

Стеценко Микола Володимирович,

аспірант,

Національний університет «Кієво-Могилянська академія»,

президент Асоціації правників України,

ЮФ «Авеллум», керуючий партнер

<https://orcid.org/0009-0006-9513-1477>

МОТИВАЦІЯ ВЕНЧУРНИХ ІНВЕСТИТОРІВ ТА ЇХ ВПЛИВ НА КОРПОРАТИВНІ ВІДНОСИНИ В ТОВАРИСТВІ

Анотація. Оскільки в Україні та у світі щороку росте кількість компаній, що отримали інвестиції від венчурних інвесторів, дослідження мотивації й природи венчурних інвесторів важливі для наукового дискурсу щодо регулювання венчурних інвестицій. Такі інвестиції вимагають більшого арсеналу механізмів, ніж зазвичай пропонує корпоративне право, зокрема застосування корпоративних договорів, привілейованих акцій та стандартних договорів інвестування на кшталт SAFE. Для успішного залучення венчурних інвестицій в Україну законодавцеві варто інтегрувати в регулювання приватних компаній такі сучасні правові механізми, які очікують іноземні венчурні інвестори.

233

За останні десятиліття венчурні інвестори прискорили розвиток стандартів у сфері венчурного інвестування. Завдяки їхнім зусиллям поширилися корпоративні договори та виникли договори SAFE (*simple agreement for future equity*), що регулюють корпоративне управління та різноманітні способи інвестування та виходу з інвестиції. Наслідком цієї еволюції стало урізноманітнення способів вирішення розбіжностей між акціонерами так, щоб у інвестора завжди була можливість вийти з компанії з наперед узгодженим рівнем прибутку.

Природа професійних інвесторів передбачає залучення інвестиційною командою коштів портфельних інвесторів з метою їх інвестування на період 3–10 років у приватні компанії. Фонди прямих інвестицій (надалі «ФПІ») зазвичай шукають об'єкти інвестування, які мають потенціал стати лідерами у своїй галузі і лише потребують інвестицій для суттєвого прориву. Важливою складовою є участь засновників та команди менеджменту, які мають залишатися в компанії протягом строку інвестування, адже ФПІ комплексно оцінює перспективи компанії та її управлінської команди. Кінцевою метою інвестиції ФПІ є продаж придбаного пакета акцій компанії з прибутком шляхом виходу компанії на фондову біржу (IPO), продажу акцій компанії стратегічному інвестору, іншому фонду, викупу акцій ФПІ менеджментом тощо ¹. Такі інвестиції вимагають нестандартного підходу й більшого арсеналу механізмів, ніж зазвичай пропонує корпоративне право. Це створює плідний ґрунт для використання корпоративних договорів.

На відміну від ФПІ венчурні фонди спеціалізуються на інвестуванні на більш ранньому етапі розвитку компанії ² та шукають компанії, що мають високий потенціал інновацій та росту. Венчурним інвестиціям властиві високі ризики невдачі чи навіть ліквідації компанії, що поєднуються з потенційно дуже високим прибутком у разі успіху ³. В обмін на допомогу щодо найму ключового персона-

¹ Steven N. Kaplan and Per Stromberg. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*. 2009. Vol. 23, no. 1. Pp. 121–146. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121> (дата звернення: 24.01.2026).

² Там само. С. 121.

³ Paul Gompers and Josh Lerner. The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15, no. 2. Pp. 145–168. URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.15.2.145> (дата звернення: 24.01.2026).

лу, покращення стратегії та мережі контактів компанії на професійні інвестори очікують значні права контролю над компанією, які є непропорційними до їхніх пакетів акцій, на відміну від публічних компаній, де дрібні акціонери навпаки мають непропорційно менше контролю ніж їхні пакети акцій ⁴. Водночас, сучасні дослідники зазначають, що наявність вбудованих стимулів у природі професійних інвесторів прагнути росту прибутків компанії має позитивний вплив на дрібних акціонерів після виходу такої компанії на фондовий ринок ⁵.

Нині роль венчурних фондів та ФПІ в світі надзвичайно важлива. Згідно із річним звітом за 2024 рік ⁶ від асоціації Інвест Європа (*Invest Europe*), яка заявляє, що є найбільшою асоціацією приватного капіталу в світі ⁷, загальна сума приватних інвестицій від професійних інвесторів в європейські компанії склала 126 млрд євро, які були вкладені у 8353 компанії, з яких 83 % склали малі та середні підприємства.

235

Венчурні інвестори залишаються також активними в Україні. Зокрема, згідно зі звітом Української асоціації венчурного та приватного капіталу (UVCA) за 2022–

⁴ McCahery J. A., Vermeulen E. P. M. *Corporate Governance and Innovation: Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses*. ECGI – Law Working Paper. 2006. № 65. Pp. 42–45. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.894785> (дата звернення: 24.01.2026).

⁵ Shobe G., Shobe J., Clayton W. W. *Private Equity and Stockholder Agreements: Empirical Insights for the Moelis Debate*. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. 2025. 14.04. Pp. 3–4. URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2025/04/14/private-equity-and-stockholder-agreements-empirical-insights-for-the-moelis-debate/> (дата звернення: 24.01.2026).

⁶ Investing in Europe: Private Equity activity 2024. URL: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/> (дата звернення: 24.01.2026).

⁷ Invest Europe. URL: <https://www.investeurope.eu/about-us/> (дата звернення: 24.01.2026).

2023 роки, підготовленим разом із виданням Mind.ua, навіть під час війни в Україні відбулося близько 200 угод на суму близько 880 млн доларів США ⁸.

Питання функціонування венчурного капіталу неодноразово досліджувалось українськими вченими, зокрема Ю. Атамановою, Д. Грицишен, Ю. Жорнокуєм, О. Кібенко, В. фон Розен, О. Явор та іншими. В своїх роботах українські дослідники визнають, що венчурні інвестиції є стратегічними для інновацій в Україні та розбудови української економіки, а тому необхідно прагнути до «врегулювання правових засобів, які використовуються в інвестиційних відносинах між венчурними інвесторами та інноваційними компаніями-реципієнтами» ⁹. Водночас, Ю. Жорнокуй зазначає, що «державна політика, а також ділова і правозастосовна практика країн ЄС та Великої Британії у сфері здійснення венчурного інвестування інноваційної діяльності є далеко не досконалими» ¹⁰.

236

Втім, іноземні дослідники неодноразово відзначали, що різноманіття комерційних домовленостей між власниками та інвесторами приватних компаній унеможливорює створення такого регулювання корпоративних відносин, яке би охопило кожен унікальний випадок або потенційний ризик, а тому інвестори часто готові нести

⁸ Annual Market Overview by UVCA and Mind.ua. URL: <https://uvca.eu/news/annual-market-overview-by-uvca-and-mind.ua> (дата звернення: 24.01.2026).

⁹ Явор О. А., Тупицька Є. О., Маслова-Юрченко К. О. Особливості цивільно-правового регулювання договірних відносин венчурного інвестування в Україні. *Право і суспільство*. 2024. № 2. С. 122–127. URL: <https://doi.org/10.32842/2078-3736/2024.2.16> (дата звернення: 24.01.2026).

¹⁰ Жорнокуй Ю. Учасники відносин венчурного інвестування інноваційної діяльності: європейський досвід та українська правова дійсність. *Право та інновації*. 2024. № 2 (42). С. 2–20. [https://doi.org/10.37772/2518-1718-2023-2\(42\)-2](https://doi.org/10.37772/2518-1718-2023-2(42)-2) (дата звернення: 24.01.2026).

витрати на підготовку відповідних договорів, які б регулювали розкриття інформації компанії інвесторам, умови інвестування, першочергові права, вирішення потенційних тупикових ситуацій та спорів ¹¹. Мова йде в першу чергу про корпоративні договори, що створюють унікальне регулювання корпоративних відносин між учасниками (акціонерами) в кожному конкретному товаристві.

Останнім часом деякі іноземні дослідники почали критикувати поширене використання корпоративних договорів у стартапах через те, що такі договори передбачають нерівномірні права для акціонерів одного класу, викривляють стандартне регулювання прав акціонерів, можуть навіть обмежувати права акціонерів на отримання інформації, та, зрештою, створюють невизначеність у інтерпретації відповідних положень договору ¹². Однак, на нашу думку, допоки компанія залишається приватною, пріоритетом має бути максимальна адаптивність та гнучкість задля залучення капіталу у розвиток такої компанії та її інновацій.

237

Нам також складно погодитися з аргументом про відсутність стандартизації та захисту прав акціонерів, адже нині є низка ініціатив щодо єдиних стандартів серед професійних інвесторів. Наприклад, асоціація Invest Europe підготувала Посібник професійних стандартів, що зосереджується на відносинах між менеджерами інвестиційних фондів та інвесторами, а також між менеджерами та компаніями, в які вони інвестують, й містить практичні

¹¹ McCahery J. A., Vermeulen E. P. M. Corporate Governance and Innovation: Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses. ECGI – Law Working Paper. 2006. № 65. Pp. 35–37. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.894785> (дата звернення: 24.01.2026).

¹² Fisch J. E. Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering. *Washington University Law Review*. 2022. Vol. 99. Pp. 913–960. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3667202>. (дата звернення: 24.01.2026).

поради щодо принципів управління, прозорості та підзвітності для членів асоціації Invest Europe ¹³.

Крім того, провідні асоціації венчурного та приватного капіталу в світі нині пропонують у відкритому доступі модельні документи на кшталт договору підписки, корпоративного договору, статуту компанії, попереднього договору (меморандуму про наміри) тощо. Зокрема, Британська асоціація приватного та венчурного капіталу підготувала такі стандартні документи з метою застосування спільних стандартів у юридичних документах для інвестицій на ранніх стадіях, щоби інвестори могли фокусуватися на унікальних комерційних питаннях угоди ¹⁴.

В Україні росте кількість успішних компаній, що отримали інвестиції та експертизу професійних інвесторів на початкових етапах своєї діяльності. Професійні інвестори грали вирішальну роль у поширенні корпоративних договорів в Україні та в світі, суттєво вплинули на розвиток самих договорів й поширених положень, а нині навіть стандартизували більшість договорів принаймні для ранніх стадій інвестування. В контексті євроінтеграції та повоєнної відбудови нашої держави законодавець повинен враховувати фактор приватного капіталу й венчурних інвестицій та боротися за залучення венчурного капіталу в українські компанії. Це можливо досягти шляхом впровадження максимально гнучкого, адаптивного підходу до регулювання приватних компаній та венчурних інвестицій в Україні. Для успішного залучення венчурних інвестицій в Україну законодавцеві варто інтегрувати в регу-

¹³ Invest Europe Handbook of Professional Standards. URL: <https://www.investeurope.eu/industry-standards/professional-standards/> (дата звернення: 24.01.2026).

¹⁴ Model Documents for Early Stage Investments. URL: <https://www.bvca.co.uk/policy/industry-guidance-standardised-documents/model-documents-for-early-stage-investments.html> (дата звернення: 24.01.2026).

лювання приватних компаній сучасні правові механізми, які очікують венчурні інвестори, а саме: привілейовані частки, стандартні договори інвестування на кшталт договорів за формою SAFE ¹⁵ тощо.

На рівні судової практики важливо підтримувати системний та послідовний підхід до тлумачення норм корпоративного та цивільного права та не лише враховувати новітні тенденції у судовій практиці країн континентального права, а й залишатись відкритими до поступової інтеграції концептів прецедентної системи права в корпоративне та цивільне право України.

¹⁵ Safe Financing Documents. URL: <https://www.ycombinator.com/documents> (дата звернення: 24.01.2026).