного управления ПИФом осуществляется через покупку инвестиционных паев, выдаваемых УК, осуществляющей регламентированное законодательством управление соответствующим фондом.

Вкладчики ПИФов получают доход следующим образом:

- через проведение операции купли-продажи инвестиционных паев;
- через выплату промежуточного распределения текущей прибыли инвестиционного фонда.

Статья 210 Налогового кодекса Российской Федерации устанавливает, что определение налоговой базы осуществляется через учет всех полученных доходов налогоплательщика — физического лица, полученные им как в денежной, так и в натуральной формах.

Однако пай ПИФа является именной ценной бумагой, и соответственно определение налоговой базы по сделкам, объектом которых выступают паи, осуществляется в соответствии со специальными нормами, содержащимися в статье 214.1 НК РФ.

В соответствии с указанной статьей, доходами по операциям с ценными бумагами признаются доходы от купли-продажи ценных бумаг, полученные в налоговом периоде.

В свою очередь, согласно пункту 10 статьи 214.1 НК РФ, расходами по операциям с ценными бумагами, признаются документально подтвержденные и фактически осуществленные налогоплательщиком расходы, связанные с приобретением, реализацией, хранением и погашением ценных бумаг

Ранее, до принятия Федерального закона № 281 Налоговый кодекс Российской Федерации не предусматривал механизм расчета налоговой базы по налогу на доходы физических лиц, и возможность наличия одновременно убытков, полученных от продажи инвестиционных паев одного фонда, и доходов, полученных от продажи инвестиционных паев другого фонда,

поэтому было законодательно введено понятие «положительный финансовый результат».

В соответствии с пунктом 12 ст. 214.1 НК РФ финансовый результат по операциям с ценными бумагами определяется как доходы от операций за вычетом соответствующих расходов, перечисленных нами ранее.

В тоже время отрицательный финансовый результат, полученный в налоговом периоде по отдельным операциям с ценными бумагами, уменьшает финансовый результат, полученный в налоговом периоде по совокупности соответствующих операций.

Порядок определения доходов и расходов для определения финансового результата по операциям с ценными бумагами фондов венчурных инвестиций обладает собственной спецификой.

Согласно пункту 6 статьи 280 НК РФ, по операциям с паями закрытых и интервальных паевых инвестиционных фондов, ориентированных для квалифицированных инвесторов, в случае их приобретения у управляющей компании, осуществляющей доверительное управление имуществом, составляющим соответствующий паевой инвестиционный фонд, для целей налогообложения принимается фактическая цена сделки, если она соответствует расчетной стоимости инвестиционного пая.

В тоже время, в соответствии с п. 6 ст. 26 Закона № 156-ФЗ, расчетная стоимость инвестиционного пая определяется в соответствии с нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг путем деления стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда, рассчитанной на день не ранее дня приема заявок на приобретение, заявок на погашение или заявок на обмен инвестиционных паев, на количество инвестиционных паев, указанное в реестре владельцев инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда на тот же день.

Однако при формировании зПИФов для них действует положение статьи 212 Налогового Кодекса РФ, где расчетной ценой инвестиционного пая закрытого инвестиционного фонда, не обращающегося на организованном

рынке ценных бумаг, признается последняя расчетная стоимость инвестиционного пая, определенная управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление имуществом, составляющим соответствующий паевой инвестиционный фонд, в соответствии с законодательством Российской Федерации об инвестиционных фондах, без учета предельной границы колебаний расчетной цены ценных бумаг.

Сумма денежных средств (стоимость имущества), на которую выдается инвестиционный пай после образования ПИФа, рассчитывается исходя из расчетной стоимости пая инвестиционного фонда.

Однако, в случае зПИФа, деньги, на которые выдается пай инвестиционного фонда после завершения его формирования, а также сумма денег, на которую выдается пай зПИФа до полной оплаты всех паев, определяются на основании правил доверительного управления УК таким инвестиционным фондом.

При получении положительного финансового результата по операциям, совершенным за налоговый период, устанавливается налоговая база по операциям с этими бумагами, и она признается равной положительному финансовому результату.

Если при осуществлении доверительного управления совершаются операции с ценными бумагами, обращающимися и (или) не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, а также, если в процессе доверительного управления возникают иные виды доходов, налоговая база устанавливается отдельно по операциям с этими ценными бумагами и по каждому виду дохода.

При этом расходы, которые не могут быть непосредственно отнесены на уменьшение дохода по операциям с ценными бумагами, обращающимися или не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, или на уменьшение соответствующего вида дохода, распределяются пропорционально доле каждого вида дохода.

Отрицательный финансовый результат по отдельным операциям с ценными бумагами, осуществляемым доверительным управляющим в налоговом периоде, уменьшает финансовый результат по совокупности соответствующих операций, и тогда финансовый результат определяется отдельно по операциям с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, и по операциям с ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг.

Необходимо выделить, что УК, управляющая венчурным фондом, является налоговым агентом, который определяет налоговую базу налогоплательщика.

Для определения налоговой базы налоговый агент (управляющая компания) производит расчет финансового результата для налогоплательщика, которому выплачиваются денежные средства. При этом если сумма выплачиваемых налогоплательщику денежных средств не превышает рассчитанную для него сумму в размере финансового результата по операциям, по которым доверительный управляющий выступает налоговым агентом, налог уплачивается с суммы выплаты.

Если сумма выплачиваемых налогоплательщику денежных средств превышает рассчитанную для него сумму финансового результата по операциям, по которым доверительный управляющий выступает налоговым агентом, налог уплачивается со всей суммы, соответствующей рассчитанной для данного налогоплательщика сумме финансового результата по операциям, по которым доверительный управляющий выступает налоговым агентом.

Кроме того, при выплате налогоплательщику налоговым агентом денежных средств более одного раза в течение налогового периода исчисление суммы налога производится нарастающим итогом с зачетом ранее уплаченных сумм налога.

Также важным является вопрос промежуточных выплат дохода.

Правилами доверительного управления инвестиционным фондом, в соответствии со ст. 14 Закона № 156-ФЗ, установлена возможность

промежуточной выплаты пайщикам фонда дохода от доверительного управления имуществом, составляющим данный паевой инвестиционный фонд.

Тогда возникает проблема, каким образом классифицируется доход и по какой ставке его необходимо облагать, так как, с одной стороны, нет оснований для отнесения его к полученным процентам, указанным в статье 208 Налогового кодекса Российской Федерации, вместе с тем законодательством не предусмотрено начисление дивидендов по паям.

В тоже время в соответствии с пунктом 1 статьи 210 Налогового кодекса Российской Федерации при установлении налоговой базы должны учитываться все доходы налогоплательщика, в том числе доходы в виде материальной выгоды.

В тоже время среди видов доходов, учитываемых при определении налоговой базы по операциям с ценными бумагами, промежуточная выплата дохода зПИФом не указана (п. 1 ст. 210 Налогового кодекса Российской Федерации).

В качестве дохода от долевого участия в других организациях промежуточную выплату дохода пайщикам закрытого фонда расценивать также невозможно, так как статья 214 НК РФ, определяющая особенности уплаты налога на доходы физических лиц в отношении доходов от долевого участия, рассматривает лишь доходы от долевого участия в других организациях, полученные в виде дивидендов, а ПИФ:

- не отвечает определению «организации», приведенному в пункте 2 статьи 11 НК РФ;

- в соответствии с действующим законодательством понятие «дивиденд» в отношении инвестиционных паев не используется.

В случае получения пайщиком промежуточных выплат дохода, полученного в результате доверительного управления имуществом, составляющим фонд, налог на доходы будет определяться и взыскиваться налоговым агентом по общей ставке 13%.

В дальнейшем, при погашении паев, расчет налоговой базы проводится на основании статьи 214.1 Налогового кодекса Российской Федерации.

Не менее важным вопросом также является налогообложение имущества передано в ПИФ. Согласно действующему законодательству данные вопросы не были урегулированы.

Такая ситуация в практической деятельности приводит к появлению инструментов легальной минимизации налогообложения имущества путем передачи его в паевые инвестиционные фонды. Так, в соответствии с российским законодательством, паевой инвестиционный фонд представляет собой имущественный комплекс, не является юридическим лицом.

Данное имущество является общим имуществом владельцев паев и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Согласно статье 131 ГК РФ право собственности и другие вещные права на недвижимые вещи подлежат государственной регистрации.

Проведенная регистрация подтверждается свидетельством о государственной регистрации права. В тоже время при государственной регистрации права общей долевой собственности на объект недвижимого имущества в Едином реестре прав на недвижимое имущество и сделок с ним указывается, что собственники такого объекта, это владельцы инвестиционных паев, соответствующего фонда без указаний имен владельцев и размеров их долей.

Таким образом, на лицо наличие обезличенной информации владельцев инвестиционных паев. В то же время доля в праве собственности на недвижимое имущество, переданное в доверительное управление удостоверяются ценной бумагой, которое не является правоустанавливающим документом на данные объекты, том числе на объект недвижимости.

Также существенные проблемы администрирования налога на имущество организаций, составляющих инвестиционный фонд, является то, что доля конкретных владельцев меняется ежедневно. Такие обстоятельства не дают возможность налоговым органам получить информацию о владельцах

паев, которые необходимы для исчисления размера налога на имущество организаций и объектов недвижимости.

Таким образом, необходимо сделать следующий вывод: налоговое законодательство не успевает за динамикой изменяющихся взаимоотношений при инвестировании денежных фондов, а также имущества в венчурные проекты.

Учитывая всё сказанное, определим следующие выводы относительно эффективности правового регулирования вещных инвестиций:

- согласно российскому законодательству венчурное финансирование осуществляется путем формирования венчурных инвестиционных фондов создаваемых, либо в форме простого товарищества, либо в форме инвестиционного фонда;

- единого представления о понятии венчурного капитала в правовой науке и законодательстве так и не сформировалось;

- сложным остаётся вопрос об институте квалифицированных инвесторов на венчурных рынках. Такое понятие закрепилось на рынке ценных бумаг, однако для венчурного рынка такой институт не установлен.

- форма договора простого товарищества (договора о совместной деятельности), позволяет убрать двойное налогообложение, однако не предусматривает возможности ограничения ответственности участников;

- АИФы подвергаются двойному налогообложению, поэтому наиболее привлекательными выглядят закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ).

В связи с изложенным можно заявить о следующем:

- венчурное инвестирование появилось в России в 90-е годы прошлого века, требовало разработки специальной нормативно-правовой базы, однако долгое время наблюдалось несовершенство российского законодательства, что привело к неэффективному регулированию процессов венчурного инвестирования;



- более детальная проработка законодательства, регулирующего венчурную инвестиционную деятельность, началась с 2002 г. и тогда же впервые в правовой терминологии появляется термин «венчурный»;

- на данный момент в отечественном законодательстве нет единого нормативно-правового акта о венчурном инвестировании, а отношения, складывающиеся в процессе такой деятельности, регулируются группой нормативных актов, каждый из которых регулирует отдельный аспект венчурного инвестирования.

Таким образом, основной задачей государственного регулирования венчурной отрасли должна стать правовая регламентация различных аспектов венчурного инвестирования, в том числе налогообложение. Также в налоговом законодательстве можно предусмотреть налоговые стимулы для промышленных компаний, вкладывающих средства в венчурные фонды.

### ГЛАВА 3. ОСОБЕННОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ВЕНЧУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ

#### 3.1. Современные тенденции и цели современного государственного правового регулирования венчурных инвестиций

Государственная поддержка на современном этапе становления в России венчурной индустрии имеет первоочередное значение. При этом следует учитывать, что государственная поддержка не должна замещать частный венчурный капитал, наоборот, эффективным является государственное частное партнерство.

Государство как участник венчурной инвестиционной деятельности осуществляет организационную и стимулирующую функцию. Государственная поддержка венчурного инвестирования может осуществляться в двух формах:

- прямого содействия;
- косвенного содействия.

Прямое содействие включает в себя развитие прямых форм государственной поддержки венчурного инвестирования, прежде всего, путем финансирования из бюджетных средств венчурных инвестиционных проектов.

В частности, таким проектом является первый в России инновационный центр «Сколково», развитие которого регулируется Федеральным законом от 28.09.2010 № 244-ФЗ «Об инновационном центре «Сколково».

Косвенное содействие заключается в разработке специального правового регулирования венчурной инвестиционной деятельности.

Мерами государственной поддержки венчурной индустрии являются:

- совершенствование правового регулирования венчурной инвестиционной деятельности;
- формирование венчурных фондов со стопроцентным государственным участием;
- создание венчурной инфраструктуры;
- инвестирование средств в малые инновационные предприятия;
- разработка критериев выбора венчурных инновационных проектов, претендующих на государственную поддержку.

Основной задачей государственной поддержки является стимулирование и наращивание притока частного венчурного капитала, поэтому следует учитывать потребность в благоприятных правовых условиях осуществления венчурного инвестирования частными компаниями и лицами.

Также в данном документе указывается на необходимость обеспечения комплексного мер по формированию инновационной системы и инвестиционной среды в целом, создания условия для полного цикла развития инноваций, в том числе путем обеспечения макроэкономической стабильности, защиты конкуренции и прав собственности, устранения административных барьеров, разработки и реализации на практике конкретных механизмов внедрения и поддержки инновационных технологий, прежде всего в рамках проектов в таких областях, как энергоэффективность, медицинская техника и фармацевтика, космос и телекоммуникации, ядерные технологии, стратегические компьютерные технологии и программное обеспечение.

Статьей 11 Федерального закона «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», установлен перечень форм и методов государственного регулирования инвестиционной деятельности, к которым относятся:

- создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

- совершенствования системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений; установления субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых «режимов», не носящих индивидуального характера; защиты интересов инвесторов;

- предоставления субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству Российской Федерации; создания возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов и др.;

- прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем: разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств технологического развития экономики, повышение ее энергетической эффективности.

Перечень форм и методов государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, в том числе и венчурной деятельности, установлен статьей 11 Федерального закона «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», к которым относятся:

- создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем:

- совершенствования системы налогов, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений; установления субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых «режимов», не носящих индивидуального характера; защиты интересов инвесторов;

- предоставления субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству Российской Федерации; создания

возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов и др.;

- прямое участие государства в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, путем: разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета; проведения экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством Российской Федерации; выпуска облигационных займов, гарантированных целевых займов и др.

Таким образом, можно сделать следующие выводы касательно государственного регулирования инвестиционной деятельности:

- в законодательстве не представлены конкретные меры и средства государственной поддержки;

- такие формы и методы носят программно-политический характер, определяют лишь основные направления осуществления государственного участия в регулировании инвестиционной деятельности;

- отсутствует как таковое специальное регулирование венчурной инвестиционной деятельности, следовательно, нет системы мер государственной поддержки такого вида инвестиций, что в свою очередь необходимо, так как именно венчурные фонды способны гарантировать трансформацию российской экономики из сырьевой в инновационную:

Значительное влияние на развитие венчурного финансирования призвана оказывать Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ), созданная еще в 1997 г.

Целью венчурных фондов является содействие инновационного потенциала, поиск инноваций, коммерциализация научно-технических разработок, продвижение инновационных товаров, услуг и технологий на отечественный и зарубежные рынки и в конечном получение прибыли.

Венчурные фонды могут иметь отраслевую направленность.

Примерами непосредственного государственного участия венчурной инвестиционной деятельности являются:

*Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере* — государственная некоммерческая организация, образованная Постановлением Правительства Российской Федерации от 3 февраля 1994 года № 65103. Основные задачи Фонда — формирование благоприятной среды для предпринимательской деятельности (стимулирование в приоритетном порядке создания и развития малых наукоемких предприятий, малых форм в научно-технической сфере); развитие науки и формирование национальной инновационной системы (в том числе на основе создания условий, обеспечивающих активное вовлечение в гражданский оборот объектов интеллектуальной деятельности, созданных за счет средств федерального бюджета; развития системы государственной поддержки инновационных компаний на этапе старта, в первую очередь малого бизнеса); вовлечение молодежи в инновационную деятельность.

*Венчурный инновационный фонд (ВМФ)* — специализированная некоммерческая организация с участием государства.

Фонд создан для достижения следующих целей:

- развития конкурентоспособного технологического потенциала российских компаний,
- формирование организационной структуры системы венчурного инвестирования;
- организация привлечения инвестиций, в том числе из-за рубежа в высокорисковые инновационные проекты.

Основными источниками формирования имущества Венчурного инновационного фонда являются:

- взнос Министерства образования и науки РФ из средств Российского фонда технологического развития;
- взнос Фонда содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере за счет средств, полученных на возвратной основе;

- добровольные имущественные взносы отечественных инвесторов (фондов, банков и т.п.).

Основой российской модели венчурной деятельности является ОАО «Российская венчурная компания» (РВК), созданная Правительством Российской Федерации.

В соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 24.08.2006 № 516 «Об открытом акционерном обществе «Российская венчурная компания» средства, предназначенные для увеличения уставного капитала РВК, выделяются из Инвестиционного фонда Российской Федерации.

РВК представляет собой государственный фонд фондов и институт развития Российской Федерации, один из ключевых инструментов государства в деле построения национальной инновационной системы.

Основные цели деятельности ОАО «РВК» — формирование инфраструктуры венчурного инвестирования и увеличение финансовых ресурсов действующих венчурных фондов.

Также важными направлениями в деятельности ОАО «РВК» являются создание и поддержка специализированной сервисной инфраструктуры для участников венчурного рынка, повышение прозрачности инвестируемых фондов и компаний.

Учитывая вышеизложенное, можно сделать следующие выводы:

- государство является главным регулятором отношений в сфере венчурной инвестиционной деятельности;
- на современном этапе главная цель государственного регулирования — это разработка конкретных мер государственной поддержки;
- основной формой государственной поддержки сферы венчурной деятельности на данный момент является государственно-частное партнерство, которое представляет собой совместное создание государством и частными инвесторами венчурных фондов и финансирование в рамках деятельности таких фондов инновационных проектов.

### 3.2. Основные проблемы правового регулирования венчурных инвестиционных институтов

Венчурный способ финансирования российского бизнеса был упомянут впервые в официальных документах в «Основных направлениях развития внебюджетного финансирования высокорисковых проектов в научно-технической сфере на 2000 -2005 годы».

Несмотря на это, историю российского венчурного инвестирования относят к 1993 году, когда появился первый региональный фонд прямых инвестиций, созданный «Европейским Банком Реконструкции и Развития».

Основным фактором сдерживания развития венчурных инвестиций в рамках инновационного процесса малых и средних предприятий оказалась не гибкость российского налогового законодательства, в том числе завышенные размеры налогов, а также двойное налогообложение.

Законодательство Российской Федерации не устанавливало легитимность некоторых традиционных для венчурного инвестирования договоров между хозяйствующими субъектами, которые могли бы защитить права инвесторов.

Например, применяемое во многих западных странах, так называемое, «Акционерное соглашение» которое обычно заключается между венчурным инвестором и другими акционерами общества не являлось основанием для защиты в российских судах. Так как российское законодательство рассматривала это, как усиление интересов других акционеров данного акционерного общества.

С целью формирования новой организационной структуры национальной системы венчурного финансирования инвестиций был учреждён первый национальный венчурный инновационный фонд.

Первым итогом его работы стало создание нового инновационного фонда аэрокосмической и оборонной промышленности, стартовый капитал



которого был определён в размере 10 млн. долларов США.

Примерно в это же время публикуется законопроект о венчурной деятельности, который хотя и не был признан профессиональным сообществом, которые посчитало, что в России, как и в западных странах венчурная экономика может регулироваться действующими нормами налогового, валютного и гражданского законодательства.

Дефиниция “венчурные фонды” впервые была применена в постановлении Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации №31/ПС от 14 августа 2002 г.

В указанном постановлении были установлены нормативные требования к структуре и составу активов инвестиционных фондов, определялись обязанности УК на уведомление акционеров, связанные с изменением стоимости активов указанного фонда и устранению несоответствий между существующими и установленные законом структурами активов, а также была определена примерная структура активов инвестиционного фонда по различным категориям и долевым соотношениям.

Также в 2002 году в нормативном документе “Основные политики Российской Федерации в области развития науки и технологий на период до 2010 года и дальнейшую перспективу” существенное внимание уделялось нормативному регулированию венчурных инвестиций и определению мер государственного стимулирования национальной инновационной промышленности. Следующая попытка принять нормативный акт о венчурной деятельности была осуществлена в 2008 году. Тем не менее, по результатам обсуждения был сделан ранее подтвержденный вывод, что вместо издания единого нормативного акта необходимо существенная доработка действующего законодательства.

Соответственно до сегодняшнего времени в российском законодательстве отсутствует единый правовой акт о венчурной деятельности. Отношения, возникающие в этой сфере, сегодня определяются группой нормативных актов. Каждый нормативный акт устанавливает

законодательство в своей отрасли, регулируя различные аспекты венчурной деятельности

В соответствии с действующим законодательством РФ, венчурное финансирование имеет возможность осуществляться посредством создания венчурных фондов в виде простого или инвестиционного товарищества, либо в форме инвестиционного фонда, которых существует два вида:

- это закрытый паевой инвестиционный фонд
- акционерный инвестиционный фонд.

Законодательство, регламентирующее деятельность простого товарищества, определено в главе 55 ГК РФ, деятельность инвестиционных товариществ прописано в отдельном нормативном акте №335 ФЗ от 28 ноября 2011 года, в то же время деятельность инвестфонда регулируется законом об инвестиционных фондах №156 от 29 ноября 2001 года.

Рассмотрим преимущества и недостатки данной формы более подробно.

Преимущества:

- потенциальная возможность гибкого маневрирования инвестиционным капиталом;
- потенциальные свободный вход и выход из фонда, как результат реализации своей доли другим участникам;
- финансирование на любой стадии реализации.

Кроме того, необходимо выделить и недостатки:

- отсутствие государственного контроля над оборотом инвестиционного капитала инновационного проекта;
- низкая прозрачность для потенциального инвестора структуры фонда, а также его инвестиционной политики;
- потенциальная возможность прекращения договора и соответственно деятельности фонда по требованию одной из сторон, а также как следствие смерти, недееспособности (ИП), ликвидации или

реорганизации, несостоятельности, а также отказа любого из товарищей от дальнейшего участия в указанном договоре при истечении его срока;

– долевая и солидарная неограниченная ответственность участников по обязательным обязательствам товарищества, в том числе всем своим имуществом.

Венчурные фонды. Акционерный инвестиционный фонд в соответствии с действующим законодательством является публичным акционерным обществом, деятельность которого заключается в инвестировании имущества и денежных средств в ценные бумаги, а также иные объекты, установленные в инвестиционной декларации УК.

Деятельность акционерных фондов является лицензируемой. Кроме того присутствует ограничения по размеру собственных средств, к составу акционеров, формированию исполнительных органов, установленным процедурам, реорганизацией и ликвидацией.

Имущество акционерного инвестиционного фонда делится на 2 части:

- первая часть - предназначена для инвестирования;
- вторая часть - для обеспечения деятельности органов управления.

Денежные средства, предоставленные для инвестирования, передаются в доверительное управление управляющей компании, в дальнейшем акционерный инвестиционный фонд выпускает обыкновенные именные акции, которые в соответствии с законодательством, размещаются через открытую подписку, кроме случаев размещения ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Преимуществом является то, что акционеры могут свободно продавать, а в крайних случаях требовать от фонда выкупа принадлежащих им акций.

В тоже время специфика акционерного инвестиционного фонда состоит в том, что результаты его деятельности в соответствии с налоговым законодательством облагаются налогом на прибыль по ставке 20%. А в

дальнейшем также возникает необходимость выплачивать при выплате дивидендов налог на доходы физических лиц который составляет 13%.

Таким образом налицо двойное налогообложение, поэтому форма венчурного фонда в виде такого юридического лица особого распространения в стране не получила. Следующим разрешенным инструментом венчурного инвестирования, законодательно разрешенным в Российской Федерации, являются паевые инвестиционные фонды.

Эти фонды являются обособленным имущественным комплексом и состоят из имущества, переданного его владельцами в доверительное управление управляющей компании. Такая передача сопровождается объединением имущества различных учредителей, к которому в дальнейшем добавляются новые имущество, полученное в процессе управления.

Существует несколько категорий паевых инвестиционных фондов. Структура денежных средств и имущества, вложенного фонд определяется в инвестиционной декларации. В соответствии с данной декларацией управляющая компания осуществляет управление имуществом фонда. Управляющая компания не несет никаких рисков, связанных с вложениями денежных средств в данный паевой инвестиционный фонд.

Кроме того, риски изменения стоимости, как в положительную, так и отрицательную сторону инвестиционных паев фонда несут сами инвесторы. Не менее важным аспектом нормативно-правового регулирования венчурного инвестирования является введение института квалифицированного инвестора.

Ранее, до 2007 года, все паи инвестиционных фондов предназначались для неограниченного круга инвесторов. Это требовало более плотной нормативной регламентации деятельности указанных фондов.

В настоящее время инвестиционные паи реализуются только для квалифицированных инвесторов. Данные условия фиксируются в уставе фонда.

Лица, являющиеся квалифицированными инвесторами определены Федеральным Законом №39 «О рынке ценных бумаг». Определение лица, как

квалифицированного инвестора, осуществляется по его заявлению брокерами, управляющим и другими лицами.

Все управляющие компании инвестиционных фондов подлежат обязательному государственному лицензированию.

Законодательство Российской Федерации устанавливает требования к управляющим компаниям на заключение договора со специализированными депозитариями, а также лицам, осуществляющим ведение реестра владельцев паев, оценщиком и аудиторской организацией.

Установлено, что специализированный депозитарий является агентом государственных органов, осуществляющих надзор за деятельностью различных управляющих компаний.

Специализированный депозитарий имеет следующие обязанности:

- осуществляют учет имущества и ценных бумаг различных паевых инвестиционных фондов;
- оценивают правильность размещения различных активов и расчет их стоимости;
- устанавливает количество выданных инвестиционных паев;
- следит за соблюдением управляющей компанией российского законодательства, в том числе осуществляет проверку ее устава, анализирует и утверждает инвестиционную декларацию.

Кроме того, специализированный депозитарий выдает особое согласие на распоряжение имуществом фонда и списание денежных средств с банковского счета уполномоченного банка.

С связи с тем, что в состав фондов могут входить не торгуемые на бирже активы, для которых отсутствует на данный момент рыночная стоимость, управляющая компания, в соответствии с российским законодательством обязана привлекать независимого оценщика для проведения оценки имущества фонда в случае приобретения или отчуждения им имущества.

Настоящее требование является весьма спорным, так как не учитывает особенности оценки венчурными инвесторами объектов инвестирования, основанной на оценке ожидаемого дохода.

При осуществлении выхода из инвестиционного проекта такая оценка будет необъективной и значительно повлияет на уменьшение стоимости имущества фонд. Более того, она создает существенные финансовые затраты для управляющих компаний.

Несмотря на то, что данные положения направлены на защиту инвесторов, они в существенной мере затрудняют деятельность инвестиционных фондов.

В Российской практике деятельности венчурных закрытых паевых инвестиционных фондов сложилось два типа фондов:

- первый формируется посредством инвестирование денежных средств вкладчиков;
- второй тип - за счет нефинансовых активов, либо уже действующего хозяйствующего субъекта.

Существенное отличие закрытых паевых инвестиционных фондов от прочих инвестиционных фондов находится в том, что пайщики не могут погасить свои паи и изъять имущество до прекращения фондом в своей деятельности (от 3 до 15 лет).

Тем не менее таким образом достигается требуемая для долгосрочных инвестиций финансовая и имущественная стабильность.

В соответствии со спецификой деятельности венчурных компаний, управляющим компаниям инвестиционных фондов приходится инвестировать деньги прежде всего в непубличные некотируемые на бирже юридические лица. Пайщики закрытого паевого инвестиционного фонда имеет право созыва общего собрания владельцев инвестиционных паев. Данное собрание правомочно принимать следующие решения:

- об утверждении изменений и дополнений правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, которые в дальнейшем

формируют инвестиционную декларацию, то есть объекты инвестирования

- о смене управляющей компании и передачи ее прав и обязанностей в соответствии с новым договором доверительного управления;

- о прекращении или продлении срока действия договора доверительного управления.

Следующим инструментом венчурных инвестиций являются инвестиционные товарищества, которые создаются для осуществления совместной инвестиционной деятельности.

Участники данного товарищества могут быть как коммерческие, так и некоммерческие организации. В тоже время, физические лица не могут являться сторонами договора. Суть договора инвестиционного товарищества заключается в следующем: несколько товарищей соединяют вклады и осуществляют совместную инвестиционную деятельность с целью извлечения прибыли, но без образования юридического лица.

В соответствии с установленным законодательством договор инвестиционного товарищества должен содержать следующие необходимые условия:

- о совокупном размере имущества товарищей, установленном на дату заключения договора;

- о составе вкладов их размере, сроках и порядке внесения;

- об установлении соотношения долей каждого товарищества в праве собственности на общее имущество и возможном в порядке изменения этого соотношения. Кроме того, здесь указывается ответственность товарищей за нарушение обязанности по внесению вклада в установленные сроки.

Для осуществления управления инвестиционным товариществом и принятия необходимых решений среди юридических лиц-участников избираются управляющие.

В случае большого количества товарищей, участвующих в инвестиционном товариществе, может быть создан инвестиционный комитет.

Законодательством определено назначение уполномоченных

товарищей, которые осуществляют учет доходов и расходов, открытие и ведение банковского счёта и налогового учета.

Указанное лицо имеет право получать соответствующие за свою деятельность вознаграждение.

Договор инвестиционного товарищества определяется политикой ведения общих дел, которая называется инвестиционная декларация.

В данной декларации определяются обязательные для выполнения требования к перечню объектов инвестирования, а также составе и структуре общества, общего имущества товарищей

Замена участника договора инвестиционного товарищества, а также присоединение нового участника в отличие от простого товарищества не влечет за собой прекращение действия или изменение существующего и действующего договора.

Новый участник-товарищ, вступая в инвестиционное товарищество, заключает нотариально заверенное соглашение о присоединении к инвестиционному товариществу.

В случае если полномочия управляющего товарищества прекращены, обязанности и ответственности могут быть возложены на другого товарища.

В соответствии с российским законодательством товарищи имеют право:

- получать прибыль от участия в договоре пропорционально его вкладу;
- знакомиться с любой документацией, в том числе бухгалтерской;
- по истечении срока действия договора или по достижении установленной им цели, получить свою долю в общем имуществе;
- участвует в принятии решений касающихся общих дел инвестиционного товарищества.

В инвестиционном товариществе общее имущество обособляется от имущества товарищей, оно находится на отдельном балансе и по нему ведется самостоятельный учет.



Ответственность товарищей по договорным обязательствам товарищества ограничена размером вклада в товарищей в общее имущество.

При недостаточной стоимости общего имущества товарищества для удовлетворения требований кредиторов товарищи несут солидарно субсидиарную ответственность по таким договорам.

Необходимо отметить, что договор простого товарищества не подходит для венчурного фонда так как предусматривает неограниченную ответственность учредителей по всем договорным обязательствам.

Организационно правовая форма инвестиционного товарищества не лишена недостатков. Однако их деятельность не обременено излишней бюрократизацией как деятельность паевых инвестиционных фондов.

В российском законодательстве не сформирована правовая модель организационно-правовой формы, либо договора, позволяющих учитывать экономические особенности венчурной деятельности, ни как со стороны венчурного инвестора, так и со стороны получателя инвестиций.

Так организационно-правовая форма «Хозяйственное партнерство», установленная Федеральным законом № 380-ФЗ для получателя инвестиций обладает необоснованными существенными ограничениями.

В связи с чем, предлагается изменить в Законе о хозяйственных партнерствах № 380 следующие пункты:

а) исключить п. 7 ст. 2 о запрете рекламы деятельности партнерства, так как такой запрет не предоставляет возможность реализации товаров и услуг на публичном рынке;

б) изменить п. 1. ст. 24 о том, что реорганизация партнерства может быть осуществлена только в форме преобразования в акционерное общество, предоставив возможность учредителям право выбора и иной организационно-правовой формы.

Такая форма, предусмотренная законодателем для организации процесса инвестирования, как договор инвестиционного товарищества (ФЗ № 335-ФЗ) также обладает существенными недостатками.

Соответственно, можно высказать рекомендации по корректировке данного нормативного акта:

а) исключить п. 3. ст. 3 ФЗ 335 «Об инвестиционном товариществе», в соответствии с которым физические лица не могут являться сторонами договора инвестиционного товарищества, так как именно в венчурном инвестировании активными инвесторами являются физические лица, именуемые «бизнес-ангелами»;

б) снять ограничения по размещению рекламы посредством публичной оферты, предусмотренные п. 7 ст. 3 о запрете размещения рекламы совместной инвестиционной деятельности, осуществляемой по договору инвестиционного товарищества, а также привлечении новых лиц к совместной инвестиционной деятельности посредством публичной оферты.

Данное ограничение не позволяет информировать потенциальных инвесторов о создании так называемого пула инвесторов для реализации более крупных инвестиционных проектов.

К сожалению, в Российской Федерации по-прежнему отсутствует специальное регулирование венчурной деятельности это создает проблемы и формирование системы государственной поддержки такого вида инвестиций, в то же время в развитых странах именно инвестиции венчурного капитала стали основой инновационной экономики.

### 3.3. Правоприменение и совершенствование нормативно-правовой базы регулирования венчурных инвестиций

На современном этапе развития венчурного инвестирования в рамках становления инновационной экономики в Российской Федерации проводится активная разработка законодательство в данной сфере, а также совершенствуются уже существующие нормы права.

В 2009 году, экспертами Института финансовых технологий, была подготовлена Концепция Федерального закона «О венчурной деятельности». Согласно данной концепции, Федеральный закон «О венчурной деятельности» должен определить круг субъектов, занимающихся венчурным финансированием — венчурные компании, а также установить требования к осуществлению такой деятельности.

Предлагаемый законопроект позволил бы достигнуть следующих целей:

- обеспечение эффективного финансирования инновационных предприятия и проектов;
- создание условий для возникновения рынка венчурных инвестиций и других элементов проектного финансирования, в первую очередь за счет четкой определенности требований к осуществлению венчурной деятельности;
- защита прав и снижение рисков венчурных инвесторов;
- развитие рынка венчурного финансирования на основе обеспечения конкуренции, защиты прав инвесторов;
- расширение числа финансовых инструментов, обращающихся на российском финансовом рынке, возможностей для вложения средств институциональных и квалифицированных инвесторов;
- соблюдение международных стандартов в сфере венчурного финансирования и венчурной деятельности.

В начале 2010 года Минэкономразвития России при участии государственной корпорации «Роснано» и ОАО «РВК» разработан проект Федерального закона «Об инвестиционном партнерстве и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

Основной целью законопроекта является создание правовых условий для развития инновационной экономики России на основе реализации бизнес-проектов с использованием специальной, соответствующей мировым стандартам организационно-правовой формы коллективного инвестирования — договора об инвестиционном партнерстве.

Таким образом, законопроект предусматривает новую организационно-правовую форму — инвестиционное партнерство, которая представляет собой оптимальную форму для осуществления венчурной инвестиционной деятельности.

В феврале 2011 года в Государственную Думу Российской Федерации был внесен Законопроект № 496139-5 «О господдержке инновационной деятельности в Российской Федерации».

Данный закон устанавливает основные цели и принципы инновационной деятельности в Российской Федерации, основные направления деятельности федеральных органов государственной власти, органов государственной власти субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления по развитию инновационной деятельности, формы поддержки инновационной деятельности органами государственной власти и органами местного самоуправления, а также организацию инновационной системы в Российской Федерации.

В законе также сформирован понятийный аппарат, обозначены субъекты и объекты инновационной деятельности, основные цели и принципы государственного стимулирования инновационной деятельности, предусмотрено саморегулирование инновационной деятельности, формы государственной поддержки и др.

Вместе с Законопроектом № 496139-5 «О господдержке инновационной деятельности в Российской Федерации» был также внесен и Законопроект от 3 февраля 2011 г. «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "О господдержке инновационной деятельности в Российской Федерации"», который предусматривает соответствующие изменения в:

- в Бюджетном кодексе Российской Федерации (статья 69 дополнена пунктом 2 следующего содержания: «При решении вопроса в установленном пунктом 1 статьи 69 БК РФ случае о выделении ассигнований из федерального бюджета, бюджетов субъектов Российской Федерации, местных бюджетов

должны предусматриваться бюджетные средства на инновационную деятельность», в статье 69.1 абзац 7 после слов «инвестиций в» дополнен словами «инновационную деятельность», в статье 192, в пункте 4 между девятой и десятой строкой дополнен новой строкой следующего содержания: «проектом государственной инновационной программы на очередной финансовый год»);

- Федеральный закон от 6 октября 2003 года № 131-ФЗ «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации» (в части 1 статьи 17 дополнен пунктом «7» об осуществлении разработки и реализации муниципальных программ, проектов и мероприятий по развитию инновационной деятельности за счет средств местных бюджетов и других действий в целях развития инновационной деятельности);

- Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая и часть четвертая) — в статьи 298, 1298, 1373, 1375 и 1471.

Также в Государственную Думу РФ 2 февраля 2011 года был внесен Проект Федерального закона «О государственной поддержке инновационной деятельности в Российской Федерации», который представляет собой аналогичный Законопроекту «О господдержке инновационной деятельности в Российской Федерации» нормативно-правовой акт, который определяет основные направления, принципы, виды и формы государственной поддержки инновационной деятельности, а также регулирует отношения по поводу этой поддержки между Российской Федерацией, субъектами Российской Федерации, физическими и юридическими лицами. Стоит заметить, что данный законопроект содержит параграф 2 о налоговом и таможенном стимулировании инновационной деятельности и предусматривает такие налоговые и таможенные стимулы, как инновационный налоговый кредит, а также тарифные льготы (тарифные преференции). Тем не менее параграф 2 представляется некорректным в плане юридической техники, и предложенные изменения в плане налогового регулирования инновационной деятельности целесообразней представить в качестве отдельного законопроекта о внесении

соответствующих изменений в Налоговый и Таможенный кодексы Российской Федерации.

Также в феврале 2011 года в Государственную Думу был внесен и принят в первом чтении Законопроект № 508184-5 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам осуществления контрольных мероприятий использования бюджетных средств, выделяемых на финансирование инновационной деятельности».

Данным законом вносятся изменения в:

- статью 6 Федерального закона от 17 мая 2007 года № 82-ФЗ «О банке развития» (дополнена частью 3.1 о контроль за деятельностью Внешэкономбанка в части целевого использования средств, направленных на финансирование инновационной деятельности, а также оценки использования таких средств);

- Бюджетный кодекс Российской Федерации: дополнен статьи 34 (в отношении инновационной деятельности законодательством РФ могут быть предусмотрены иные требования, предъявляемые к результативности и эффективности использования бюджетных средств, учитывающие особенности осуществления такой деятельности) и 179.2 (пункт о контроле за целевым использованием бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда Российской Федерации, направленных на финансирование инновационной деятельности, а также оценки эффективности использования таких средств);

- пункт 6 статьи 15 Федерального закона от 23 августа 1996 года № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике» (в редакции проекта федерального закона № 412571-5) дополнен абзацем касательно оценки эффективности инновационной деятельности, финансируемой за счет средств соответствующего бюджета).

Проанализировав вышеперечисленные законопроекты, можно сделать вывод об активном совершенствовании нормативно-правовой базы в сфере венчурного инвестирования и инновационной деятельности.

Важным вопросом Государственного регулирования в сфере венчурной инвестиционной деятельности является правоприменение нормативно-правовой базы.

В соответствии с действующим законодательством преимущественной формой венчурного инвестирования являются инвестиционные фонды, правовое положение которых регулирует Закон № 156-ФЗ.

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) представляет собой федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий контроль и надзор в сфере финансовых рынков.

В процессе осуществления правоприменительной деятельности Федеральная служба по финансовым рынкам налагает административные взыскания на участников рынка ценных бумаг.

- Статья 15.29 о нарушении требований законодательства российской Федерации, касающихся деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, акционерных инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов или негосударственных пенсионных фондов, специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов или негосударственных пенсионных фондов, Кодекса Российской Федерации об административных правонарушениях устанавливает административную ответственность вышеперечисленных участников рынка ценных бумаг.

Таким образом, можно сделать следующие выводы:

- на современном этапе становления и развития венчурного инвестирования и инновационной деятельности осуществляется активная разработка нормативно-правовых актов данной сферы, формирование единого понятийного аппарата, совершенствование механизма регулирования венчурных инвестиций;

- правоприменителем в области венчурной инвестиционной деятельности является Федеральная служба по финансовым рынкам

Российской Федерации, которая осуществляет принятие нормативных правовых актов, контроль и надзор в сфере финансовых рынков, проведение проверок деятельности участников финансовых рынков, наложение административных взысканий и др.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате анализа правового регулирования отношений в области венчурных инвестиций можно сформировать следующие выводы:

- Инвестиционная деятельность представляет собой урегулированную нормами права деятельность, в ходе которой осуществляется вложение и использование материальных ценностей в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта и участники которой приобретают определенные права и обязанности;

- Нормы права, содержащиеся в нормативно-правовых актах, регулирующих инвестиционную деятельность на территории Российской Федерации видоизменяются и совершенствуются законодателем в зависимости от состояния развития экономики в стране, направления государственной политики в различных сферах деятельности, которые требуют вливания централизованных инвестиций и иных факторов, влияющих на изменения законодательства об инвестиционной деятельности;

- Венчурное инвестирование появилось в России в 90-е годы прошлого века, потребовав разработки специальной нормативно-правовой базы. Тем не менее долгое время наблюдалось несовершенство российского законодательства, что в последствии привело к неэффективному регулированию процессов венчурного инвестирования.

С 2002 года началась более детальная разработка законодательства, регулирующего венчурные инвестиции, и тогда же впервые появляется в российском законодательстве термин «венчурный».

Тем не менее, в отечественном законодательстве нет конкретного нормативно-правового акта о венчурной инвестиционной деятельности, поэтому отношения, складывающиеся в процессе такой деятельности, регулируются группой нормативно-правовых актов, каждый из которых регулирует отдельный аспект венчурного инвестирования.

Единого представления о понятии венчурного капитала в российской науке и законодательстве не существует, хотя венчурные фонды представляют собой главный элемент венчурной инвестиционной деятельности.

Согласно действующему законодательству РФ венчурное финансирование осуществляется путем формирования венчурных фондов, создаваемых в рамках договора простого товарищества и инвестиционного фонда (закрытый паевой инвестиционный фонд или акционерный инвестиционный фонд).

Появление института квалифицированных инвесторов предоставляет новые возможности в создании венчурных фондов. Особо важным является вопрос о месте квалифицированных инвесторов при вложении средств в венчурные фонды.

Так как в действующем законодательстве понятие «квалифицированного инвестора» существует только на рынке ценных бумаг, а для применения данного понятия на венчурном рынке необходимы новеллы в законодательстве.

Рассмотрев налогообложение венчурных фондов, можно сказать, что организационно-правовая форма простого товарищества (договора о совместной деятельности), хоть и позволяет избежать двойного налогообложения, немного не подходит для венчурных фондов, так как не предусматривает возможности ограничения ответственности участников.

Вместе с тем, акционерные инвестиционные фонды подвергаются двойному налогообложению. Поэтому, с позиции налоговой оптимизации, наиболее привлекательными выглядят закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций, так как не образуют юридического лица и позволяют инвесторам избежать двойного налогообложения.

Задачей государственных органов должна стать надлежащая регламентация всех аспектов венчурного инвестирования, включая и отношения по налогообложению, а именно возможность предусмотреть в

налоговом законодательстве налоговые стимулы для промышленных компаний, вкладывающих средства в венчурные фонды.

На данный момент в законодательстве не представлены конкретные меры и средства государственной поддержки. Существующие формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности носят программно-политический характер, определяют лишь основные направления осуществления государственного участия в регулировании инвестиционной деятельности.

Отсутствует как таковое специальное регулирование венчурной инвестиционной деятельности, поэтому нет системы мер государственной поддержки такого вида инвестиций.

На современном этапе становления и развития венчурной инвестирования и инновационной деятельности осуществляется активная разработка нормативно-правовых актов венчурной сферы, формирование единого понятийного аппарата, совершенствование механизма регулирования венчурных инвестиций.

Правоприменителем в области венчурной инвестиционной деятельности является Федеральная служба по финансовым рынкам, которая осуществляет принятие нормативных правовых актов, контроль и надзор в сфере финансовых рынков, проведение проверок деятельности участников финансовых рынков, наложение административных взысканий и др.

Проанализировав особенности финансово-правового регулирования отношений в области венчурных инвестиций, можно также прийти к выводу о необходимости совершенствования законодательства по следующим направлениям:

- более четкая регламентация правового статуса участников венчурной и инновационной деятельности;
- ориентация на инновационные компании ранней и посевной стадии развития;

- принятие единого нормативно-правового акта, содержащего понятийный аппарат, основы государственной политики в этой области, закрепляющего организационно правовые формы осуществления венчурных инвестиций.

В частности, в российском законодательстве не сформирована правовая модель организационно-правовой формы, либо договора, позволяющих учитывать экономические особенности венчурной деятельности, ни как со стороны венчурного инвестора, так и со стороны получателя инвестиций.

Так организационно-правовая форма «Хозяйственное партнерство», установленная Федеральным законом № 380-ФЗ<sup>51</sup> для получателя инвестиций обладает необоснованными существенными ограничениями.

В связи с чем, предлагается изменить в Законе о хозяйственных партнерствах № 380 следующие пункты:

а) исключить п. 7 ст. 2 о запрете рекламы деятельности партнерства, так как такой запрет не предоставляет возможность реализации товаров и услуг на публичном рынке;

б) изменить п. 1. ст. 24 о том, что реорганизация партнерства может быть осуществлена только в форме преобразования в акционерное общество, предоставив возможность учредителям право выбора и иной организационно-правовой формы.

Такая форма, предусмотренная законодателем для организации процесса инвестирования, как договор инвестиционного товарищества (ФЗ № 335-ФЗ)<sup>52</sup> также обладает существенными недостатками.

В связи с чем предлагается:

---

<sup>51</sup> Федеральный закон от 03.12.2011 № 380-ФЗ (ред. от 23.07.2013) «О хозяйственных партнерствах» // Российская газета, № 278, 09.12.2011.

<sup>52</sup> Федеральный закон от 28.11.2011 № 335-ФЗ (ред. от 21.07.2014) «Об инвестиционном товариществе» // Российская газета, № 275, 07.12.2011.

а) исключить п. 3. ст. 3 ФЗ 335 «Об инвестиционном товариществе», в соответствии с которым физические лица не могут являться сторонами договора инвестиционного товарищества, так как именно в венчурном инвестировании активными инвесторами являются физические лица, именуемые «бизнес-ангелами»;

б) снять ограничения по размещению рекламы посредством публичной оферты, предусмотренные п. 7 ст. 3 о запрете размещения рекламы совместной инвестиционной деятельности, осуществляемой по договору инвестиционного товарищества, а также привлечении новых лиц к совместной инвестиционной деятельности посредством публичной оферты.

Данное ограничение не позволяет информировать потенциальных инвесторов о создании так называемого пула инвесторов для реализации более крупных инвестиционных проектов.

## ИСТОЧНИКИ ЛИТЕРАТУРЫ

## 1. Нормативно-правовые акты

1. Конституция Российской Федерации от 12.12.1993 г. (с учетом поправок от 30 декабря 2008) // Российская газета. 1993. № 237.
2. Конвенция о защите прав инвестора (заключена в г. Москве 28.03.1997) // Вестник ВАС РФ. № 8. 1997.
3. Сеульская конвенция об учреждении Многостороннего агентства по гарантиям инвестиций [Сеул. 11 октября 1985 г.] // Международно-правовые основы иностранных инвестиций в России. Сборник нормативных актов и документов. М.: Юридическая литература, 1995. С. 197—276.
4. Конвенция об урегулировании инвестиционных споров между государствами и физическими лицами или юридическими лицами других государств [Вашингтон. 18 марта 1965 г.] // Вестник ВАС РФ. 2001. № 7.
5. Бюджетный кодекс Российской Федерации [от 31 июля 1998 г. № 145-ФЗ] (с изм. и доп.) // Собр. законодательства РФ. 1998. № 31. Ст. 3823.
6. Налоговый кодекс Российской Федерации (Части первая и вторая) [от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ; от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ] (с изм. и доп.) // Собр. законодательства РФ. 1998. № 31. Ст. 3824; Собр. законодательства РФ. 2000. № 32. Ст. 3340.
7. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) [от 30 ноября 1994 № 51-ФЗ] (с изм. и доп.) // СЗ РФ. 1994. № 32. Ст. 3301.
8. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) (от 26.01.1996 № 14-ФЗ) (с изм. и доп.) // СЗ РФ. 1996. № 5. Ст. 410.
9. Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях [от 30.12.2001 № 195-ФЗ] (с изм. и доп.) // СЗ РФ. 2002. № 1 (ч. 1). Ст. 1.
10. Об инвестиционных фондах: федер. закон [от 29.11.2001 № 156-ФЗ] (ред. от 4 октября 2010) // СЗ РФ. 2001. № 49. Ст. 4562.

11. Об иностранных инвестициях в Российской Федерации: федер. закон [от 09.07.1999 № 160-ФЗ] (ред. от 29 апреля 2008) // СЗ РФ. 1999. № 28. Ст. 3493.
12. Об акционерных обществах: федер. закон [от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ] // СЗ РФ. 1996. № 1. Ст. 1.
13. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: федер. закон: [от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ] (ред. от 4 октября 2010) // «Российская газета». 1999. № 46.
14. О рынке ценных бумаг: федер. закон [от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ] (с изм. от 7 февраля 2011 г.) // СЗ РФ. 1996. № 17. Ст. 1918.
15. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений: федер. закон [от 25.02.1999 № 39-ФЗ ст. 1] (ред. от 23.07.2010) // СЗ РФ. 1999. № 9. Ст. 1096.
16. Об обществах с ограниченной ответственностью: федер. закон [от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ] (с изм. и доп., вступающими в силу с 01 января 2011) // СЗ РФ. 1998. № 7. Ст. 785.
17. О несостоятельности (банкротстве): федер. закон [от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ] (с изм. и доп.) // СЗ РФ. 2002. № 43. Ст. 4190.
18. Об организации страхового дела в Российской Федерации: федер. закон [от 27 ноября 1992 г. № 4015-1] (с изм. и доп.) // «Российская газета». 1993.
19. О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации: федер. закон [от 24 июля 2007 № 209-ФЗ] (ред. от 5 июля 2010 г.) // СЗ РФ. 2007. № 31. Ст. 4006.
20. О внесении изменений в Налоговый кодекс Российской Федерации и некоторые другие законодательные акты: федер. закон [от 25 ноября 2009 г. № 281-ФЗ] // Российская газета от 30 ноября 2009 г.
21. Об инновационном центре «Сколково»: федер. закон [от 28 сентября 2010 № 244-ФЗ] // СЗ РФ. 2010. № 40. Ст. 4970.

22. О федеральном бюджете на 2011 год и на плановый период 2012 и 2013 годов: федер. закон [от 13 декабря 2010 № 357-ФЗ] // СЗ РФ. 2010. № 51 (2 ч.). Ст. 6809 (прил. 11, 16).

23. Об инвестиционной деятельности в РСФСР: закон РСФСР [от 26.06.1991 № 1488-1 ст. 1] (с изм. от 25 февраля 1999) // «Бюллетень нормативных актов», № 2—3. 1992.

24. Об инвестиционной деятельности в РСФСР, осуществляемой в форме капитальных вложений: закон РСФСР [№ 1488-1 от 26 июня 1991 г.] // ВВС РФ. 1991. № 29. Ст. 1005.

25. О первоочередных мерах государственной поддержки малого предпринимательства в Российской Федерации: указ Президента РФ [от 4 апреля 1996 г. № 491] (ред. от 6 января 1999) // Собр. законодательства РФ. 1996. № 15. Ст. 1583.

26. Основы политики Российской Федерации в области развития науки и технологий на период до 2010 г. и дальнейшую перспективу: указ Президента РФ [от 30 марта 2002 г. № Пр-576] // Собр. законодательства РФ. 2002. № 23. Ст. 1356.

27. О бюджетной политике в 2011—2013 гг.: бюджетное послание Президента РФ Федеральному собранию от 29 июня 2010 [Электронный ресурс] // Официальный сайт Российской газеты. 2010. 29 июня. Электрон, текст, дан. Режим доступа: <http://www.rg.ru/2010/06/29/poslanie.html>.

28. Закон РСФСР от 26.06.1991 г. №1488 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» // «Бюллетень нормативных актов», №2-3, 1992.

29. Концепция проекта Федерального закона «О венчурной деятельности» [Электронный ресурс] // UNOVA новости инноваций и венчурного рынка. 2011. 17 апр. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: [http://www.unova.ru/article/venture\\_activity\\_fed\\_law\\_conception](http://www.unova.ru/article/venture_activity_fed_law_conception).

30. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам осуществления контрольных мероприятий использования бюджетных средств, выделяемых на



финансирование инновационной деятельности: законопроект № 508184-5 [Электронный ресурс] // UNOVA новости инноваций и венчурного рынка. 2011. 24 фев. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.unova.ru/article/7040>.

31. О господдержке инновационной деятельности в Российской Федерации: законопроект № 496139-5 [Электронный ресурс] // UNOVA новости инноваций и венчурного рынка. 2011. 14 фев. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.unova.ru/article/6740>.

32. О государственной поддержке инновационной деятельности в Российской Федерации: проект федер. закона [Электронный ресурс] // UNOVA новости инноваций и венчурного рынка. 2011. 2 фев. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.unova.ru/article/zakon>.

33. О защите конкуренции на рынке финансовых услуг: федер. закон [от 6 апреля 1999 г. № 117-ФЗ] (ут. силу с 26 июля 2006 г.) // СЗ РФ. 1999. № 26. Ст. 3174.

34. О Консультативном совете по иностранным инвестициям в России: постановление Правительства РФ [от 18 сентября 2004 года № 487] // Собр. законодательства РФ. 2004. № 39. Ст. 3866

35. О лицензировании деятельности инвестиционных фондов, деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, деятельности специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных инвестиционных фондов, а также деятельности негосударственных пенсионных фондов по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию: приказ ФСФР [от 7 февраля 2008 г. /№ 08-4/пз-н] // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2008. № 3.

36. О порядке и сроках определения стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов, стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, расчетной стоимости инвестиционных паев паевых

инвестиционных фондов, а также стоимости чистых активов акционерных инвестиционных фондов в расчете на одну акцию: приказ ФСФР [от 15 июня 2006 г. № 05-21/пз-н] // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 2006. № 8.

37. О расходах, связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом и возмещаемых за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд: письмо ФСФР [от 23 декабря 2004 г. № 04-ОВ-01/12334] // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2004. № 7.

38. О признании условий для привлечения инвестиций в инновационную сферу: постановление Правительства РФ (от 31 марта 1998 г. № 374) (ред. от 13 октября 1999 г.) // СЗ РФ. 1998. № 14. Ст. 1603.

39. О требованиях к порядку определения размера вознаграждения управляющей компанией акционерного инвестиционного фонда и паевого инвестиционного фонда, акции (инвестиционные паи) которого ограничены в обороте-приказ Федеральной службы по финансовым рынкам РФ [от 29 июля 2008 г. № 08-31/пз-н] // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2008. № 9.

40. О Федеральной программе государственной поддержки малого предпринимательства в Российской Федерации на 1998—1999 гг.: постановление Правительства РФ [от 03 июля 1998 г. № 697] // Собр. законодательства РФ. 1998. № 34. Ст. 13.

41. О Фонде содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере: постановление Правительства РФ [от 3 февраля 1994 № 65] // Собр. законодательства РФ. 1994. № 6. Ст. 447.

42. Об инвестиционном партнерстве и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации: проект федер. закона [Электронный ресурс] // Официальный сайт Минэкономразвития России 2010. 13 аир. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: [http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/instdev/doc20100413\\_05](http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/instdev/doc20100413_05).

43. Об открытом акционерном обществе «Российская венчурная компания»: постановление Правительства РФ [от 24.08.2006 г. № 516] // СЗ РФ. 2006. № 42. Ст.131.

44. Об отчетности акционерного инвестиционного фонда и отчетности управляющей компании паевого инвестиционного фонда: постановление ФКЦБ РФ [от 22 октября 2003 № 03-41/пс] // «Российская газета». 2003. № 247.

45. Об утверждении Административного регламента по исполнению Федеральной службой по финансовым рынкам государственной функции контроля и надзора: приказ ФСФР РФ [от 13.11.2007 № 07-107/пз-н] // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 2008. № 7.

46. Об утверждении Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020: распоряжение Правительства РФ [от 17 ноября 2008 г. № 1662-р] // Собр. законодательства РФ. 2008. № 51. Ст. 2732.

47. Об утверждении перечней документов, подтверждающих соблюдение лицензионных условий, предоставляемых соискателями лицензий на осуществление видов деятельности, указанных в федеральных законах «Об инвестиционных фондах» и «О негосударственных пенсионных фондах»: постановление Правительства РФ [от 6 октября 2008 года № 744] // СЗ РФ. 2008. № 41. Ст. 4683.

48. Об утверждении Перечня расходов, связанных с доверительным управлением имуществом, составляющим активы акционерного инвестиционного фонда, или имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд: приказ Федеральной службы по финансовым рынкам [от 28 февраля 2008 г. № 08-7/пз-н] // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2008. № 4.

49. Об утверждении Положения о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами: приказ Федеральной службы по

финансовым рынкам [от 18 марта 2008 г. № 08-12/пз-н] // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2008. № 4.

50. Об утверждении Положения о проведении проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на Федеральную службу по финансовым рынкам: приказ ФСФР РФ [от 13.11.2007 № 07-108/пз-н] // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 2008. № 4.

51. Об утверждении Положения о регистрации правил доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и изменений, и дополнений в них: приказ Федеральной службы по финансовым рынкам РФ [от 21 декабря 2006 г. № 06-154/пз-н] (ред. от 19 июля 2007 г.) // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 2007. № 11.

52. Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов: постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации [от 14 августа 2002 г. № 31/пс.] // «Российская газета». 2002. № 190.

53. Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов: приказ Федеральной службы по финансовым рынкам РФ [от 20 мая 2008 г. № 08-19/пз-н] // Вестник Федеральной службы по финансовым рынкам. 2008. № 7.

54. Об утверждении правил формирования и использования бюджетных ассигнований Инвестиционного Фонда Российской Федерации: постановление Правительства Российской Федерации [от 1 марта 2008 года № 134] (ред. от 23 августа 2010) // СЗ РФ. 2008. № 10. Ст. 932.

55. Об утверждении Программы социально-экономического развития РФ на среднесрочную перспективу (2003— 2005 гг.): распоряжение

Правительства РФ [от 15 августа 2003 г. № 1163-р] // Собр. законодательства РФ. 2003. № 43. Ст. 3396.

56. Об утверждении сводного плана мероприятий по реализации основных положений Послания Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации 2006 года: распоряжение Правительства РФ [от 7 июня 2006 № 838-р] // Собр. законодательства РФ. 2006. № 25. Ст. 2747.

57. Об утверждении типовых правил управления закрытым паевым инвестиционным фондом: постановление Правительства РФ [от 18 сентября 2002 г. № 684] // Собр. законодательства РФ. 2002. № 39. Ст. 3788.

58. Об утверждении типовых правил управления интервальным паевым инвестиционным фондом: постановление Правительства РФ [от 27 августа 2002 г. № 633.] // Собр. законодательства РФ. 2002. № 35. Ст. 3385.

59. Об учреждении Венчурного инновационного фонда: распоряжение Правительства РФ [от 10 марта 2000 г. № 362-р] // Собр. законодательства РФ. 2000. № 17. Ст. 2312.

60. Основные направления налоговой политики в Российской Федерации на 2008—2010 гг. одобрены на заседании Правительства РФ (протокол от 2 марта 2007 г. № 8). [Электронный ресурс] // Электрон, дан. 2011. Режим доступа: Nalog.ru.

61. Основные направления налоговой политики Российской Федерации на 2011 год и на плановый период 2012 и 2013 гг.» (одобрено Правительством РФ 20.05.2010) [Электронный ресурс] // Электрон, дан. 2011. Режим доступа: <http://www.minfin.ru/ru/>

## 1. Учебная и научная литература

62. Борочкин А.Л. Перспективные направления для венчурных инвестиций // Рынок ценных бумаг. 2016. № 20 (323). С. 60-63.

63. Введение в венчурный бизнес. СПб. РАВИ, 2013. С. 121.
64. Вишняков А.А. «Прямое участие Российской Федерации в процессе венчурного инвестирования: реалии и перспективы» // Финансы. 2006. № 12. С. 18-24.
65. Глобальные сценарии развития прямого и венчурного инвестированию. СПб.: РАВИ, 2016. С. 117.
66. Дюкарев В.А. Венчурный капитал и инновации. М.: ЦИСН, 2014. С. 161.
67. Европейский подход к прямым и венчурным инвестициям. М.: РАВИ, 2013. С. 212.
68. Европейский рынок венчурного капитала: Новые горизонты. М.: РАВИ, 2015. С. 67.
69. Золотарев А.А. Управление корпоративными венчурными проектами как элемент ценностно-ориентированного менеджмента / А.А. Золотарев, Е.М. Рогова // Экономика и управление / Сб. науч. трудов. Часть III. Под ред. А.Е. Карлика. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2012. С. 163— 169.
70. Инвестиционное право: учебник/ В.В. Гушин, А.А. Овчинников. М.: Эксмо, 2016. С. 66.
71. Как осуществлять прямые инвестиции. М.: РАВИ, 2014. С. 53.
72. Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций. М.: РАВИ, 2012. С. 141.
73. Национальная система венчурного инвестирования // А.Т. Каржаув, А.Н. Фоломьев. М.: ЗАО «Издательство «Экономика»», 2014. С. 18-20.
74. Основные принципы управления, разработанные EVCA. М.: РАВИ, 2008. С. 87.
75. Правовая среда венчурной деятельности в Российской Федерации. М.: РАВИ, 2013. С. 152
76. Сравнительное изучение налогового и правового окружения в Европе. СПб.: РАВИ, 2014. С. 65.

77. Финансовое право: Учебник / Отв. ред. Е. М. Ашмарина С.О. Шохин. М.: ООО «Издательство "Элит"», 2009. С. 638.
78. Фоломьев А., Нойберт М. Венчурный капитал. СПб.: Наука, 2014. С. 213.
79. McConwey R. American Science Policy Since World War II. The Postwar Consensus. Wash. 1990.

## ИНТЕРНЕТ-РЕСУРСЫ

80. Официальная Россия // Официальный сайт государственных органов России [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.gov.ru/>
81. Федеральное Собрание — парламент Российской Федерации / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон. текст, дан. / Режим доступа: <http://www.gov.ru/main/page7.html>
82. Правительство Российской Федерации / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.government.ru/>
83. Министерство образования и науки Российской Федерации / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон. текст, дан. / Режим доступа: <http://www.mon.gov.ru>
84. Министерство промышленности и торговли Российской Федерации / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.minprom.gov.ru>
85. Министерство финансов Российской Федерации / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.minfin.ru> Федеральная налоговая служба / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.nalog.ru>

86. Министерство экономического развития Российской Федерации / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru>

87. Федеральная служба государственной статистики / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.gks.ru/>

88. Министерство энергетики Российской Федерации / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://minenergo.gov.ru/>

89. Федеральная служба по финансовым рынкам / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.ffms.ru/>

90. Российская Ассоциация Венчурного Инвестирования (РАВИ) / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон. текст, дан. / Режим доступа: <http://www.rvca.ru/rus/>

91. ОАО «Российская венчурная компания» / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.rusventure.ru/ru/>

92. Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (государственный) / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.fasie.ru>

93. UNOVA новости инноваций и венчурного рынка / Официальный сайт [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.unova.ru/>

94. Инновации и предпринимательство / [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.innovbusiness.ru/>

95. Венчурная Россия. Всероссийский информационно-аналитический портал [Электронный ресурс]. Электрон, текст, дан. / Режим доступа: <http://www.allventure.ru/>