

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА» МОН УКРАЇНИ

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА» МОН УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

РАПУТА КАТЕРИНА ОЛЕГІВНА

УДК 330.341.1:336(477)

ДИСЕРТАЦІЯ

**РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ СТАРТАПІВ
В УКРАЇНІ**

Спеціальність 076 – Підприємництво, торгівля та біржова діяльність

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

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

_____ Рапута К.О.

Науковий керівник: Рєпіна Інна Миколаївна, доктор економічних наук,
професор

Київ – 2021

АНОТАЦІЯ

Ранута К.О. Розвиток венчурного фінансування стартапів в Україні. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність». – Державний вищий навчальний заклад «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2021.

Дисертацію виконано згідно з тематичним планом науково-дослідної роботи кафедри бізнес-економіки та підприємництва ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за темою «Неоекономіка та імперативи розвитку підприємництва» (державний реєстраційний номер 0116U001555) й присвячено дослідженню теоретичних і прикладних засад обґрунтування вибору інструментів розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні.

У дисертаційній роботі досліджено теоретичне підґрунтя венчурного фінансування інноваційних підприємницьких ідей та стартапів у контексті інституціональних концепцій та ідентифіковано основну проблематику сучасного наукового дискурсу у цій сфері. Встановлено, що дослідження особливостей венчурного фінансування стартапів має міждисциплінарний характер та реалізується на стику теорій підприємництва, фінансів, економіки та менеджменту. Виявлено, що основними проблемними аспектами актуальних досліджень є обґрунтування ефективної структури джерел фінансування за стадіями життєвого циклу стартапу, управління взаємовідносинами підприємця та венчурного інвестора в умовах інформаційної асиметрії та агентських проблем, утворення стартапами специфічних активів та рент у сучасному цифровому середовищі, управління ризиками та вартістю стартапів, а також формуванню інструментарію забезпечення результативного розвитку стартапу з урахуванням відкритих і глобальних ринків.

Розглянуто понятійно-категорійний апарат венчурного фінансування стартапів через розкриття змісту стартапу як тимчасової організації з високим

інтелектуальним потенціалом, здатної сформувати стійку масштабовану бізнес-модель шляхом реалізації інноваційної ідеї. У процесі аналізу методичних аспектів венчурного фінансування за стадіями життєвого циклу стартапів акцентовано увагу на відмінностях стартапу від новостворених підприємницьких суб'єктів, систематизовано сукупність проявів ефектів венчурного фінансування, класифіковано його види, виявлено чинники венчурного інвестування та бар'єри залучення венчурних інвестицій. Визначено, що механізми фінансування стартапів мають суттєву специфіку в порівнянні з традиційним процесом інвестування, внаслідок чого венчурне фінансування здійснюється поетапно, відповідно до стадій життєвого циклу стартапів, що призводить до участі на різних етапах фінансування різних типів інвесторів. Доведено, що здійснення процесу венчурного фінансування стартапів відбувається нерівномірно по етапах їх реалізації та у різних часових періодах, при цьому перехід від однієї стадії до іншої протікає стрибкоподібно, що обумовлює дискретний характер залучення інвестицій та відповідного масштабування діяльності. Залежно від проаналізованих стадій життєвого циклу стартапу, якими є етапи формування початкового капіталу, залучення інвестицій для забезпечення зростання на ранній та пізній стадіях та вихід на публічні ринки, виокремлено основні моделі фінансування стартапів з ідентифікацією на кожній стадії пріоритетних джерел фінансування, релевантних методів визначення ринкової вартості та притаманних ризиків.

Визначено, що, за умов інформаційної асиметрії та короткого попереднього терміну існування стартапу, методи оцінювання його вартості та підбір релевантних фінансових метрик є важливим методичним аспектом, який безпосередньо впливає на залучення необхідного розміру інвестицій. Проаналізовано методичні підходи і моделі оцінювання стартапу, а саме методи опціонів, традиційні та модифіковані методи дисконтованих грошових потоків, сценарного аналізу, аналізу «дерева рішень», фінансові показники і моделі визначення структури та вартості капіталу. У дисертаційній роботі запропоновано методичний підхід до оцінювання вартості стартапу через використання системи мультиплікаторів за етапами життєвого циклу стартапу

та стадією залучення фінансування і підвищення на цій основі інвестиційної привабливості стартапу для венчурного капіталу.

Із застосуванням кількісних та якісних методів проаналізовано динаміку й особливості венчурного фінансування в Україні та його особливості в контексті глобального інвестиційного ринку стартапів. Позиції України досліджено з урахуванням місця країни в всесвітніх рейтингах StartupBlink, Global Innovation Index, Global Services Location Index, HackerRank. Виявлено, що, хоча упродовж останніх років спостерігається стабільне зростання українського сегменту венчурного фінансування, загальний розмір венчурного фінансування залишається відносно низьким і становить з урахуванням інвестицій, залучених стартапами походженням з України за кордоном, за даними за 2019 рік близько 510 млн дол. США, що складає 2,5% від загального розміру інвестицій в країні за цей період. На ринку діє близько 50 активних інвесторів, кількість значних за розміром угод упродовж останніх років коливається на рівні 5. Основними секторами, в яких спостерігається найбільша кількість профінансованих українських стартапів, виступають онлайн послуги, веб сервіси, електронна торгівля. На основі аналізу динаміки кількості суб'єктів венчурного фінансування, рівня інвестиційної активності, показників залучення інвестицій за стадіями життєвого циклу стартапів доведено, що український ринок прямих і венчурних інвестицій залишається недостатньо розвиненим, характеризується порівняно невеликим обсягом акумульованого капіталу, незначними фінансовими активами діючих учасників.

Аналіз інвестиційної результативності українських стартапів з використанням мультиплікаторів оцінювання ринкової вартості та інвестиційної активності довів неоднорідність стартапів і значний відрив трьох крупних компаній від решти. Лідери венчурного інвестування (Gitlab, Bitfury, Grammarly) успішно залучають інвестиції на світових ринках, їх капіталізація становить більше 1 млрд дол. США, інвесторами стають іноземні венчурні фонди, а діяльність здійснюється глобально. Доведено, що чинником успішної бізнес-моделі українського стартапу має бути орієнтація на глобальний ринок, готовність до масштабування на міжнародному рівні, навички і компетентності участі у транскордонних проектах для отримання фінансування. Українськими

стартапами також активно використовуються можливості залучення фінансування через краудфандингові платформи та криптовалюти.

Виявлено, що в Україні представлено всі компоненти інфраструктури підтримки венчурного фінансування, а саме: бізнес-інкубатори, бізнес-акселератори, краудфандингові платформи, венчурні студії, інноваційні парки, профільні об'єднання, стратегічні мережі і платформи для пошуку венчурного фінансування, конференції, форуми та ярмарки стартапів, що уможлиблює подальший розвиток національної екосистеми венчурного підприємництва на засадах точкового впливу для усунення наявних невідповідностей вимогам глобальної конкурентоспроможності.

У роботі проаналізовано зарубіжний досвід створення результативних механізмів підтримки венчурного інвестування та охарактеризовано ефективні напрями державної політики в галузі венчурного інвестування, якими є: заходи зі створення інноваційного клімату та стимулювання підприємництва, розвиток системи пільгового кредитування новостворених підприємств, державне страхування позик, гнучке оподаткування діяльності стартапів. Доведено, що специфічними проблемними аспектами українського ринку венчурного фінансування є: неpubлічність значної кількості угод, нестача капіталу на внутрішньому ринку й відсутність дешевих грошей, що критично впливає на фінансування стартапів на ранніх стадіях їх життєвого циклу, мала кількість реальних інвесторів, менший рівень захисту їх прав, відсутність належної податкової підтримки, що в сукупності стимулює українських підприємців реєструвати свої стартапи в інших юрисдикціях. Дослідження законодавчо-нормативного регулювання функціонування суб'єктів венчурного фінансування в Україні та аналіз результатів діяльності Українського фонду стартапів уможливили обґрунтування напрямів покращення чинного законодавства у сфері розвитку венчурного бізнесу.

У роботі обґрунтовано, що процеси саморозвитку, що протікають в сфері венчурного інвестування, роблять можливим і доцільним застосування екосистемного підходу, в основі якого лежить дослідження взаємозв'язків еволюційної спрямованості між компонентами венчурної спільноти та її оточенням. Застосування такого підходу для вирішення проблеми низької

інноваційної та інвестиційної активності в українському підприємницькому середовищі дозволяє моніторити на регулярній основі проблеми розвитку венчурного ринку, а також моделювати його довгострокові перспективи. На основі такого підходу у роботі запропоновано концепцію та методику аналізу екосистем венчурного фінансування, які передбачають параметричне оцінювання рівня розвитку екосистем за сімома компонентами, якими є: венчурний капітал, людський потенціал, стратегічні мережі, підприємницька культура, законодавство, інфраструктура та інформаційно-комунікаційні технології та ринковий потенціал. На макрорівні пропонується доповнити цей підхід аналізом показників: надходжень венчурних інвестицій, кількості стартапів, частки у ВВП, зайнятості та кількості працівників в сегменті стартапів та венчурного фінансування, ринкової капіталізації стартапів та її динаміка, кількості молодих компаній з капіталізацією більше 1 млрд дол. США, географічного охоплення стартап-активності за регіонами України, кількості іноземних інвесторів та частки закордонних інвестицій.

У роботі запропоновано для цілей менеджменту залучення венчурного фінансування використовувати формування відповідної бізнес-моделі, що здатна відобразити особливості функціонування стартапу, як системи, співвідношення її елементів, спосіб створення цінності, отримання прибутку й формування конкурентних переваг. Представлено дескриптивне визначення терміну «бізнес-модель результативного стартапу» як, насамперед, концептуального інструмента для дослідження та формалізації логіки залучення венчурного інвестування. Доведено, що формування бізнес-моделі результативного стартапу, а також ідентифікація її структурних компонентів, мають відбуватися із урахуванням специфіки його функціонування в межах сектору/галузі, оскільки така бізнес-модель визначає, як стартап формує конкурентні переваги за рахунок залучення венчурного інвестування, і відображує набір рішень, які характеризують процес створення цінності для заінтересованих сторін. Визначено, що формування та упровадження стратегії венчурного фінансування може дозволити стартапу отримати внутрішні переваги порівняно із конкурентами для зміцнення своїх позицій на ринку. Запропоновано механізм формування інвестиційної стратегії стартапу, який

містить розробку інвестиційної ідеології стартапу, визначення обмежень для досягнення цільових результатів венчурного фінансування стартапу, формулювання стратегічної мети та цілей залучення фінансування, розробка цільових нормативів фінансування за стадіями життєвого циклу стартапу. Запропоновано типологію стратегій фінансування стартапу, а саме стратегію підтримки прискореного росту, стратегію забезпечення стабільного зростання, реактивну стратегію.

У роботі обґрунтовано пропозиції щодо розробки програми розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні та здійснено сценарне планування розвитку українського ринку венчурного фінансування стартапів за базовим, помірковано-оптимістичним та оптимістичним сценаріями.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що основні теоретичні положення, висновки і рекомендації, сформульовані автором у дисертації, можуть бути теоретичною і методичною платформою для розробки заходів з щодо розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні. Наукові розробки, висновки і практичні рекомендації автора були використані: Всеукраїнською Асоціацією Консультантів з Управління (БАКУ) (довідка від 25.11.2020 р.); Мережею академічних стартап-інкубаторів YEP (довідка від 19.02.2021 р.); ТОВ «Інвестиційна венчурна група» (LLC «Investment Venture Group») (довідка від 25.01.2021 р.); компанією CITY PROFIT (довідка від 13.01.2021 р.); ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка від 20.12.2021 р.).

Ключові слова: венчурне фінансування, стартап, інновація, екосистема, інвестиції, ризик, мультиплікатор, ринкова вартість, капіталізація, бізнес-модель, стратегія залучення венчурного фінансування, краудфандинг

ABSTRACT

Raputa K.O. Development of venture capital financing of startups in Ukraine. – Qualifying scientific work as a manuscript.

Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy in the specialty 076 «Entrepreneurship, Trade and Exchange Activity». – Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, 2021.

The dissertation is prepared in accordance with the subject plan of the research work of the Department of Business Economics and Entrepreneurship of the Vadym Hetman Kyiv National Economic University on the topic "Neoeconomics and imperatives of entrepreneurship development" (state registration number 0116U001555) and is devoted to the research of theoretical and applied basis of justifying the choice of tools for the development of venture capital financing of startups in Ukraine.

This dissertation examined the theoretical foundations of venture capital financing of innovative entrepreneurial ideas and startups in the context of institutional concepts and identified the main problematics of the current scientific discourse in this area. It is established that the study of the features of venture capital financing of startups is interdisciplinary in nature and is implemented at the intersection of the theories of entrepreneurship, finance, economics and management. It is revealed that the main problematic aspects of current research are the justification of the effective structure of sources of financing at the stages of the startup life cycle, managing the relationship between entrepreneur and venture capital investor in the conditions of information asymmetry and agency problems, the formation of startups specific assets and rents in the modern digital environment, risk management and cost of startups, as well as the formation of tools for ensuring the effective development of a startup taking into account open and global markets.

The conceptual and categorical apparatus of venture capital financing of startups is considered through the disclosure of the content of a startup as a temporary organization with high intellectual potential, capable of forming a stable scalable business model by implementing an innovative idea. When analyzing the methodological aspects of venture capital financing according to the stages of the life cycle of startups, the differences between startups and newly entrepreneurial entities are emphasized, the set of manifestations of venture capital financing effects are

systematized, its types are classified, the factors of venture capital investment and barriers to venture capital investment are identified. It was determined that startup financing mechanisms have significant specificity in comparison with the traditional investment process, as a result of which venture capital financing is carried out in stages in accordance with the stages of the life cycle of startups, which leads to the participation of different types of investors at different stages of financing. It is proved that the implementation of the process of venture capital financing of startups occurs unevenly at the stages of their implementation and in different time periods, while the transition from one stage to another proceeds in leaps and bounds, which determines the discrete nature of attracting investment and the corresponding scaling of activities. Depending on the analyzed stages of the startup life cycle, which are the stages of initial capital formation, attracting investment to ensure growth at the early and late stages and entering public markets, the main models of financing startups are identified with the identification of priority sources of financing at each stage, relevant methods for determining market value and inherent risks.

It is determined that, in the conditions of information asymmetry and a short previous life cycle of a startup, methods for estimating its value and selecting relevant financial metrics are an important methodological aspect that directly affects attracting the required amount of investment. The methodological approaches and models of startup evaluation, namely methods of options, traditional and modified methods of discounted cash flows, scenario analysis, "decision tree" analysis, financial indicators and models of determining the structure and cost of capital are analyzed. The dissertation proposes a methodical approach to assessing the value of a startup by using a system of multipliers according to the stages of the startup life cycle and the stage of attracting financing and increasing the investment attractiveness of the startup for venture capital on this basis.

Using quantitative and qualitative methods, the dynamics and peculiarities of venture capital financing in Ukraine and its peculiarities in the context of the global startup investment market were analyzed. Ukraine's position was analyzed based on the country's place in the global rankings of StartupBlink, Global Innovation Index, Global Services Location Index, and HackerRank. It was revealed that, although in recent years there has been a steady growth of the Ukrainian segment of venture

capital financing, the total amount of venture capital financing remains relatively low and amounts to about 510 million US dollars, taking into account investments attracted by startups originating from Ukraine abroad, according to data for 2019, which amounts to 2.5% of the total amount of investments in the country during this period. There are about 50 active investors on the market, the number of significant transactions in recent years fluctuates at the level of 5. The main sectors that have the largest number of funded Ukrainian startups are online services, web services, and e-commerce. Based on the analysis of the dynamics of the number of subjects of venture capital financing, the level of investment activity, the indicators of investment attraction by stages of the startups life cycle, it is proved that the Ukrainian market of private equity and venture capital investment remains underdeveloped, characterized by a relatively small amount of accumulated capital, significant financial assets of the current participants.

The analysis of the investment performance of Ukrainian startups using market value and investment activity multipliers proved the heterogeneity of startups and the significant gap between the three large companies and the rest subjects. Venture capital investment leaders (Gitlab, Bitfury, Grammarly) successfully attract investments in global markets, their capitalization is more than 1 billion US dollars, foreign venture capital funds become investors, and activities are carried out globally. It is proved that the factor of successful business model of Ukrainian startup should be the orientation on the global market, readiness to scale up internationally, skills and competencies to participate in cross-border projects to obtain funding. Ukrainian startups are also actively using opportunities to raise funding through crowdfunding platforms and cryptocurrency.

It has been revealed that all components of the venture capital financing support infrastructure, namely business incubators, business-accelerators, crowdfunding platforms, venture studios, innovation parks, profile associations, strategic networks and platforms for finding venture capital financing, conferences, startup forums and fairs are represented in Ukraine, which makes possible further development of the national ecosystem of venture entrepreneurship based on the point impact to eliminate the existing inconsistencies with the requirements of the global competitive performance.

The paper analyzes foreign experience in creating effective mechanisms to support venture capital investment and characterizes the effective directions of state policy in the field of venture capital investment, which are measures to create an innovative climate and stimulate entrepreneurship, the development of preferential lending system for newly established enterprises, state insurance of loans, flexible taxation of startups. It has been proved that the specific problematic aspects of the Ukrainian venture capital market are the non-publicity of a significant number of transactions, the lack of capital in the domestic market and the lack of cheap money, which critically affects the financing of startups in the early stages of their life cycle, the small number of real investors, the lower level of protection of their rights, the lack of adequate tax support, which together encourage Ukrainian entrepreneurs to register their startups in other jurisdictions. The study of legislative regulation of the functioning of the subjects of venture capital financing in Ukraine and the analysis of the results of the Ukrainian Startup Fund made a substantiation of the directions of improvement of the current legislation in the field of venture capital business development.

The paper substantiates that the processes of self-development occurring in the sphere of venture capital investment make it possible and appropriate to apply an ecosystem approach, which is based on the study of the relationship of evolutionary orientation between the components of the venture community and its environment. Application of such approach to solve the problem of low innovation and investment activity in the Ukrainian entrepreneurial environment allows to monitor on a regular basis the problems of venture capital market development, as well as to model its long-term prospects. Based on this approach, the paper proposes a concept and methodology for the analysis of venture capital ecosystems, providing a parametric assessment of the level of ecosystem development by seven components, which are venture capital, human capital, strategic networks, entrepreneurial culture, legislation, infrastructure and information and communication technologies and market potential. At the macro level, it is proposed to complement this approach with an analysis of the indicators of venture capital investment receipts, the number of startups, the share in GDP, employment and the number of employees in the startup and venture capital financing segment, the market capitalization of startups and its dynamics, the number

of young companies with capitalization over 1 billion US dollars, the geographical coverage of startup activity by regions of Ukraine, the number of foreign investors and the share of foreign investment.

In the paper, it is proposed to use the formation of a suitable business model for the purposes of management of venture capital financing, which can reflect the peculiarities of functioning of the startup as a system, the ratio of its elements, the way of creating value, obtaining profits and the formation of competitive advantages. In the paper, a descriptive definition of the term "business model of a productive startup" as primarily a conceptual tool for research and formalization of the logic of attracting venture capital investment is presented. It is proved that the formation of the business model of a productive startup, as well as the identification of its structural components, should take into account the specifics of its functioning within the sector/industry, since such a business model determines how the startup forms a competitive advantage by attracting venture capital investment, and displays a set of solutions that characterize the process of creating value for stakeholders. It is determined that the formation and implementation of a venture capital financing strategy can allow a startup to gain an internal advantage over its competitors to strengthen its market position. The mechanism of formation of the startup investment strategy is proposed, which includes the development of the investment ideology of the startup, the definition of restrictions to achieve the target results of venture capital financing of a startup, the formulation of the strategic purpose and the goals of fundraising, the development of target norms of financing by stages of the life cycle of a startup. A typology of startup financing strategies is proposed, namely, a strategy for supporting accelerated growth, a strategy for ensuring stable growth, and a reactive strategy.

The paper substantiates the proposals for the development of the program of venture capital financing of startups in Ukraine and scenario planning for the development of the Ukrainian market of venture capital financing of startups on the basic, moderately optimistic and optimistic scenarios.

The practical significance of the results obtained is that the main theoretical provisions, conclusions and recommendations formulated by the author in the dissertation can be a theoretical and methodological platform for the development of

measures for the development of venture capital financing of startups in Ukraine. Scientific developments, conclusions and practical recommendations of the author were used by: All-Ukrainian Association of Management Consultants (AUAMC) (certificate of implementation dated 25 November 2020), Network of academic startup incubators YEP (certificate of implementation dated 19 February 2021), LLC "Investment Venture Group" (certificate of implementation dated 25 January 2021), CITY PROFIT company (certificate of implementation dated 13 January 2021), State Higher Educational Institution "Vadym Hetman Kyiv National Economic University" (certificate of implementation dated 20 December 2021).

Keywords: venture capital financing, startup, innovation, ecosystem, investment, risk, multiplier, market value, capitalization, business model, venture capital fundraising strategy, crowdfunding.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ:

У зарубіжному виданні:

1. Рапута К.О. Аналіз динаміки венчурного фінансування стартапів в Україні. *Evropský časopis ekonomiku a managementu*. 2020. Vol. 6. Is. 5. P. 108-116. (Республіка Словаччина). (0,9 д.а.).

У наукових фахових виданнях:

2. Рєпіна І. М., Рапута К.О. Розвиток венчурного бізнесу в Україні. *Економіка та підприємництво*. 2018. № 40. С. 34-42. (0,9 д.а., особисто автору – 0,5 д.а.: проаналізовані ключові фактори, які впливають на розвиток венчурного фінансування).
3. Рапута К.О. Напрями вдосконалення механізму венчурного фінансування стартапів в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 2. С. 56-63. (0,8 д.а.).

В інших виданнях:

4. Рапута К. О. Венчурне фінансування стартапів в Україні. *Економіка підприємства: теорія і практика*: зб. матеріалів VI Міжнар. наук.-практ. конф., 13 жовт. 2016 р. Київ : КНЕУ, 2016. С. 58-59. (0,2 д.а.).
5. Рапута К. Венчурне фінансування: ключові переваги та недоліки. *Інноваційне підприємництво: стан та перспективи розвитку*: зб. матеріалів II Всеукр. наук.-практ. конф., 29–30 берез. 2017 р. Київ : КНЕУ, 2017. С. 263-265. (0,2 д.а.).
6. Рєпіна І.М., Рапута К.О. Факторний аналіз передумов розвитку венчурного бізнесу в Україні. *Economy of enterprise: theory and experience* : collection of materials of the VII International Scientific and Practical Conference, 12 october 2018, Kyiv, Krakow, Praha, Nairobi. Krakow; Nairobi (IDIA), 2018. Р. 118–120. (0,2 д.а., особисто автору – 0,1 д.а.: запропоновано систему оцінки факторів та проаналізовано фактори розвитку венчурного бізнесу в Україні). URL.: <https://ir.kneu.edu.ua:443/handle/2010/30588> (дата звернення: 23.02.2021).
7. Raputa Kate, Riepin Sergii. Venture investment as one of the tools for the development of the country's economy. *Strategies for Entrepreneurship for Sustainable Development of Small and Medium-Sized Innovative Entrepreneurship*: International Conference. Riga: Baltic International Academy, 2019. Р. 43-48. (0,4 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: розглянуто та проаналізовано механізм розвитку венчурного фінансування в різних країнах та запропоновано можливі шляхи для розвитку венчурного фінансування). URL: https://ndipzir.org.ua/wp-content/uploads/2019/Ryha_09.10.19/Ryha_09.10.19_9.pdf (дата звернення: 23.02.2021).

ЗМІСТ

ВСТУП	17
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ	25
1.1. Теоретичне підґрунтя венчурного фінансування інноваційних підприємницьких ідей та стартапів	25
1.2. Методичні аспекти венчурного фінансування за стадіями життєвого циклу стартапів	54
1.3. Систематизація ризиків та методи оцінювання стартапів у процесі венчурного фінансування	73
Висновки до розділу 1	97
РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ СТАРТАПІВ В УКРАЇНІ	99
2.1. Венчурне фінансування в Україні та його особливості в контексті глобального інвестиційного ринку стартапів	99
2.2. Інфраструктура ринку стартапів та її інституціональні характеристики	128
2.3. Аналіз зарубіжного досвіду створення результативних механізмів підтримки венчурного інвестування	134
2.4. Законодавчо-нормативне регулювання функціонування суб'єктів венчурного фінансування в Україні	144
Висновки до розділу 2	151
РОЗДІЛ 3. ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ СТАРТАПІВ В УКРАЇНІ	154
3.1. Передумови та ключові орієнтири формування екосистем венчурного фінансування стартапів в Україні	154
3.2. Формування результативної бізнес-моделі стартапу та розробка програми залучення інвестицій	176
3.3. Розробка програми розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні та її регламентація	200
Висновки до розділу 3	212
ВИСНОВКИ	214
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	220

ВСТУП

Актуальність теми. На світовому ринку вже сформувався, а в Україні поки ще тільки проходить стадію формування, венчурний бізнес, сутність якого полягає в тому, щоб забезпечити інвестиції в спеціальні високотехнологічні проекти (start up). Завдання венчурного бізнесу полягає в тому, щоб в обмін на високі інвестиційні ризики максимізувати прибутковість інвестицій. У найбільш розвинених країнах інститут венчурного інвестування довів свою ефективність і сприймається, як один із дієвих інструментів реалізації моделі інноваційної економіки. Багато успішних високотехнологічних компаній, таких як – Apple, Google, Cisco System, було створено із залученням венчурних інвестицій.

Будь-який стартап потребує певних фінансових вкладень, але підприємцям-початківцям знайти джерела фінансування для реалізації нових ідей у сучасному економічному середовищі та недостатньо розвиненій інфраструктурі інноваційного ринку виявляється досить складно.

Сучасні вітчизняні та зарубіжні дослідження характеризуються великою кількістю підходів до аналізу механізмів і інструментів управління інноваційним розвитком. Однак, головною залишається проблема успішної реалізації інноваційного процесу, яка полягає в безперебійному забезпеченні всіх його стадій, починаючи з фундаментальних досліджень і завершуючи в сфері використання продуктів. Комерціалізація інновацій є капіталомістким процесом, що вимагає значних інвестиційних ресурсів, а будь-які проекти в інноваційній сфері пов'язані з високим рівнем фінансового та підприємницького ризику, що обмежує можливість залучення необхідних ресурсів з традиційних джерел. Економічною практикою вироблений особливий механізм, який сприяє переведенню результатів досліджень і розробок в комерційний продукт. Їм стало венчурне інвестування. Сам термін «венчурний»

підкреслює ризиковий характер вкладень, пов'язаних переважно з інноваційною діяльністю.

У розвинених країнах інститут венчурного інвестування довів свою ефективність, і сприймається як один з дієвих інструментів реалізації моделі інноваційної економіки. Багато успішних високотехнологічні проекти, такі як: Apple, Google, CiscoSystem, Yahoo!, Netscape, Sun Microsystems, Compaq, Digital Equipment Corporation, були створені із залученням венчурних інвестицій. На прикладі інших країн видно, що венчурні інвестиції сприяють, перш за все, розвитку трьох аспектів економіки – інновацій, трудових ресурсів та добробуту. У США 20% ВВП приносять компанії за участю венчурного капіталу.

Слід зазначити, що вагомий внесок у дослідження теоретико-методичного базису венчурного бізнесу здійснили такі вчені, як: Х. Альбах, Л. Антонюк, Б. Батлер, М. Вільямс, Л. Гайдук, В. Геєць, Б. Джонс, П. Друкер, Т. Майорова, Л. Лігоненко, І. Репіна, О. Красовська, О. Кузьмін, Ю. Кочур, І. Литвин, С. Москвін, М. Нойберт, Р. Хофат, Р. Шмідт та інші. Переважна більшість дослідників аналізують зарубіжний досвід створення венчурного бізнесу та його спроможність щодо фінансування створення інноваційних продуктів і послуг. Системні дослідження розвитку венчурного бізнесу в Україні майже не проводились, що актуалізує потребу в них для пошуку фінансових альтернатив активізації інноваційного підприємництва в країні.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертацію виконано згідно плану науково-дослідних робіт кафедри бізнес-економіки та підприємництва ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за темою «Неоекономіка та імперативи розвитку підприємництва» (державний реєстраційний номер 0116U001555). У межах зазначеної теми особисто автором: удосконалено теоретичний базис венчурного фінансування стартапів; запропоновано використання методичного підходу до оцінювання рівня розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі структуризації компонентів цього процесу, а саме – релевантних показників; обґрунтовано прикладні засади оцінювання стартапів та формування їх результативної бізнес-моделі для покращення процесу залучення венчурного фінансування.

Дисертацію присвячено дослідженню теоретичних і прикладних засад та обґрунтуванню інструментів розвитку венчурного фінансування стартапів для активізації цього процесу в Україні.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретичних і прикладних засад та розроблення практичних рекомендацій щодо розвитку венчурного фінансування стартапів для активізації цього процесу в Україні. Для досягнення зазначеної мети в дисертаційній роботі поставлено наступні *завдання*:

- дослідити теоретичне підґрунтя венчурного фінансування інноваційних підприємницьких ідей та стартапів;
- узагальнити методичні аспекти венчурного фінансування за стадіями життєвого циклу стартапів;
- систематизувати ризиків та методи оцінювання стартапів у процесі венчурного фінансування;
- проаналізувати динаміку венчурного фінансування в Україні та його особливості в контексті глобального інвестиційного ринку стартапів;
- здійснити дослідження інфраструктури ринку стартапів та виявити її інституціональні характеристики;
- проаналізувати зарубіжний досвід створення результативних механізмів підтримки венчурного інвестування;
- дослідити законодавчо-нормативне регулювання функціонування суб'єктів венчурного фінансування в Україні;
- виявити передумови та ключові орієнтири формування екосистем венчурного фінансування стартапів в Україні;
- розробити пропозиції щодо формування результативної бізнес-моделі стартапу та розробки програми залучення інвестицій;
- запропонувати заходи з розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні.

Об'єктом дослідження є процеси забезпечення результативного венчурного фінансування стартапів в Україні за умов глобального конкурентного і динамічного зовнішнього середовища.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних засад, методичних підходів та прикладних аспектів венчурного фінансування стартапів в Україні.

Методи дослідження. Для досягнення мети та вирішення конкретних завдань у дисертації використано комплекс загальнонаукових і спеціальних методів, зокрема: діалектичний та історичний методи наукового пізнання, аналізу і синтезу (з метою дослідження генезису теорій венчурного фінансування, змістовності вимірювання та управління залученням венчурного фінансування); метод системного аналізу (для систематизації підходів до аналізу понятійно-категорійного апарату венчурного фінансування); морфологічно-семантичний метод (для виокремлення критеріїв результативності венчурного фінансування стартапів); методи статистичного, структурного, динамічного, параметричного аналізу (для обробки емпіричних даних щодо розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні); методи і прийоми економічного аналізу (для оцінювання інвестиційних процесів); графічний метод (для візуалізації отриманої інформації, її групування, порівняння та узагальнення).

Інформаційною базою дослідження є публікації вітчизняних і зарубіжних науковців за тематикою дисертаційної роботи, нормативно-правові акти України, офіційні звіти та аналітичні матеріали міжнародних інституцій, рейтингових, інформаційних і маркетингових агенцій, дані міжнародної та вітчизняної статистики, матеріали мережі Інтернет, результати власних досліджень автора.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у формуванні комплексу методичних підходів та обґрунтуванні прикладних засад венчурного фінансування стартапів в умовах динамічності зовнішнього середовища. Найсуттєвішими результатами, одержаними особисто автором, які характеризують новизну проведеного дослідження та виносяться на захист, є такі:

вперше:

- розроблено методичний підхід до оцінювання розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання, яка містить: фінансовий капітал, мережеві зв'язки,

людські ресурси, підприємницьку культуру, ринковий потенціал, законодавчу базу, інфраструктуру й інформаційно-комунікаційні технології та визначення набору відповідних параметрів за кожним компонентом, ідентифікацію необхідних заходів для їх покращення;

удосконалено:

- бізнес-модель результативного стартапу на основі формування його конкурентних переваг для залучення венчурних інвестицій за рахунок створення більшої цінності для стейкхолдерів, розробку ефективної моделі комерціалізації та формування інтелектуального потенціалу;
- методичний підхід до оцінювання вартості стартапу через використання системи мультиплікаторів за етапами життєвого циклу стартапу і стадією залучення фінансування та підвищення на цій основі інвестиційної привабливості стартапу для венчурного капіталу;
- прикладні аспекти розробки інвестиційної стратегії стартапу та релевантних технологій залучення венчурних інвестиційних ресурсів на глобальних і публічних ринках капіталу залежно від стадії життєвого циклу стартапу з використанням специфічних форм фінансування (бізнес-ангели, венчурні інвестори, зовнішнє, мезонінне фінансування, краудфандінг, криптовалюти);

набули подальшого розвитку:

- понятійний і категорійний апарат венчурного фінансування стартапів через розкриття змісту стартапу, його відмінностей від новостворених підприємницьких суб'єктів, систематизацію сукупності проявів ефектів венчурного фінансування, класифікацію його видів, ідентифікацію джерел, які утворюють його зміст, виявлення чинників венчурного інвестування та бар'єрів залучення венчурних інвестицій;
- методичний інструментарій оцінювання ефективності залучення венчурного фінансування для масштабування бізнес-ідеї стартапу на основі побудови матриці результативності фінансування та забезпечення швидких темпів зростання стартапу.

Практичне значення одержаних результатів. Більшість основних наукових результатів було запроваджено в практику венчурного фінансування стартапів, а саме:

- запропоновані автором методичні підходи до розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання та оцінювання ефективності залучення венчурного фінансування для масштабування бізнес-ідеї на основі побудови матриці результативності фінансування та забезпечення швидких темпів зростання стартапу впроваджено у практику діяльності компанії CITY PROFIT (довідка від 13.01.2021 р.);
- три методичні підходи (методичний підхід до розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання, яка містить: фінансовий капітал, мережеві зв'язки, людські ресурси, підприємницьку культуру, ринковий потенціал, законодавчу базу, інфраструктуру й інформаційно-комунікаційні технології та визначення набору відповідних параметрів за кожним компонентом, ідентифікацію необхідних заходів для їх покращення; методичний підхід до оцінювання вартості стартапу через використання системи мультиплікаторів за етапами життєвого циклу стартапу та стадією залучення фінансування та підвищення на цій основі інвестиційної привабливості стартапу для венчурного капіталу; методичний інструментарій оцінювання ефективності залучення венчурного фінансування для масштабування бізнес-ідеї на основі побудови матриці результативності фінансування та забезпечення швидких темпів зростання стартапу) використано у своїй діяльності Мережею академічних стартап-інкубаторів YEP (довідка від 19.02.2021 р.), ТОВ «Інвестиційна венчурна група» (LLC «Investment Venture Group») (довідка від 25.01.2021 р.);
- методичні підходи та прикладні аспекти розробки інвестиційної стратегії стартапу й релевантних технологій залучення венчурних інвестиційних ресурсів на глобальних і публічних ринках капіталу залежно від стадії життєвого циклу стартапу з використанням

специфічних форм фінансування (бізнес-ангели, венчурні інвестори, зовнішнє, мезонінне фінансування, краудфандінг, криптовалюти) були використані Всеукраїнською Асоціацією Консультантів з Управління (БАКУ) у своїй діяльності (довідка від 25.11.2020 р.).

Результати дисертаційного дослідження використані також для вдосконалення методичного забезпечення навчального процесу на кафедрі бізнес-економіки та підприємництва ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при викладанні навчальних дисциплін: «Підприємництво», «Інноваційне підприємництво» та тренінг-курсу «Start-up» (довідка від 20.12.2021 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертація є самостійно виконаною науковою роботою. Наукові положення, висновки і рекомендації, які виносяться на захист, отримано автором самостійно та оприлюднено в його наукових працях. У наукових працях, опублікованих у співавторстві, використано лише ті ідеї та положення, які є результатом особистих досліджень автора.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати дисертаційної роботи доповідалися й обговорювалися на міжнародних і всеукраїнській науково-практичних конференціях: «Економіка підприємства: теорія і практика» (м. Київ, 2016 р.); «Інноваційне підприємництво: стан та перспективи розвитку» (м. Київ, 2017 р.); «Economy of enterprise: theory and experience» (Kyiv, Krakow, Praha, Nairobi, 2018 р.); «Strategies for Entrepreneurship for Sustainable Development of Small and Medium-Sized Innovative Entrepreneurship» (м. Рига, 2019 р.).

Публікації. Основні положення дисертації опубліковано автором самостійно та у співавторстві в 7 наукових працях, з них: 1 – у зарубіжному науковому періодичному виданні (Республіка Словаччина); 2 – у наукових фахових виданнях України; 4 – в інших виданнях. Загальний обсяг опублікованих праць складає 3,6 д.а., з них особисто автору належить 3,0 д.а.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації становить 185 сторінок друкованого тексту. Робота містить 18

рисунків на 10 сторінках, 44 таблиці на 34 сторінках, 3 додатки на 11 сторінках.

Список використаних джерел налічує 153 найменування.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

1.1. Теоретичне підґрунтя венчурного фінансування інноваційних підприємницьких ідей та стартапів

Венчурне фінансування зародилося у 50-х роках XX століття в Кремнієвій долині у США як альтернативне джерело фінансування. У 1957 р. було створено компанію Fairchild Semiconductors, яка вперше в історії організувала виробництво транзисторів з кремнію. Кошти на її створення виділив підприємець Артур Рок, підтримавши у такий спосіб інноваційну пропозицію винахідника Ш. Фейрчайльда. Певним чином, саме А. Рока можна вважати засновником венчурного підприємництва, і тим, хто ввів термін «венчурний капітал». А. Рок створив перші венчурні фонди Davies&Rock і Arthur Rock&Co, які фінансували розвиток Apple Computer, Teledyne, General Transistor, Scientific Data Systems. Їх практична інвестиційна діяльність доводила можливість примноження у більш ніж 30 разів стартових капіталовкладень [2].

У подальшому реалізація багатьох інновацій у світі стала можливою за умови участі венчурного фінансування. Цілком можливо погодитись з думкою В. Аньшина та А. Дагаєва, що «великі зміни в житті суспільства очікуються в найближче десятиліття у зв'язку з проникненням в економіку нових інтернет-технологій, які інтенсивно розвиваються сьогодні здебільшого за допомогою інвестицій венчурного капіталу» [3].

З огляду на відносно нещодавню появу венчурного фінансування як наукової категорії, це явище досліджується здебільшого з позицій інституціоналізму. Дослідження методів зростання нещодавно сформованих компаній (стартапів) є важливим питанням для теорії підприємництва [136]. Фірми венчурного капіталу мають унікальні можливості щодо боротьби з високим рівнем невизначеності, значним ступенем асиметрії інформації та

забезпечення доступу до партнерських стратегічних мереж. Після появи в 1959 році теорії зростання фірми Е. Пенроуз [137], в якій доводилася ідея вирішальної ролі управлінських ресурсів для розвитку бізнес-організацій, з'явилося кілька теоретичних концепцій, які досліджували чинники, що впливають на зростання молодих компаній.

У сучасній інституційній теорії поява підприємницького фінансування як галузі досліджень є результатом подвійного інтересу як дослідників в царині підприємництва, так і вчених-фінансистів. Дослідники підприємництва зосереджуються на вивченні явища фінансування, що має місце в кожному підприємницькому проекті. Фінансисти ж вважають, що підприємницькі кейси мають певні особливості, які необхідно брати до уваги. З точки зору дослідників фінансів, згідно Дениса (2004), підприємництво довгий час вважалось областю, повністю відділеною від корпоративних фінансів. Даний висновок базувався на припущенні, що проблеми, з якими стикаються в підприємницькому фінансуванні, значною мірою відрізняються від проблем, що мають місце в публічних компаніях.

Однак, вчені нещодавно визнали, що підприємницькі ситуації характеризуються тими ж двома фундаментальними проблемами, які лежать в основі інституціональної гілки фінансової теорії: агентські проблеми та інформаційна асиметрія. Фінансування підприємництва відрізняється від традиційного корпоративного лише тим, що важливість своєчасного залучення є інвестицій набагато більшою. Це призводить до появи окремих договірних рішень, відмінних від тих, які застосовуються в більш великих і більш зрілих компаніях.

Теорія агентських відносин виступає в якості парадигми, яка дозволяє пояснити відносини між агентом (підприємцем) і принципалом (венчурним інвестором), вона обговорює наслідки поділу фінансової власності і контролю [138]. З іншого боку, агентські витрати не ідентичні на кожному етапі створення і розвитку компанії. Як правило, агентська теорія аналізує два періоди: до і після інвестування. Імовірність наявності агентських витрат має більше значення на передінвестиційній фазі, ніж на післяінвестиційній.

Протягом передінвестиційного періоду цілі двох сторін можуть розходитися, інвестор зосереджений на процесі «належної оцінки» (Due Diligence), щоб «все зробити правильно», у той час, як головною метою підприємця є успіх своєї компанії. У постінвестиційний період агентські ризики стають більш обмеженими. Якщо інвестор прийняв рішення про фінансування, значить, він переконаний, що і підприємець, і проект є перспективними і цікавими. Щоб обмежити ризики, він, за згодою власників, буде впроваджувати процедури контролюючого змісту, зокрема слідкувати за рівнем ефективності діяльності компанії. Однак, теорія агентських відносин є менш придатною в післяінвестиційний період і більше зосереджена на інвесторі, а не на мотивації і баченні підприємцем свого проекту.

Аналізувати відносини між підприємцем (Entrepreneur) і інвестором (Investor) (E-I), зокрема для пояснення їх взаємовідносин на постінвестиційній стадії, також можна на основі теорії менеджера [139]. Вона являє собою протилежний теорії агентських відносин підхід, ототожнюючи керуючого (менеджера) з деякою протилежністю агента. Замість того, щоб намагатися «зрадити» принципала (інвестора), в чому підозрюють агента, менеджер використовує поведінку, орієнтовану на компанію, таким чином, щоб допомогти їй покращити функціонування і виправдати очікування принципала; він може навіть просувати інтереси компанії всупереч своїм особистим інтересам. Менеджер максимізує свою функцію корисності, коли його цілі сходяться з цілями принципала.

І підприємець, і інвестор прагнуть до успіху в бізнесі, але способи досягнення цієї мети можуть відрізнятися. Теорія менеджера, на думку дослідників, також не може повністю пояснити відносини E-I, але вона добре адаптована до ситуацій, в яких інтереси менеджера (агента) і принципала сходяться, на відміну від теорії агентських відносин, яка визнає, що інтереси E і I можуть розходитися.

Обидві теорії не можуть точно пояснити відносини E-I, оскільки вони певною мірою створюють «карикатурний» образ підприємця. Агент показаний з опортуністичною поведінкою, в той час як менеджер описаний дуже позитивно; він завжди готовий підкоритися інтересам компанії і принципала.

Частина теорій присвячена дослідженню фінансових питань підприємницьких проєктів, зокрема вивченню контекста взаємозв'язку фінансових і підприємницьких ризиків та їх впливу на фінансування проєктів.

У теорії Міллера і Модільяні (1958), без урахування податкових платежів [140], пайове і боргове фінансування є еквівалентними з точки зору вартості для підприємця. Однак наявність інформаційної асиметрії між принципалом і агентом збільшує вартість зовнішнього фінансування і призводить до існування оптимальної структури капіталу [141]. У цих теоретичних дослідженнях особливу увагу приділено питанню поділу фінансових прав і присвоєння контрольних прав. Солідарне володіння цінними паперами має забезпечувати достатню мотивацію і венчурному інвестору, і підприємцю для забезпечення необхідної мотивації кожної сторони в успішності проєкту. В інших дослідженнях підкреслюється важливість використання конвертованих боргових зобов'язань і послідовного фінансування [142]. Фінансування поетапно дозволяє венчурному інвестору впливати на підприємця через тиск загрози припинення фінансування на наступному етапі, якщо проміжні результати діяльності компанії виявляться недостатніми. Однак, це обмеження сприяє поведінці підприємця, орієнтованій на короткострокові цілі, щоб уникнути припинення фінансування. Використання боргових зобов'язань, конвертованих в акції, може обмежити такий тип поведінки фірми.

До теоретичних концепцій, що визначають структуру капіталу при відкритті бізнесу, також можна віднести інформаційну асиметрію, агентські проблеми, теорію сигналів і трансакційних витрат, а також теорії ієрархії і зворотньої ієрархії.

Оскільки нові фірми не мають ані історичних, ані репутаційних досягнень, то бізнес є непрозорим з точки зору інформації (інформаційна асиметрія). Ця інформаційна проблема робить зовнішнє фінансування недоступним на початковому етапі розвитку стартапу [16]. Ця обставина визначає ієрархію джерел фінансування, якими стають, насамперед, особисті заощадження підприємця, в другу - короткострокова заборгованість, в третю - довгострокова заборгованість. З позиції теорії інформаційної асиметрії участь

зовнішніх інвесторів є найменш важливою [17]. З огляду на труднощі з отриманням зовнішнього фінансування, підприємці на ранніх стадіях в значній мірі покладаються на внутрішні кошти [18]. В умовах інформаційної асиметрії після внутрішніх коштів фірма повинна використовувати, перш за все, банківські позики, а лише після цього прагнути залучати інвесторів в акціонерний капітал. Дійсно боргові (кредитні) відносини засновані на «м'якій» інформації, отриманій в результаті банківського досвіду співпраці з кредитором і постійного контакту з банківськими установами через отримання відповідних фінансових послуг [19, с. 645]. Через цю інформаційну проблему внутрішнє фінансування є основним джерелом фінансування, за яким слідує зовнішня заборгованість і, в підсумку, залучається обмежена сума зовнішнього капіталу.

Інформаційна асиметрія може створювати деякі агентські проблеми, які частіше проявляються на невеликих підприємницьких фірмах, ніж на великих підприємствах. Збирання та аналіз необхідної інформації про проєкт фінансовим посередником є відносно трудомістким і витратним процесом [21]. Спільне фінансування проєкту підприємцем і венчурним інвестором передбачає встановлення відносин співробітництва між ними [22].

Інформаційна асиметрія є причиною, яка може пояснити використання теорії неповних контрактів. Через неможливість скласти повні контракти з зазначенням прав на пільги при будь-якому варіанті припинення діяльності, підприємець зацікавлений експропріювати кошти після підписання контракту з банком [143]. Таким чином, проблема морального ризику призводить до появи стимулів для реалізації проєктів з вищим рівнем ризику і стимулів недостатнього інвестування в проєкти з позитивною чистою приведеною вартістю.

Існують дві теоретичні моделі, які роблять акцент на обґрунтуванні використання кредитних коштів [23], що належать [144] та [24]. В силу необхідності обґрунтовувати отримання кредиту, його здобувачами зазвичай є ефективно функціонуючі компанії. Для позичальників з числа нових фірм, банк збільшує вартість кредитних ресурсів і/або збільшує термін погашення

кредиту. Якість обґрунтування кредиту впливає лише на рішення про фінансування з боку банку і не впливає на сам розмір зобов'язань [143].

Теорія трансакційних витрат Вільямсона (1988), передбачає, що певні активи генерують квазіренду для бізнесу. Специфіка активу є джерелом конкурентної переваги на ринку [25]. Активи підприємницького проекту можуть бути специфічними для нього, і оптимальним фінансовим контрактом є той, який мінімізує транзакційні витрати. Специфіка активів для стартапів породжує дві основні проблеми. Перша пов'язана з низькою вартістю чистих активів. Друга пов'язана з «проблемою затримок» через специфічний людський капітал, що породжує проблему опортунізму. При відкритті бізнесу підприємець буде вносити вклад не лише своїми управлінськими навичками, а й своїм фінансовим капіталом, своїми знаннями і людським капіталом [26]. Відносна важливість нематеріальних активів не завжди дозволяє банкам мати необхідні гарантії [27].

Нематеріальні активи характеризуються високими операційними витратами і не дають можливості банкам застрахуватися від ризику банкрутства. Таким чином, зовнішні інвестори і, особливо, кредитори можуть неохоче фінансувати такі проекти. Нове підприємство, що володіє більш специфічними активами, має фінансуватися, в першу чергу, за рахунок власного капіталу, по-друге, за рахунок публічних інвестиційних ресурсів і, нарешті, за рахунок зовнішніх боргових зобов'язань [143]. Одним із запропонованих рішень цієї проблеми «затримок» є надання прав контролю організації, що має певні ресурси [28]. Такими організаціями стають венчурні інвестори.

Теорія сигналів і структура капіталу підприємницьких фірм. Згідно досліджень, особисті інвестиції підприємця в проект виступають «сигналом якості» проекту [29]. Фактично, капітал підприємця використовується в якості кредитних гарантій і має «сигнальний» ефект [30]. Готовність кредитора фінансувати нові проекти позитивно пов'язується з наявністю такої особистої гарантії підприємця, особливо якщо він інвестує власні кошти [31]. Фактично такий базовий актив у вигляді власних інвестицій відіграє різні ролі для учасників процесу фінансування. Така «гарантія» може поширюватися на

інвестора, щоб подолати проблему морального ризику [33]. Це сигнал банку про те, що підприємець вважає, що його проект буде успішним. Так, саме така гарантія являє собою вирішення проблеми асиметрії інформації і зменшує проблему обмеження кредитних ресурсів [34]. Базовий актив дозволяє переглянути контракт в разі фінансових ускладнень [35].

Дослідження також пояснюють наявність позитивної кореляції між довгостроковим боргом і розміром компанії. Фактично, більш дрібні фірми використовують менше довгострокового боргу через ефект масштабу. Цей висновок узгоджується з думкою про те, що більш дрібні фірми сильно залежать від короткострокової заборгованості. Таким чином, фірми не бажають або не можуть використовувати довгостроковий борг через відносно вищі транзакційні витрати [145].

Організаційно-правова форма стартапу передбачає певну форму фінансування. Це сигнал, який вказує на надійність і формальність операцій і забезпечує майбутнє зростання, як зазначає Кассар (2004). Таким чином, існує позитивна кореляція між розміром боргових зобов'язань і організаційно-правовою формою проекту у форматі акціонерного товариства [36]. Така організаційно-правова форма забезпечує більші можливості для отримання банківських кредитів.

Теорія характеристик підприємця і структура капіталу підприємницьких фірм. До особистих характеристик відносяться стать, освіта і досвід [37]. У межах підприємницьких теорій є дослідження, присвячені вивченню характеристик, які є унікальними для підприємницьких фірм [146]. Існуючі дані показують, що стартапи, які використовують венчурний капітал, відрізняються від стартапів, які використовують більш традиційні альтернативи фінансування [147]. Ці автори вважають, що стартапи з венчурним капіталом дотримуються більш інноваційних стратегій та їм потрібно менше часу, щоб представити свої продукти на ринку.

Венчурний капітал має певні характеристики, які відрізняють його від більш традиційних ринків капіталу або альтернативних варіантів фінансування таких як позикові кошти [148]. Фірми венчурного капіталу виділяють значні управлінські ресурси на розуміння нових технологій і ринків, пошук

перспективних стартапів в цих сферах, надання їм фінансових ресурсів і навчання на ранніх етапах їх життя. Висока інформаційна асиметрія [124] і високий ризик досліджені в теорії організаційної екології [124] зазвичай обмежують доступ стартапу до традиційних джерел фінансування. Навпаки, фірми венчурного капіталу володіють необхідними можливостями для боротьби з цими факторами і вносять свій внесок в управління стартапами.

Теоретичний внесок розглянутих концепцій узагальнено у табл. 1.1.

Основні теорії, що досліджують особливості венчурного фінансування

Роки	Теоретичний підхід	Ключове положення стосовно фінансування нових підприємницьких проєктів (стартапів)
1	2	3
1976	Теорія агентських відносин	Пояснює взаємовідносини між підприємцем і венчурним інвестором на передінвестиційній і постінвестиційній фазі у контексті розходжень підприємця та інвестора у поглядах на найбільш значущі аспекти проєкту
1991	Теорія менеджера	Пояснює природу відмінностей у поведінці і мотивації трьох сторін - найманого менеджера, інвестора та підприємця. Доводить схильність найманого менеджера краще відповідати довгостроковим інтересам інвестора у той час, коли інвестор і підприємець більше схильні до використання різних методів досягнення успіху в бізнесі
1958	Теорія Модільяні і Міллера	Аналізується вартість різних джерел фінансування з точки зору забезпечення оптимальної структури капіталу та впливу розподілу фінансових прав на мотивацію сторін проєкту у досягненні успішності проєкту.
1963	Теорія інформаційної асиметрії	Проаналізовано вплив інформаційної асиметрії на залучення фінансових ресурсів із зовнішніх джерел.
1995	Теорії ієрархії і зворотньої ієрархії	Досліджує ієрархію джерел фінансування нових підприємницьких проєктів за умов інформаційної асиметрії, якими стають в першу чергу, особисті заощадження підприємця, в другу - короткострокова заборгованість, в третю - довгострокова заборгованість. Доводиться, що залучення інвесторів в акціонерний капітал має відбуватися після отримання банківських кредитів.
1984	Теорія агентських проблем	Доводить, що спільне фінансування проєкту підприємцем і венчурним інвестором передбачає встановлення відносин співробітництва між ними, що усуває агентську проблему інформаційної асиметрії, яка виникає внаслідок короткого періоду існування стартапу, невизначеності перспектив його існування, трудомісткості та витратності збирання та аналізу необхідної інформації.

Продовження табл 1.1

1	2	3
1988	Теорія трансакційних витрат Вільямсона	Визначає особливості створення специфічних активів і квазірент стартапів та аналізує проблеми, які виникають у контексті їх фінансування у зв'язку з низькою вартістю чистих активів, суттєвою роллю людського капіталу, високими операційними витратами на створення нематеріальних активів. Також доводиться доцільність залучення венчурних інвестицій для вирішення проблеми прискорення розвитку стартапів
1989	Теорія сигналів	Доводить, що особисті інвестиції підприємця в проект виступають сигналом якості проекту, що стає різновидом фінансових гарантій та сприяє подальшому залученню інвестицій з венчурних та позикових джерел, а також зменшує проблему інформаційної асиметрії.
2007	Теорія неповних контрактів	Досліджує схильність підприємця припинити діяльність внаслідок морального ризику ймовірності банкрутства та неможливості скласти повні контракти з зазначенням прав на пільги при будь-якому варіанті припинення діяльності, що призводить до недостатнього інвестування в проекти з позитивною чистою приведеною вартістю.
2000	Теорія характеристик підприємця	Обґрунтовує, що стартапи, які використовують венчурний капітал, відрізняються дотримання більш інноваційних стратегій та здатні швидше вивести свої продукти на ринок у порівнянні з компаніями, які не використовують венчурне фінансування.
1989	Теорія організаційної екології	Пояснює, що венчурний капітал відрізняється від традиційних джерел фінансування внаслідок того, що венчурні інвестори виділяють значні управлінські ресурси на розуміння нових технологій і ринків, пошук перспективних стартапів в цих сферах, надання їм фінансових ресурсів і навчання на ранніх етапах їх життя, що дозволяє венчурним інвесторам кваліфіковано допомагати розвитку стартапів.

Джерело: адаптовано автором на основі [78-91]

Низку досліджень протягом останніх десятиліть присвячено актуальним аспектам забезпечення підприємницької результативності в контексті залучення венчурного фінансування.

Дослідження показують, що компанії, які мають венчурне фінансування, з часом зростають швидше, ніж компанії, що використовують інші джерела фінансування. Існують також дослідження попередніх темпів зростання як

чиннику, який потенційно може вплинути на поточне зростання. Кілька факторів можуть впливати на шлях зростання стартапів - зовнішні можливості, а також внутрішні фактори. Деякі фактори (наприклад, щільність населення чи ринкові сили) є зовнішніми для організації [124; 133], а інші – внутрішніми (можливості, культура або стратегія).

У дослідженнях компанії Ернст енд Янг доводиться, що зростання у попередніх періодах є єдиним надійним показником майбутнього зростання [149]. Аналіз часового ряду зростання чисельності працівників як у венчурних, так і в невенчурних фірмах підтверджує це минуле зростання - гіпотезу про «імпульс» для майбутнього зростання. Актуальним питанням також є, чи венчурні інвестори самостійно обирають інвестиції у вже зростаючі фірми, чи зростання відбувається лише після того, як венчурні інвестори вкладають свої фінансові та управлінські ресурси. Дослідження демонструють мало доказів попереднього зростання стартапів перш, ніж вони отримають початковий раунд венчурного фінансування.

Значний науковий інтерес викликають питання впливу того, як наявність венчурного капіталу призводить до збільшення кількості працівників стартапу [147; 150]. Зокрема, дослідження присвячені зростанню чисельності персоналу приблизно в ті моменти часу, коли стартапи отримують нове фінансування. На ринках, що зростають, де можливе швидке захоплення суттєвої частки ринку, відповідно, швидке фінансування на старті діяльності обумовлює можливість успіху, і можна очікувати, що такий тип ресурсів, як фінансові, не впливає на зростання. Іншими словами, стартапи отримують венчурний капітал до того, як їм потрібні кошти, щоб не затримувати їх зростання через відсутність ліквідності. Однак, значне збільшення кількості найманих працівників відразу після нового раунду венчурного фінансування, свідчить про те, що терміни нових раундів фінансування затримують зростання стартапу. Отримані дані вказують на існування невідповідностей між ринком венчурного капіталу та потребами зростання стартапів. Відсутність координації у термінах нового фінансування уповільнює зростання стартапів.

Роль фінансування венчурного капіталу. Фірми венчурного капіталу мають деякі унікальні характеристики. Венчурні інвестори націлені на швидке зростання бізнесу, завдяки чому вони отримують високу віддачу від своїх інвестицій. Вони акумулюють кошти за допомогою венчурних фондів, які, як правило, мають обмежений термін життя. Гомпер і Лернер (1999) стверджують, що «майже всі венчурні фонди призначені для «самоліквідації», тобто для припинення своєї діяльності через десять-дванадцять років». Для того, щоб досягти високої віддачі від інвестицій, що вимагається ризиком їх інвестицій (орієнтовно 30% на рік) за відносно короткий проміжок часу, підгрупі стартап-компаній венчурного фонду потрібно мати високі темпи збільшення обсягів діяльності. У більшості випадків вихід венчурного інвестора відбувається після первинного публічного розміщення акцій (IPO), або продажу своєї частки (угода M&A).

Отже, фірми венчурного капіталу зацікавлені в тому, щоб їх стартапи швидко зростали. Існує багато аргументів для того, щоб очікувати, що венчурні компанії матимуть темпи зростання вищі за середні. Венчурні інвестиції, як правило, забезпечують підвищення рівня навичок існуючої команди управління більш інтенсивно, ніж інші методи фінансування (наприклад, банківські позики). З точки зору управління [151], венчурні інвестори беруть активну роль в управлінні, впливаючи на рівень винагород і компенсацій для топ-менеджерів [127] та періодично контролюючи розвиток фірми. Вони також забезпечують мережу контактів з іншими учасниками інфраструктури (консультанти, юридичні компанії, PR та інші) та потенційними професійними менеджерами. Ці контакти полегшують доступ до зовнішніх ресурсів, що пом'якшують залежність ресурсів, яку відчують стартапи [132]. Знання венчурних інвесторів про галузь та їх ділові зв'язки забезпечують розширення потенційних ділових партнерів для їх стартапів. Такі стратегічні мережі [152] включають інші стартапи і нові компанії та спрощують процес пошуку ділових партнерів, зменшуючи як витрати на пошук, так і час.

Венчурні інвестори приносять ефект репутації, а не лише впливають на покращання менеджменту стартапу. Їх досвід передбачає аналіз значної кількості бізнес-планів, хоча інвестиції здійснюються менше ніж в 1% цих

планів. Процес їх належної ретельності, навіть для підприємств, які проходять ранню перевірку, вимагає детального аналізу управлінської команди, їх технології, продуктів та життєздатності їхнього бізнес-плану. Успішне проходження скрінінгу з боку венчурних інвесторів та отримання фінансування (часто у декілька раундів) є потужним сигналом для багатьох учасників як всередині, так і за межами стартапу. Це наділяє стартап вищою репутацією, що зменшує невизначеність і, відповідно, зменшує трансакційні витрати [153]. Поєднання такого підвищення рівня менеджменту та репутації призводить, що стартап, який отримав підтримку венчурного бізнесу, має перевагу у залученні високоякісних співробітників, нових клієнтів та у процесі перемовин про партнерства з іншими потенційними інвесторами.

Стартапи, що підтримуються венчурним капіталом, можуть також мати нижчі агентські витрати. Репутація, яку венчурний капіталіст забезпечує стартапу, дає позитивний сигнал ринку праці, який зменшує несприятливий відбір [116]. Крім того, венчурні інвестори, як правило, пропонують опціони на акції для більш широкого кола працівників, ніж це відбувається у компаніях, які фінансуються виключно за рахунок власного капіталу засновників та/або за рахунок позикових коштів. Розподіл прав власності серед більшої групи працівників може бути ефективним засобом зменшення проблем моральної небезпеки, що виникають в умовах, коли власність відокремлена від контролю [141].

Аналіз теоретичних напрацювань вітчизняних і зарубіжних вчених дозволяє дійти висновку, що у сучасній науковій літературі існують різні підходи до визначення категорії «венчурне фінансування». Наведемо декілька основних визначень, що стосуються сутності цього поняття у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Наукові підходи до визначення категорії «венчурне фінансування»

Автор	Визначення поняття
М. Пашко [7]	Венчурне фінансування передбачає фінансування приватним підприємницьким капіталом проекту, успішна реалізація якого не гарантована.

Т. Шотік [8]	Венчурне фінансування – важлива форма фінансування інноваційних проєктів, яка не тільки стимулює інноваційні процеси на окремо взятому підприємстві, а й позитивно впливає на ринок інновацій в цілому: сприяє підвищенню рівня конкуренції, зростанню професіоналізму персоналу та підвищенню наукового та виробничо-технічного рівня.
О. Микитюк [2]	Термін «венчурне фінансування» використовують у широкому і вузькому значеннях. У широкому розумінні – це весь вклад в ризикові, з точки зору фінансових результатів, проєкти, насамперед у галузі високих технологій. У вузькому сенсі – це довго- або середньострокові інвестиції у вигляді кредитів або вкладів в акції, які здійснюються венчурними фондами з метою створення і розвитку малих перспективних компаній.
Л. Івіна, В. Воронцов [4]	Венчурне фінансування – це довгострокові (5-7 років) з високим ступенем ризику інвестиції приватного капіталу в акціонерний капітал вперше створюваних малих високотехнологічних компаній, орієнтованих на розробку і виробництво наукоємних продуктів, для їх розвитку і розширення, з метою отримання прибутку від приросту вартості інвестованих коштів.
Л. Михайлова [9]	Венчурне фінансування – це сучасний різновид засновництва, тобто створення і розвитку перспективних фірм, компаній з метою швидкого збільшення початкового внеску (засновницького внеску до статутного капіталу) і подальшої його реалізації за ринковою вартістю.
Н. Притуляк [5]	Венчурне фінансування – це гібридна форма забезпечення інноваційних компаній інвестиціями, що поєднує найефективніші функції як ринків капіталу, так і банків.
В. Михальський [6]	Венчурне фінансування є специфічним різновидом фінансових вкладень у високотехнологічне виробництво, перспектива отримання значних прибутків у якому межує з високим ступенем ризикованості.
Л. Шило [10]	Венчурне фінансування, що являє собою форму прояву венчурного капіталу, відображає нагромадження капіталу в інноваційній сфері, зокрема в економіці знань.

Джерело: адаптовано автором на основі [2; 4-10]

Низка авторів [2; 4] розглядає венчурне фінансування як довго- або середньострокові інвестиції, спрямовані у ризиковані проєкти або сфери. Дані визначення певним чином обмежують уявлення про форму надання представлених інвестицій. Так, на думку Н. Притуляк [5], венчурне фінансування є гібридною формою інвестицій. Схожої позиції дотримується В. Михальський [6], який пропонує розглядати венчурне фінансування як специфічний різновид фінансових вкладень.

Т. Шотік [8] розглядає дефініцію «венчурне фінансування» крізь призму наслідків впливу даного явища на підприємство та в цілому на ринок, не приділяючи уваги іншому практичному аспекту даної категорії «як сучасного різновиду засновництва», на якому сконцентована увага в роботі Л. Михайлової [9]. М. Пашко [7] робить акцент у визначенні на приватному підприємницькому капіталі, який знаходиться в основі венчурного фінансування.

Проведений розгляд наукових точок зору відносно основних сутнісних характеристик категорії «венчурне фінансування» показав, що існують суттєві відмінності у визначеннях, однак можна виділити і спільні риси.

До основних особливостей венчурного фінансування відносяться такі:

- 1) венчурне фінансування розглядається як різновид засновництва;
- 2) підкреслюється ризиковий характер інвестицій;
- 3) часовий чинник інвестицій – виділяється середньостроковий і довгостроковий період інвестування;
- 4) об'єкт інвестування – високотехнологічні компанії невеликого розміру;
- 5) стимулюючий характер фінансування інноваційних процесів;
- 6) інвестори ризикового капіталу прагнуть отримати засновницький дохід, насамперед, а не підприємницький.

Водночас у розглянутих наукових підходах не відзначені переваги венчурного фінансування, які пов'язані з отриманням інвестицій на безоплатній, беззаставній основі, на відміну від банківського кредитування, що робить венчурне фінансування привабливим для суб'єктів підприємництва. Венчурне фінансування не потребує наявності застави, гарантій, позитивної кредитної історії з боку компаній-реципієнтів.

Деякі з виділених характеристик, звужують можливості венчурного фінансування. А саме, орієнтованість на малі фірми. Венчурне фінансування може використовуватися, як джерело інвестицій у середні та великі інфраструктурні об'єкти за умови отримання високої норми прибутку. Залучення ресурсів з метою реалізації інфраструктурних об'єктів можливе на засадах державно-приватного партнерства між венчурними фондами та уповноваженими органами державної влади, що є гіпотезою дисертаційного дослідження.

Таким чином, аналіз поданих у науковій літературі визначень венчурного фінансування дозволив сформулювати таке визначення: венчурне фінансування – це форма довгострокових інвестицій, визначальною метою яких є отримання високої норми прибутку шляхом здійснення матеріальних та інтелектуальних вкладень в ризикові, але перспективні з точки зору капіталізації, проекти.

У визначенні даного поняття необхідно здійснювати акцент саме на прибутковості вкладень у інвестиційні об'єкти, з огляду на звуження потенційних можливостей венчурного фінансування при їх виключній орієнтації на малі високотехнологічні фірми, виходячи з того, що це один з найбільш привабливих і перспективних способів залучення інвестицій на ринку капіталів, що являє собою надійну і дієву альтернативу позиковому фінансуванню. В основі венчурного фінансування знаходиться венчурний капітал, економічна природа та сутність якого досліджується в працях багатьох вітчизняних та закордонних вчених. Венчурне фінансування є економічною формою венчурного капіталу.

Венчурне фінансування, насамперед, орієнтовано на високотехнологічні проекти, оскільки специфіка фінансування таких проектів вимагає розвитку особливих інвестиційних механізмів, які залучають чималі обсяги фінансових ресурсів і оптимізують структуру ризиків.

Поняття венчурних інвестицій і венчурного капіталу не визначається в літературі однозначно. Загалом, термін «венчурний капітал» походить від англійського слова «venture», яке перекладається в відомому словнику В.К. Мюллера, як «ризиковане починання», «спекуляція», «сума, що піддається ризику».

Національна Асоціація Венчурного Капіталу США (The National Venture Capital Association) визначає венчурний капітал як грошові кошти, що надаються професійними інвесторами невеликим компаніям, що знаходяться на початковій стадії розвитку і демонструє значний потенціал зростання. Британська Асоціація Прямих Інвестицій та венчурного Капіталу (The British Private Equity and Venture Capital Association) робить акцент на довгостроковому характері венчурних інвестицій, що надаються в обмін на частку у власності компаній, акції яких не котируються на біржі, але при цьому мають великий

потенціал до зростання.

Таким чином, можна зробити висновок, що венчурний капітал – це, по суті, особливий вид сучасного фінансового капіталу, спрямований на фінансування молодих компаній з великим потенціалом зростання і відрізняється особливо високим ступенем ризику.

Суть венчурного інвестування полягає у вкладенні коштів в обмін на певну частку в компанії з метою отримання доходу від продажу цієї частки через певний інтервал часу. Дохід формується за рахунок збільшення з часом вартості компанії (стартапа). Зазвичай тривалість венчурних вкладень становить 5-10 років, тому що саме такий інтервал часу необхідний для досягнення компанією піку свого зростання. Відповідно, венчурними прийнято називати фонди приватного капіталу, які інвестують у підприємства, що знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку [9].

Венчурне фінансування відрізняється від стандартного, тим, що переважна частина компаній венчурного капіталу є неуспішною, у венчурних проєктів – довгий горизонт інвестицій. Показник ліквідності / неліквідності грає важливу роль. Частку в венчурній компанії можна продати тільки повністю.

До особливостей венчурного фінансування можна віднести такі характеристики: частка в капіталі компанії складає завжди меншу частину, ніж контрольний пакет; інвестування відбувається на ранніх стадіях стартапу; фонд приймає участь в менеджменті (управлінні) проєктом; як тільки продукція виходить на ринок – відбувається продаж частки компанії; диверсифікація (розподіл та балансування) ризиків. Звичайний строк та період венчурних інвестицій – 3-5 років, але іноді термін може сягати 7-8 років. Але, з іншого боку, горизонт інвестицій в стартапи є дуже довгим. Середній вік єдинорогів становить 8-10 років, а деяким приватним компаніям венчурного капіталу вже більше 12-15 років. Слід також відмітити, що активного вторинного ринку не існує.

Особливістю венчурних інвестицій є високий ступінь ризику. Часто венчурні інвестори вкладають гроші в стартапи на рівні ідеї, якщо вона здається їм перспективною, сподіваючись на великий прибуток в майбутньому. За

статистикою, 90% стартапів припиняють своє існування, тому, головним завданням венчурного інвестора є пошук компанії, яка в майбутньому може стати новим Facebook або Amazon.

Динаміка ринку венчурних інвестицій схильна до циклічності, і його високоризикова природа має набагато більш виражений ефект. Однак, існування венчурного бізнесу, що об'єднує фінансові та інтелектуальні ресурси, що містить в собі механізм управління інноваційним ризиком, викликано об'єктивними вимогами розвитку суспільства по створенню і комерціалізації нововведень.

Венчурне інвестування вигідно підприємцю, так як на відміну від банківських установ, венчурні інвестори не вимагають застави або будь-якого іншого забезпечення – вони отримують частку в компанії, і тим самим у них з'являється зацікавленість в тому, щоб капіталізація стартапу росла. При цьому підприємець має можливість вибирати інвестора (який стає і партнером, що бере участь в діяльності компанії) – оскільки засновнику стартапу важливі не лише гроші, але також експертні знання, досвід і зв'язки, які інвестор може привнести в проект.

Виділяють п'ять основних відмінних рис венчурного фінансування. По-перше, поетапність інвестування. Кожен етап називається раундом фінансування. Подібне розділення процесу інвестування на раунди сприяє зниженню ризику. По-друге, безвідсоткове надання фінансових ресурсів. По-третє, готовність інвесторів працювати на зростання компанії. По-четверте, тісна співпраця інвесторів і розробників проекту. По-п'яте, висока ризикованість.

Незважаючи на високоризикованість венчурних інвестицій, вони є одним із найприбутковіших видів вкладень. Так, наприклад, в США за останні двадцять років середня прибутковість таких інвестицій склала 19%. Таким чином, навіть за існуючої статистики, згідно з якою з 100 профінансованих стартапів тільки 10 приносять дохід інвестору, цей виручений дохід без праці покриває всі понесені втрати.

Аналіз досліджень та наукових робіт вітчизняних та зарубіжних дослідників дає змогу виділити низку підходів до визначення венчурного капіталу.

Переважна більшість науковців [4; 10-15] у якості визначальної характеристики фокусує свою увагу на високий рівень прибутковості інвестицій при наявності вагомого ступеню ризику. Також серед науковців панує думка, що венчурний капітал інвестується переважно в новий бізнес, активи якого не котируються на фондовому ринку [16; 27].

«Ресурсний підхід у визначенні венчурного капіталу зводиться до його визначення як форми акумуляції вільних коштів (як власних, так і позикових) задля прямого інвестування» [5; 15; 18-20]. З іншої точки зору, венчурний капітал розглядають як поєднання фінансового та інтелектуального капіталу [13; 14; 21], що відповідає дослідженню цієї категорії з позиції економіки знань як ключового елементу сучасної економічної думки.

«Венчурний капітал також можна визначати як систему соціально-економічних відносин» [10; 18; 20], що є за суттю достатньо близьким визначенням до трактування терміна «капітал» К. Марксом.

Суперечливим питанням є економічна природа венчурного капіталу через рух грошових коштів в процесі венчурного фінансування. З одного боку, існує точка зору, що «фінансовий капітал адекватніше, ніж позиковий відображає природу венчурного капіталу, так як він передав йому свої генетичні характеристики: гнучкість, мобільність, ліквідність різноманітних форм організаційних структур, які легко комбінуються і поглинаються» [22]. Цієї ж позиції дотримуються Н. Редіна, Н. Пікуліна, наголошуючи на тому, що «венчурний капітал об'єднує з фінансовим капіталом загальна формула руху Г–Г', а також загальні джерела їх утворення – позичковий і фіктивний (акціонерний) капітал» [23].

З погляду Е. Валеева, хибним є уявлення про ототожнення венчурного капіталу як з фінансовим капіталом, тому що він провокує розвиток монополістичних тенденцій, так і з фіктивним, бо він «циркулює в економіці у вигляді цінних паперів, сприяючи процесам концентрації та централізації капіталу, розподілу та перерозподілу прибутку, виконуючи певні спекулятивні та страхові функції, що за своєю суттю є чужим для венчурного капіталу» [13].

Л. Шило [10] пропонує розглядати венчурний капітал як частину промислового капіталу з огляду на те, що окрім сфери обігу, венчурний капітал

виконує функцію комерціалізації інвестиційних проектів та інноваційних ідей, тобто він є залученим до виробництва продукції та послуг.» Представлена наукова точка зору дозволяє змістити фокус уваги зі сфери обігу у сферу виробництва, певним чином абстрагуватись від підвищеної ризикованості яка є основною рисою венчурного капіталу, яка притаманна переважно процесам у сфері обігу. Л. Шило розглядає венчурний капітал «як умову виробництва та його результат, як єдність виробництва та обігу, як гроші безпосередньо в їх визначенні капіталу, як процес нагромадження капіталу». На наш погляд, дане судження є справедливим, але до існуючої палітри дослідження економічної природи слід додати, що сутнісні особливості венчурного капіталу кореспондують з елементами інтелектуального капіталу.

З огляду на проведений аналіз, можемо визначити венчурний капітал як найбільш привабливе та альтернативне джерело інвестицій для стійкого економічного та інноваційного розвитку країни з властивим йому розподілом ризику, в поєднанні властивостей як фінансового, так і інтелектуального капіталу і є за своєю економічною природою соціально-економічним явищем (капіталом).

Саме від якості та органічності поєднання інтелектуальних і фінансових ресурсів залежить як комерціалізація нововведень, так і структурні реформи у стратегічних секторах економіки. «Іншим важливим аспектом для з'ясування сутності венчурного капіталу є визначення його функцій, які досліджувались в працях вітчизняних та іноземних науковців» [13; 15; 24; 25; 26]:

1) інвестиційна – венчурні фонди здійснюють інвестиційне забезпечення проектів, надають консалтингову допомогу при виникаючих проблемах та питаннях у фірм-реципієнтів, з одного боку, з метою отримання надприбутку, а з іншого – сприяння зростанню та відповідно капіталізації компаній (бізнесу), в які здійснюються інвестиції;

2) стимулююча – реалізується при умові використання ефективних та інноваційних технологій як у сфері упарвління компанією, так і у сфері виробництва, можливість «знімати вершки» у будь-якій галузі національної економіки;

3) науково-виробнича – венчурні інвестиції як правило спрямовані на впровадження інноваційних технологій на виробництві, збільшення інноваційно-активних підприємств;

4) функція монетизації науково-технічної діяльності передбачає синергію та ефективний результативний взаємозв'язок між суб'єктами трикутника: «наука–венчурні інвестиції–виробництво»;

5) функція суспільного відтворення, що передбачає як зростаючу якість наукоємної продукції, що виробляється та послуг, які надаються, так і неперервність ланцюга: «виробництво–розподіл–обмін–споживання».

На думку Е. Валєєва [13], представлені функції венчурного капіталу мають бути доповнені розподільною та контрольною, з погляду важливості поступального та керованого інноваційного розвитку економічної системи. На наш погляд, інвестиційна функція венчурного капіталу є головною з огляду на те, що він виступає своєрідним каталізатором інноваційної активності підприємств, їх модернізації та пожвавлення конкурентного підприємницького середовища.

Отже, критичний аналіз існуючих наукових підходів до визначення основних характеристик і сутності венчурного фінансування довів звуження його можливостей для розвитку економіки в разі його виключної орієнтованості на малі фірми. Венчурне фінансування може використовуватися, як джерело інвестицій в середні та великі інфраструктурні об'єкти за умови отримання високої норми прибутку. Запропоновано визначити його як форму довгострокових інвестицій, визначальною метою існування якої є отримання високої норми прибутку шляхом здійснення матеріальних та інтелектуальних вкладень у перспективні (з точки зору розвитку та капіталізації об'єкту) проекти.

Венчурний капітал, за визначенням Європейської асоціації прямих приватних інвестицій та венчурного капіталу, – «це кошти професійних учасників ринку, що інвестуються спільно з підприємницькими коштами для фінансування початкових стадій діяльності підприємства або на етапі його розвитку.» Особливості венчурного інвестування порівняно з традиційними видами інвестування представлено в табл. 1.3.

У класичному розумінні венчурне інвестування – досить ризикований бізнес (венчурний англ. venture – ризикований), оскільки учасники такого фонду мають досить широкі можливості діяти на свій страх і ризик. «Такі інвестори прагнуть фінансувати швидкий розвиток бізнесу, якщо менеджмент підприємства є власником контрольного пакета акцій» [22, с. 59].

Венчурне фінансування як одне з альтернативних форм фінансування молодих підприємств має певний перелік недоліків і переваг як для венчурного інвестора, так і підприємства-реципієнта. Як відомо, венчурне фінансування передбачає інвестування коштів саме у малі, середні та новостворені підприємства (стартапи).

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика венчурного та традиційного інвестування

Порівняльні ознаки	Венчурні інвестиції	Традиційні інвестиції
Розподіл ринку	Венчурний інвестор поділяє ризики разом із власниками фірми	Традиційний інвестор має пріоритет в отриманні прибутку та поверненні коштів у разі банкрутства перед власниками
Підприємства – одержувачі інвестицій	Малі, високотехнологічні компанії, що розпочинають бізнес	Компанії, що вже мають достатній розмір капіталу для покриття можливих збитків та успішний досвід роботи на ринку
Критерій вибору підприємства	Потенційна можливість зростання	Висока прибутковість
Функції інвестора	Надання капіталу, консультативної допомоги в управлінні, використання зв'язків інвестора на ринках постачання, фінансів, маркетингу, збуту	Надання капіталу
Надання забезпечення	Без забезпечення	Забезпечення надається
Отримання прибутку	Продаж акцій підприємства після зростання їхньої вартості	Фіксований відсоток на вкладені кошти або від реалізації інвестиційного проекту

Джерело: [32]

Негативною стороною такого фінансування для інвестора є:

- ризик при вкладенні фінансових ресурсів в діяльність венчурних підприємств;
- відсутність впевненості та гарантії в поверненні вкладених коштів та отриманні прибутків, оскільки будь-яка гарантія в даному бізнесі відсутня;
- ризик зменшення попиту підприємства;
- ризик зриву намічених програм [23, с. 64].

Своєю чергою негативною стороною такого фінансування для підприємства-реципієнта є зазвичай часткова відстороненість від управління компанією та розподілу його фінансових потоків.

Водночас ризики венчурного інвестування зумовлені також самою специфікою об'єкта вкладення, оскільки венчурне інвестування передбачає вкладення коштів саме у малі, деколи середні та новостворені підприємства (стартапи), то такі підприємства в більшій мірі характеризуються своєю не публічністю та не широким розголосом на початкових етапах свого розвитку. Саме цей фактор передбачає відсутність акцій таких компаній у вільному доступі або взагалі неакціонерний тип власності. Крім того, про такі підприємства відсутня інформація в частині їх кредитоспроможності та платоспроможності, що не дає можливості інвестору адекватно оцінити реальний рівень ризиків та можливий рівень доходності в майбутньому, а також впевнитись в поверненні вкладених коштів [25].

Однак, поряд із негативною стороною венчурного інвестування є свої переваги:

- можливість венчурного інвестора управляти діяльністю та приймати ключові рішення щодо розвитку підприємства-реципієнта з метою збільшення ринкової вартості такого підприємства;
- створення нових робочих місць на підприємствах, що виступають об'єктом вкладення венчурних капіталістів;
- розвиток інновацій та новітніх технологій [23, с. 65].

Стрімке поширення стартапів як особливої організаційної структури, спрямованої на розроблення і впровадження інноваційного продукту, стає

знаковою тенденцією сучасного бізнесу. Ринок стартапів бурхливо розвивається у всьому світі, зокрема і в Україні. Важливо відзначити, що, в силу специфіки стартапів, Україна в цьому секторі може на рівних конкурувати з розвиненими країнами світу і увійти до когорти провідних гравців. Запорукою цього є значний інтелектуальний потенціал і традиційно високі стандарти вищої технічної освіти в нашій країні.

У теоретичному плані існує нагальна потреба більш ґрунтовного наукового осмислення сутності стартапів.

В табл. 1.4 наведено визначення поняття стартап різними науковцями.

Таблиця 1.4

Підходи науковців до визначення поняття стартапу

Науковець	Визначення поняття
С. Бланк і Б. Дорф	Стартап – це тимчасова структура, яка займається пошуком відновлювальної, прибуткової і масштабованої бізнес-моделі
Е. Ріс	Стартап-компанія – будь-яка новостворена організація, призначена для розроблення нового продукту або послуги в умовах крайньої невизначеності
Д. Пономарьов	Стартап – організаційна форма інноваційної діяльності. Це компанія з короткою історією операційної діяльності, що знаходиться в стадії розвитку чи дослідження перспектив-них ринків
Л. Рейнер	Стартап – це компанія, що зазвичай займається дизайном та впровадженням інноваційних процесів розвитку, валідизації та дослідження ключових ринків
Адміністрація малого бізнеса США	Стартап – це бізнес, що зазвичай є технологічно орієнтованим і має високий потенціал розвитку
П. Грехем	Стартап – це компанія, розрахована на швидке зростання
А. Євсейчев	Стартап – це процес реалізації ідеї за короткі терміни і, як правило, при обмежених ресурсах нетипового проекту, що відрізняється новизною

Джерело: [32]

Як бачимо з табл. 1.4, хоча науковці розходяться у своїх уявленнях щодо сутності стартапу, серед його характерних рис зазвичай відзначають:

– тимчасовість існування: через декілька років успішний стартап

перетворюється на повноцінну компанію, продається чи стає підрозділом іншої компанії;

- орієнтованість на розроблення інноваційного продукту, що задовольняє певні потреби ринку;

- здатність до масштабованості бізнесу і високий потенціал розвитку. Стартапи часто називають «швидким» бізнесом, оскільки середній термін їх створення становить 3-4 місяці, а у випадку високотехнологічного бізнесу – до року. На перших етапах існування вони можуть швидко зростати, незважаючи на обмеженість фінансових, людських та матеріальних ресурсів;

- нестійке становище на ринку і невизначеність існування.

Серед основних елементів успіху стартапу визначимо ключові: сама ідея, команда інноваторів, ресурси та маркетинг.

По-перше – ідея. На думку Ковальової А.Ю., ідея може бути скопійована, покращена та модернізована або унікальна – все це не важливо, головне, щоб ідея була спрямована на реалізацію продукту, який буде задовольняти потреби споживачів і має цінність для них. Проект буде успішним лише тоді, коли розроблений та випущений продукт буде зрозумілим для споживачів і їх кількість буде повністю задовольняти попит, щоб стартап виправдав своє існування і був комерційно вигідним та цікавим.

На нашу думку, саме від рівня ідеї залежить життєздатність стартапу, тобто чим ідея унікальніша, обумовлена потребами практики та реальних споживачів, тим довший життєвий цикл новоствореного продукту, а відповідно і його економічна ефективність та постійний фінансовий потік. Саме з цих причин важливо при створенні команди залучати людей, які здатні генерувати ідеї і які мають бачення реалізації.

По-друге, будь-який стартап – це команда. Команда відповідає за низку обов'язків, в які входить: генерація та покращення ідей, їх реалізація в інноваційний продукт та створення мінімальної версії продукту, розробка стратегії розвитку стартапу, планування, створення екосистеми стартапу та управління командою та проектами, забезпечення необхідними ресурсами тощо. Для успішної реалізації стартапу, необхідне виконання наступних умов:

- наявність: фаундера (та, деколи ключового інвестора) – для

забезпечення проекту необхідними ресурсами, інноваторів (команди проекту) – для генерації ідей та їх реалізації в інноваційний продукт; керівника стартапу (менеджера, який має певний досвід в інноваційній діяльності та володіє практичними навичками в обраній сфері реалізації проекту. На початку створення проекту, менеджерами виступають фаундери. Адже вони найкраще розуміють свою ідею та як вони бачать реалізацію цієї ідеї) – для розробки стратегії розвитку стартапу, планування та ефективного управління всім стартапом;

- поєднання (симбіоз) інтересів власника (інвестора), інноваторів та менеджера (керівника) стартапу та створення балансу між інтересами трьох сторін;

- бачення кінцевого результату проекту, реалізованого продукту та його майбутнього розвитку, перспективи його подальшого розвитку з позиції ефективної віддачі всіма учасниками стартапу.

По-третє, стартап – це своєчасне залучення необхідних ресурсів та їх ефективне використання. При цьому варто зауважити, що на кожному етапі реалізації ідеї, необхідно чітко визначити інвестиційну політику та правила фінансового менеджменту, направлену на максимізацію прибутку та не роздування затратної частини проекту. Головною проблемою зазвичай стають зайво залучені кошти на початку розробки ідеї, які можуть спричинити проблеми в команді, втрату мотивації та їх нестачу в кінці для забезпечення ефективного маркетингу. Тому, перш за все, необхідний чіткий фінансовий план та фінансова модель проекту з різними сценаріями можливого розвитку, а потім необхідне поступове планомірне інвестування кожного етапу інноваційного проекту, з дотриманням фінансового планування.

По-четверте, стартап – це маркетинг новостворених ідей, інновацій, який слід одночасно розглядати: «як концепцію ринкової діяльності підприємства (філософію бізнесу), коли в змінах вбачають джерело доходу; як аналітичний процес, що передбачає виявлення ринкових можливостей інноваційного розвитку; як засіб активного впливу на споживачів та цільовий ринок у цілому, що пов'язаний з виведенням та просуванням інновації на ринок; як функцію інноваційного менеджменту, спрямовану на виявлення можливих напрямків

інноваційної діяльності, їх матеріалізацію і комерціалізацію».

Важливою рисою стартапів, яка поки що залишалась поза увагою дослідників, є високий інтелектуальний потенціал команди засновників. Невипадково за оцінками західних експертів майже 100% вартості всього стартапу базується на його саме інтелектуальній власності. Життя стартапу починається з формування і розвитку ідеї – нового, унікального знання, – на основі якого розробляються інноваційні продукти (часто в галузі ІТ чи новітніх технологій). Ключовим ресурсом для розвитку ідей є інтелектуальний ресурс, саме тому в першу чергу стартапам потрібне не фінансування, а зібрана команда креативних людей. Спочатку проект може стрімко розвиватись без великих фінансових інвестицій та матеріальних ресурсів. Потреба саме у фінансах виникає пізніше, на етапі реалізації ідеї у вигляді інноваційного продукту, коли проекту потрібні кошти для поширення створеного продукту, і тоді починається активний пошук інвесторів.

Отже, враховуючи наведені вище особливості стартапу, пропонується його визначати, як тимчасову організацію з високим інтелектуальним потенціалом, призначену для побудови стійкої масштабованої бізнес-моделі шляхом реалізації ідеї у вигляді інноваційного продукту.

Досліджуючи сутність стартапу, важливо провести його порівняння зі схожими організаційними формами ведення бізнесу, зокрема з підприємствами малого бізнесу. Стартапи і підприємства малого бізнесу мають спільні риси. Зокрема, вони зазвичай створюються підприємцями-початківцями, які не мають достатнього досвіду в керуванні проектами і є невеликими за розміром.

Команда стартапу може складатися на початку з 2–10 осіб, а іноді навіть з однієї людини – фаундера, тоді як середня кількість працівників на малих підприємствах в Україні не перевищує 50 осіб. Стартапи, як і малі підприємства, мають нестійке положення на ринку, працюють в умовах високого ризику та здебільшого потребують зовнішніх інвестицій, щоб стати успішними (навіть, якщо це кошти засновника).

Разом з тим, між цими організаційними структурами існують певні відмінності, що стосуються інноваційності продукції, сфери діяльності, траєкторії успішного розвитку, масштабу діяльності, інфраструктури,

механізмів інвестування тощо (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Порівняння стартапів з підприємствами малого бізнесу

Ознака	Стартап	Підприємство малого бізнесу
Інноваційність	Засновані на реалізації нових ідей	Засновані як на реалізації нових ідей, так і на копіюванні та поширенні вже існуючих ідей
Сфера діяльності	ІТ-продукти, високі технології	Послуги, дистрибуція, виробництво
Траєкторія успішного розвитку	Орієнтуються на короткострокове існування, успіх пов'язується з перетворенням на велику компанію, з продажем, злиттям чи публічним розміщенням акцій	Орієнтуються на довготермінове існування в майже незмінному вигляді, успіх не пов'язується з продажем чи злиттям
Швидкість зростання	Висока	Невисока
Здатність до масштабованості і бізнес-моделі	Висока	Невисока
Вплив на ринок	Значний	Незначний
Інфраструктура	Бізнес-інкубатори, бізнес-акселератори, школи стартапів, технопарки	Бізнес-центри, бізнес-інкубатори, технопарки, лізингові центри, фонди підтримки підприємництва, інвестиційні фонди, інноваційні фонди, інформаційно-консультативні установи та ін.
Джерела інвестування	Власні кошти, бізнес-ангели, венчурні фонди, сід-фонди, краудфандинг	Власні кошти, банківські кредити, бізнес-ангели
Масштаб діяльності	Міжнародний	Переважно локальний чи регіональний

Джерело: адаптовано автором на основі [14-16]

Стартапи відрізняються тим, що виникають задля реалізації нових, креативних ідей у вигляді інноваційного продукту, тоді як малі підприємства в більшій мірі зосереджені на отриманні прибутку, саме тому можуть стати успішними, копіюючи вже відомі бізнес-моделі. Сферою діяльності стартапів

зазвичай є галузі IT чи високих технологій, тоді як для малого бізнесу більш характерними є сфера послуг, дистрибуції чи виробництво.

Успішні стартапи мають короткий термін життя, тоді як успішні малі підприємства можуть існувати роками майже в незмінному вигляді. Продаж стартапу великій компанії чи його поглинання зазвичай є показником успішності стартапу, тоді як для малого бізнесу такий сценарій є вкрай небажаним.

Ці організаційні форми відрізняються і за масштабом діяльності. Малі підприємства діють локально, і їх вплив на ринок досить обмежений, тоді як успішні стартапи в силу масштабованості своєї бізнес-моделі прагнуть вийти на глобальний ринок.

1.2. Методичні аспекти венчурного фінансування за стадіями життєвого циклу стартапів

Механізми фінансування стартапів мають суттєву специфіку у порівнянні з традиційним процесом інвестування. Існують різні способи залучення інвестицій для фінансування стартапів. Основну частину інвестицій, які надають можливість реалізувати стартап, забезпечують здебільшого венчурні інвестиції (фонди) та бізнес-ангели.

Венчурні інвестиційні фонди інвестують кошти у високо ризиковані проекти, здійснюючи інвестиції в реалізацію інноваційних ідей. За своєю суттю венчурний капітал виступає посередником між потенційним інвестором та проектом, яке потребує стартового капіталу чи інвестицій для розвитку [35, с. 11]. Венчурне фінансування здійснюється поетапно, відповідно до стадій життєвого циклу (рис. 1.1, табл. 1.6), причому різні етапи фінансуються різними венчурними інвесторами. Венчурний інвестор не вкладає всі кошти одночасно, а кожен раз виділяє суму, достатню лише для досягнення наступного етапу. Таким чином, при періодичній переоцінці перспектив стартапу інвестор може прийняти рішення про припинення інвестицій, що дисциплінує менеджмент венчурної компанії, виключаючи можливість вкладення коштів в неефективні проекти.

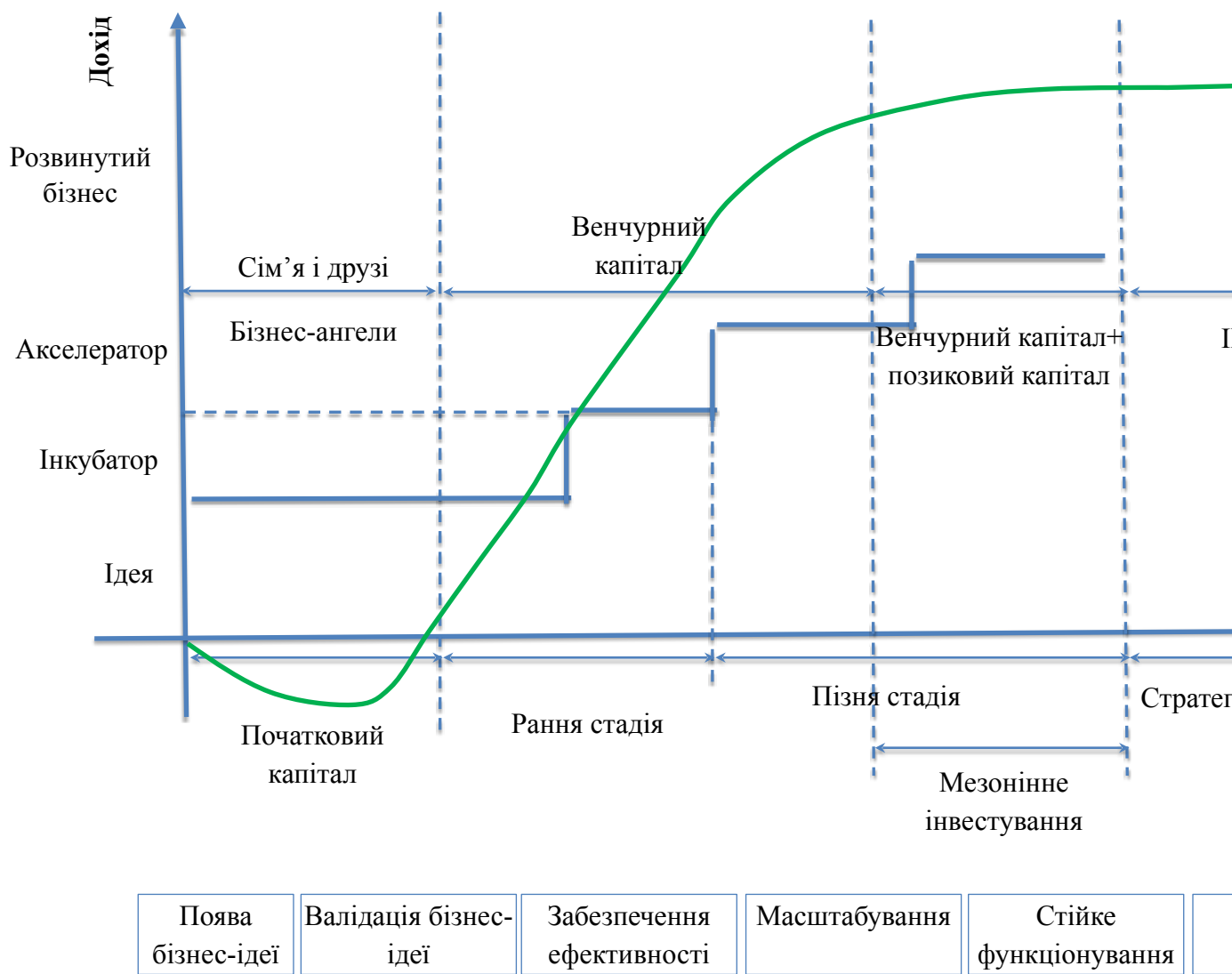


Рис. 1.1. Життєвий цикл стартапу
Джерело: складено автором на основі [18-24]

Таблиця 1.6

Стадії фінансування стартапів

Назва етапу	Характеристика етапу	Підетапи
	Перший етап венчурного фінансування, на якому, як правило, залучаються порівняно невеликі обсяги	Передпосів (pre-seed). Інвестиції призначені для компаній, у яких є підтвердження потенційного інтересу клієнтів, але може поки не бути продукту.

Seed («Посів»)	капіталу, надані для фінансування раннього розвитку нового продукту або послуги.	Посів (seed). Посівні інвестиції залучають команди, які вже мають продукт і перших клієнтів. Після отримання грошей головне завдання команди - масштабувати продажі основного продукту.
		Постпосів (post-seed). Інколи для стартапів, які реалізували посівної раунд, настає пізня посівна стадія (post-seed). Це буває в тих випадках, коли компанії не вистачає часу перевірити основні гіпотези і почати продажі.
A – Start-up	Компанія фактично розпочинає свою діяльність і прагне залучити капітал для розвитку продукту або послуги.	На цьому етапі гроші отримують уже стабільні компанії, які розробили свій продукт і навчилися продавати його кінцевому споживачу. Головне завдання - оптимізувати базу користувачів і масштабувати продукт на інші сегменти ринку і регіони.
B – Early stage (рання стадія розвитку)	Передбачає залучення інвестицій на розвиток і зростання бізнесу.	Відбувається масштабування компанії, збільшується її дохід, вона займає свою нішу на ринку. Найчастіше на цій стадії відбувається перенесення бізнес-моделі компанії на нові ринки.
C – Grow stage (стадія росту)	Активно випускається продукція і поступово нарощується обсяг продаж.	На раунді C компанія нарощує свою частку на ринку і починає отримувати прибуток.
D – Expansion (розширення)	Стартапом досягнуто значних обсягів діяльності	Раунд передбачає підготовку компанії до IPO або продажу стратегічному інвестору.

Джерело: [33, с. 102]

У загальному вигляді процес фінансування відбувається в такій послідовності. На початкових етапах розвитку стартапу зобов'язання щодо фінансування проекту приймають на себе засновники. Стартапи, які дійшли до наступного раунду, починають залучати кошти з джерела, який отримав назву FFF (Family, Friends and Fools). Але обсяги власних та сімейних коштів, які інвестуються в стартапи, здебільшого, є незначними.

Первинну фінансову підтримку на доволі лояльних умовах, порівняно з іншими інвесторами, стартапам можуть надавати і грантові організації. Суть діяльності грантових організацій полягає у наданні фінансової підтримки молодим креативним людям із прогресивними ідеями. Коли профінансовані проекти стають успішними, то така грантова організація збільшує свій репутаційний капітал.

На наступній стадії підприємці-стартапери звертаються за фінансовою підтримкою до бізнес-ангелів і акселераторів.

Як правило, венчурні інвестори рідко вкладаються в стартапи на тому етапі, коли засновники залучають кошти з перерахованих вище джерел. До представників венчура доходить не більше 20% всіх «підопічних» бізнес-ангелів і інкубаторів. Після першого раунду венчурного фінансування зазвичай йде додаткове вливання коштів. Середній «юнікорн» (єдиноріг) «піднімає» 6,5 раундів інвестицій від представників венчурного капіталу. Ті єдинороги, які вийшли на рівень публічної компанії, на різних етапах розвитку бізнесу залучають від 8 до 12 раундів фінансування. Найбільш відомими прикладами на світовому ринку є такі компанії, як Facebook і Uber.

Ті, компанії, які дійшли до цього рівня, показують два можливих варіанти розвитку подій. Це, по-перше, або вихід на IPO (близько 5% від усієї кількості стартапів), або злиття і поглинання (M&A). Такі компанії купуються великими корпораціями або приватними фондами. Не обов'язково, що кожний успішний стартап проходить всі перераховані вище стадії, але для комплексності дослідження розглянемо детальніше характеристики всіх можливих стадій.

«Долина смерті» (Death Valley) – період розвитку венчурної компанії на

початковій стадії існування, коли оцінити ризик інвестицій досить складно, він є високим і залучити кошти венчурних інвесторів дуже важко і потребує значних зусиль. На цьому етапі компанії витрачають кошти на маркетинг, комерціалізацію продукту, але ще не отримують прибутку.

Всі стадії розвитку і фінансування стартапу поділяють на два етапи – так звані «ранню» (early stage) і «пізню» стадії (later stage). Рання стадія охоплює «посівну» і «стартап» стадії розвитку компанії. Фонди венчурного капіталу, що спеціалізуються на інвестуванні ранніх етапів розвитку нових компаній називаються «фондами ранніх стадій» (Early Stage Fund). Ці фонди можуть отримувати переважні права на участь в інвестуванні стартапів, які успішно розвиваються, і на більш пізніх етапах, коли ризики істотно знижуються (в тому числі й на стадії, яка безпосередньо передуює IPO).

Посівна стадія/ посівний раунд є найранішою і найважливішою стадією розвитку венчурних проєктів, які можуть існувати лише на папері або у вигляді лабораторних розробок. Відповідно «посівним капіталом» або «посівним фінансуванням» (Seed Capital / Financing (or Seed Money)) є початковий капітал, внесений на посівній стадії розвитку проєктів. Це фінансування, що надається на дослідження, оцінку і розвиток початкової концепції компанії, перед тим як вона досягне фази «стартап». Кошти, зібрані для початку реалізації венчурного проєкту називають «посівний фонд» (Seed Fund). Фінансування на «посівної» стадії найчастіше здійснюється за рахунок власних коштів ініціаторів проєкту, коштів бізнес-ангелів або коштів, взятих у позику у знайомих. Також «посівний фонд» венчурної компанії можуть наповнювати «посівні» інвестори, «посівні» фонди, державні фонди і гранти.

Посівний раунд може ділитися на два або три етапи – передпосів (pre-seed), посів (seed), постпосів (post-seed). Вони відрізняються сумами, які можна залучити на цих етапах. Інвестиції передпосівного раунду призначені для компаній, у яких є підтвердження потенційного інтересу клієнтів, але може поки не бути продукту. Основними інвесторами на цьому етапі є самі засновники і бізнес-ангели. Ще одним джерелом фінансування на цьому етапі можуть бути різні програми - гранти від держави, міжнародних організацій, конкурси (хакатони). В США середній чек інвестицій на цьому рівні становить

дол. США 250 тис.

Посівні інвестиції залучають команди, які вже мають продукт і перших клієнтів. Після отримання грошей головне завдання команди - масштабувати продажі продукту. На цій стадії ключовими гравцями є бізнес-ангели, посівні фонди і акселератори. У США середній чек на цьому етапі становить від дол. США 500 тис. до дол. США 3 млн. Іноді компанії можуть залучати інвестиції на цьому раунді декілька разів. Це називається серією посіву - *series seed*. Буває, що для стартапів, які підняли посівної раунд, настає пізня посівна стадія (*post-seed*). Це відбувається у тих випадках, коли компанії не вистачає часу перевірити основні гіпотези і отримати потік виручки. Найчастіше на цьому етапі в стартап доінвестують попередні вкладники.

Раунд А або стартап стадія. На цьому етапі гроші отримують вже стабільні компанії, які розробили свій фінальний продукт і навчилися продавати його кінцевому споживачу. Головне завдання стартапу на А-раунді - оптимізувати базу користувачів і масштабувати продукт на інші сегменти ринку і регіони. Саме на цій стадії «в гру вступають» професійні венчурні фонди. У США обсяг інвестицій на цьому раунді становить від дол. США 2 млн до дол. США 15 млн. Венчурна компанія на цій стадії все одно ще не має тривалої ринкової історії або знаходиться на самому ранньому етапі продажів. Фінансування, що надається венчурним компаніям на цьому етапі називається «стартовим капіталом» (*Start-up Capital*). Як показує світовий досвід, стартап проходить шлях від *pre-seed* до *Series A* від 1 до 3 років, в залежності від технологічності інновації.

Пізня стадія розвитку компанії включає етапи залучення додаткового капіталу, необхідного для подальшого розширення обсягів діяльності і містить так звані *раунди зростання B, C, D*. На цих етапах в компанію, якщо вона досягла певних показників розвитку, інвестують великі фонди, готові вкладати значні кошти.

Під час раунду В відбувається масштабування компанії, збільшується її дохід, вона займає свою нішу на ринку. На раунді С компанія нарощує свої частки в бізнесі і починає отримувати прибуток. Саме на цьому раунді компанія стає прибутковою і здатною до самостійного розвитку без підтримки ззовні.

Багато компаній залишаються на цьому етапі і лише деякі доходять до раунду D, який передбачає підготовку компанії до IPO або продажу стратегічному інвесторові.

На етапах зростання, з'являється все більше інформації про кінцевий продукт, ризик вкладень істотно знижується, потенційна прибутковість стартапу стає більш очевидною, кількість бажаючих вкласти кошти в проект збільшується, серед них можуть з'явитися стратегічні інвестори, націлені на отримання контролю над компанією. Рентабельність вкладень тут може знизитися, але все ще є високою.

Публічному продажу акцій передую стадія «проміжного» або «мезонінного» фінансування» (Mezzanine Financing). Мезонінне фінансування представляє різновид позикових коштів, які по суті є комбінацією акціонерного капіталу і забезпеченими (у різному ступені) борговими зобов'язаннями. При використанні мезанінного фінансування частина доходів інвестора відстрочуються або в формі накопичених відсотків та/ або у формі «винагороди цінними паперами». Фонди, які займаються таким видом фінансуванням, відповідно отримали назву мезанінних (Mezzanine Fund).

Етап (стадія) «виходу» (exit) є заключною частиною процесу венчурного інвестування. На цій стадії відбувається продаж належного венчурному інвестору пакета акцій та його вихід з компанії. Існують різні способи виходу інвестора з компанії: прямий продаж; продаж шляхом публічної пропозиції (включаючи IPO); виплата привілейованих акцій/позик; продаж іншому венчурному інвестору або іншій компанії. На цій стадії здійснюється «управління виходом» (Exit Management), тобто вибір венчурним інвестором стратегії свого виходу з інвестиції (з компанії), ліквідації своєї частки в венчурній компанії та отримання максимального доходу.

На стадіях mezzanine і exit технологія вже розроблена і протестована на ринку, а венчурна компанія здійснює свою діяльність вже на релевантно масовому рівні. На цих стадіях є велика ймовірність злиття, приєднання або викупу венчурної компанії одним із стратегічних інвесторів, або більшої компанії, яка зацікавлена в успішній ідеї. Але навіть якщо цього не відбувається, венчурна компанія, як правило, трансформується у публічне (відкрите)

акціонерне товариство, а її статус змінюється з високоризикованої на стабільно працюючу і зростаючу.

Венчурні інвестори поділяються на індивідуальні та інституційні. Індивідуальними джерелами венчурного капіталу виступають бізнес-ангели - забезпечені люди, які бажають вкласти частину своїх заощаджень в ризикове, але, з їх точки зору, перспективне підприємство. Як правило, бізнес-ангелами виступають успішні підприємці, які прагнуть підтримати новачків. Перевага в даному випадку для творців стартапу полягає в тому, що «ангели» допомагають розвитку компанії, використовуючи свій особистий підприємницький досвід і зв'язки. З метою спрощення пошуку «ангелами» стартапів для інвестування, а творцями стартапів – джерел венчурного капіталу, бізнес-ангели об'єднуються в клуби або асоціації, інформація про яких є загальнодоступною.

На відміну від венчурних капіталістів, бізнес-ангели зазвичай вкладають власні гроші. Отже, існує велика ймовірність того, що цілі інвесторів і стартапу будуть в тандемі. Бізнес-ангели можуть інвестувати в компанії від свого імені або від імені своєї компанії. Вони беруть активну участь у розвитку компанії, діляться своїм досвідом і доводять компанію до створення MVP (мінімальної життєздатною версії продукту). У трійку найвідоміших бізнес-ангелів входять: француз Фабріціо Гринда (інвестував в понад 200 стартапів, був серед перших інвесторів Alibaba), американець Пол Букхайд (понад 135 інвестицій в стартапи) і китаєць Вей Го, який інвестував в 129 стартапів.

Одним з основних факторів, що впливають на інвестування капіталу венчурними фондами, є індустрія, в якій працює компанія. Фонди намагаються інвестувати в індустрії, які за прогнозами повинні значно зрости протягом найближчих 5 років. Це забезпечує фонду менший ризик, тому що з ростом індустрії як такої зростання компанії вже само по собі забезпечене. Тому венчурний капітал фондів інвестується не тільки в ІТ-технології, як зазвичай прийнято вважати. Він інвестується туди, де є зростання.

Основну прибутковість на інвестиції венчурні інвестори отримують при здійсненні виходу з капіталу профінансованої компанії. Існують різні варіанти «виходу»:

- продаж акцій венчурного інвестора на фондовій біржі, в разі якщо компанія здійснила IPO;
- продаж частки іншому інвестору, наприклад фонду прямих інвестицій;
- продаж частки стратегічному інвесторові;
- продаж акцій менеджменту компанії (процедура MBO).

Венчурні інвестори ґрунтовно підходять до відбору проектів для фінансування. До прийняття остаточного рішення про фінансування конкретних ідей і розробок проводиться велика підготовча робота, під час якої відбувається аналіз ключової команди стартапу, проводиться оцінка їх компетенцій, особистих якостей, аудит презентованого бізнес-плану, вивчення і прорахунок потенційних ризиків і кроки по мінімізації визначених ризиків.

Венчурне інвестування стало основною необхідністю для стартапів, оскільки є єдиним джерелом, який дозволяє стартапу переходити по різних етапах свого життя. Однак, є певні обмеження, які йдуть рука об руку з його життєздатністю. Венчурне інвестування включає в себе професійно керовані фонди, що пропонують стартапам кошти в якості капіталу. Зазвичай вони виходять, коли відбувається IPO або після придбання (табл. 1.7). Венчурні інвестори іноді змушують стартапи слідувати напрямками, які початкові підприємці, можливо, не хотіли. Більш того, спроба привернути увагу і довіру венчурного капіталу сама по собі є важливим завданням. На відміну від традиційних інвесторів, які можуть стояти осторонь в процесі в принципі, венчурні капіталісти взаємодіють з менеджерами своїх портфелів дуже щільно - в 75% випадків мова йде про те, що кожен тиждень або кілька разів на місяць проводяться тривалі особисті зустрічі з обговоренням всіх значущих нюансів. Причому справа не в звітності або контролі - представники венчурного капіталу допомагають своїм підопічним.

Існує ряд альтернативних варіантів залучення фінансування, які включають або традиційні джерела активів, або потенційні джерела коштів.

Таблиця 1.7

Порівняльна характеристика основних моделей фінансування стартапів

Тип інвестора	Послуги, які інвестор надає стартапу	Умови участі інвестора	
Друзі та сім'я (3F)	Початковий капітал	Визначення вартості стартапу відкладається до моменту залучення професійних оцінювачів	
Бізнес-ангели	Капітал наставництво + підтримка + експертиза	Частка в бізнесі; боргові зобов'язання; меморандум про приватне розміщення	Інвестують особисті кошти напряму
Групи бізнес-ангелів		10-20% частка у капіталі; конвертовані боргові зобов'язання	Об'єднуються для покращення загальної експертизи
Інституціональні інвестори: приватні і публічні фонди, пенсійні, хедж-фонди, фонди взаємних і прямих інвестицій, корпоративні венчурні фонди	Капітал наставництво + підтримка + експертиза	25-40% частка у капіталі; участь у раді директорів	

Джерело: [33, с. 102]

Приватне кредитування. Альтернативою є запозичення грошей в звичайних банках або спеціально розроблених фінансових установах, які фінансують малий та середній бізнес. Однак, ці позики збільшують фінансовий ризик фірми, що обмежує здатність компанії масштабувати або брати на себе операційні ризики. Проте, перевага позик полягає в тому, що вони не розмивають права власності. Основна проблема зовнішнього фінансування стартапів полягає в тому, що існує великий ризик неповернення засобів, що вкладаються в новий бізнес (до ризиків).

Є кілька можливих способів усунення цих обмежень. Конвертовані облігації: конвертовані облігації починаються як звичайні облігації із заданою процентною ставкою. Однак, через деякий час у інвесторів з'являється можливість заманити їх в інструмент розподілу прибутку. У стартапів проблеми з отриманням кредиту через відсутність кредитної історії. Проте, коли вони намагаються залучити гроші за рахунок власного капіталу, вони стикаються з низкою проблем з оцінкою. Це дозволяє стартапам використовувати найкраще з

обох варіантів, даючи кредиторам можливість конвертувати свої борги в капітал через певний час. Це діє, як додаткова гарантія і дешевше, ніж залучення грошей з власного капіталу.

«Нова ера стартапів» у всьому світі почалася з появою платформ, спеціально розроблених для торгівлі еквівалентами акцій стартапів (фондовий ринок стартапів). Ця модель все ще знаходиться на початковій стадії, як видно на фондовій біржі стартапів, проте, в разі розробки це дає стартапам доступ до капіталу.

Таким чином, для стартапів є кілька можливостей, крім венчурного капіталізму, будь то традиційні способи, такі як бутстрапінг, або нові інновації, такі як конвертовані облигації. Зрештою, стартап також може поліпшити своє власне функціонування для отримання коштів, маючи можливість попереднього замовлення продуктів тощо. Кожен аспект стартапа може стати потенційним джерелом фінансування.

Який відсоток в стартапи забирають інвестори? На першому раунді інвестор забирає від 15 до 35% акцій, в середньому – 25% (за даними 2019-2020). І на кожному етапі засновник втрачає ще, але успішно пройдені раунди знижують цю частку. На пізніх стадіях інвестори беруть від 5 до 25%. До моменту виходу на IPO або M&A венчурні інвестори володіють більшою частиною акцій (від 40 до 60%). Якщо компанія стає публічною, то частка участі засновника, як правило, не перевищує 15% – причому мова йде про загальній частці всіх, хто стояв біля витоків бізнесу.

Процес фінансування стає демократичнішим. Упродовж останнього десятиліття перспективи залучення фінансування у нові проєкти з'яляються за допомогою краудфандингу. Краудфандинг має на увазі, що бізнес викладає свою ідею на спеціальну платформу, де різні люди вкладають різні суми в успіх проєкту. Поява і подальше зростання таких краудфандингових платформ, як Kickstarter і Indiegogo, не тільки послужили значному поширенню некомерційних та інших організацій, а й надали засновникам стартапів унікальну можливість реалізовувати свої ідеї і доносити їх безпосередньо до споживачів.

Однак, краудфандинг вельми конкурентоспроможний, і бізнес-ідея

повинна бути повністю сформована і протестована. Краудфандинг служить подвійної мети - як маркетинг, так і фінансування. Платформи краудфандинга є відносно новими. Щоб зробити ці можливості доступними, необхідно підвищити обізнаність людей.

Термін «краудфандинг» утворений з двох англійських слів «crowd» – натовп, і «funding» – фінансування, що в перекладі означає «фінансування натовпом» або «суспільне фінансування». Вважається, що термін краудфандинг з'явився одночасно з терміном краудсорсинг в 2006 році і його автором є Джеффри Хау [39, с. 75]. Тому багато вчених однакові в тому, що краудфандинг є складовою частиною поняття краудсорсингу, під яким розуміють використання не лише грошових ресурсів, а й креативного, творчого та іншого потенціалу широкого кола осіб. Головною відмінністю краудфандингу від краудсорсингу є те, що він не включає спільну творчість (колективні зусилля по створенню проекту), а орієнтований виключно на фінансування цільового проекту [40, с. 132; 41, с. 172]. Вивчення та аналіз наукової літератури свідчить, що на сучасному етапі єдиної думки щодо визначення сутності краудфандингу не існує.

Дослідник Дж. Хау під краудфандингом розуміє колективне співробітництво людей (донорів), які добровільно об'єднують свої гроші або інші ресурси разом, як правило через інтернет, щоб підтримати зусилля інших людей або організацій (реципієнтів) [39, с. 76].

Аналогічної думки щодо визначення краудфандингу дотримуються вчені Ю.М. Петрушенко, О.В. Дудкіна, Л.В. Єлісеєва, Д.Є. Гусєва [41; 42; 43]. Група авторів, С.О. Тульчинська, О.С. Солосіч, М.О. Голуб [44, с. 134], В.Г. Поліщук [45, с. 63] та О.С. Марченко [46, с. 28] розглядають краудфандинг як новітню технологію залучення коштів великої кількості інвесторів. Окрім того, в економічній літературі виокремлюють й інші визначення поняття «краудфандинг».

Так, наприклад: З.О. Тягунова, В.М. Бондаренко [47, с. 26] зазначають, що під краудфандингом варто розуміти інноваційну форму інвестування; О.В. Васильєв, С.С. Матющенко [48, с. 37] – механізм залучення фінансування від широких мас з метою реалізації проекту; Т.В. Щегловська [49, с. 124] – новий спосіб фінансування різного напрямлення проектів та ідей; О.В. Корнух,

Ю.А. Донських [50, с. 37] – засіб залучення коштів за допомогою натовпу; група вітчизняних та зарубіжний авторів визначають краудфандинг як новітній інструмент фінансування стартапів [51; 52] (рис. 1.2).

На основі аналізу поглядів більшості авторів на сутність краудфандингу можна зробити висновок про те, що одні дослідники його сутність розглядають як колективну роботу та співпрацю людей через інтернет, інші – як технологію, або спосіб/засіб, інструмент, механізм фінансування. Однак, у кожному визначенні краудфандингу прослідковується ключова його особливість, яка полягає в тому, що цей інструмент фінансування, використовуючи онлайн ресурси, дозволяє швидко отримати різний об'єм інвестицій від великої кількості людей, які географічно знаходяться по всьому світу для підтримки проекту, зазвичай запропонованого представником малого бізнесу.

Таким чином, виходячи із узагальнення різноманітних поглядів на сутність краудфандингу, можна уточнити визначення цієї категорії. Краудфандинг в першу чергу є інноваційним швидким інструментом, що дозволяє залучати через онлайн ресурси у великої кількості людей кошти для реалізації ідей і проектів будь-якого напрямлення.

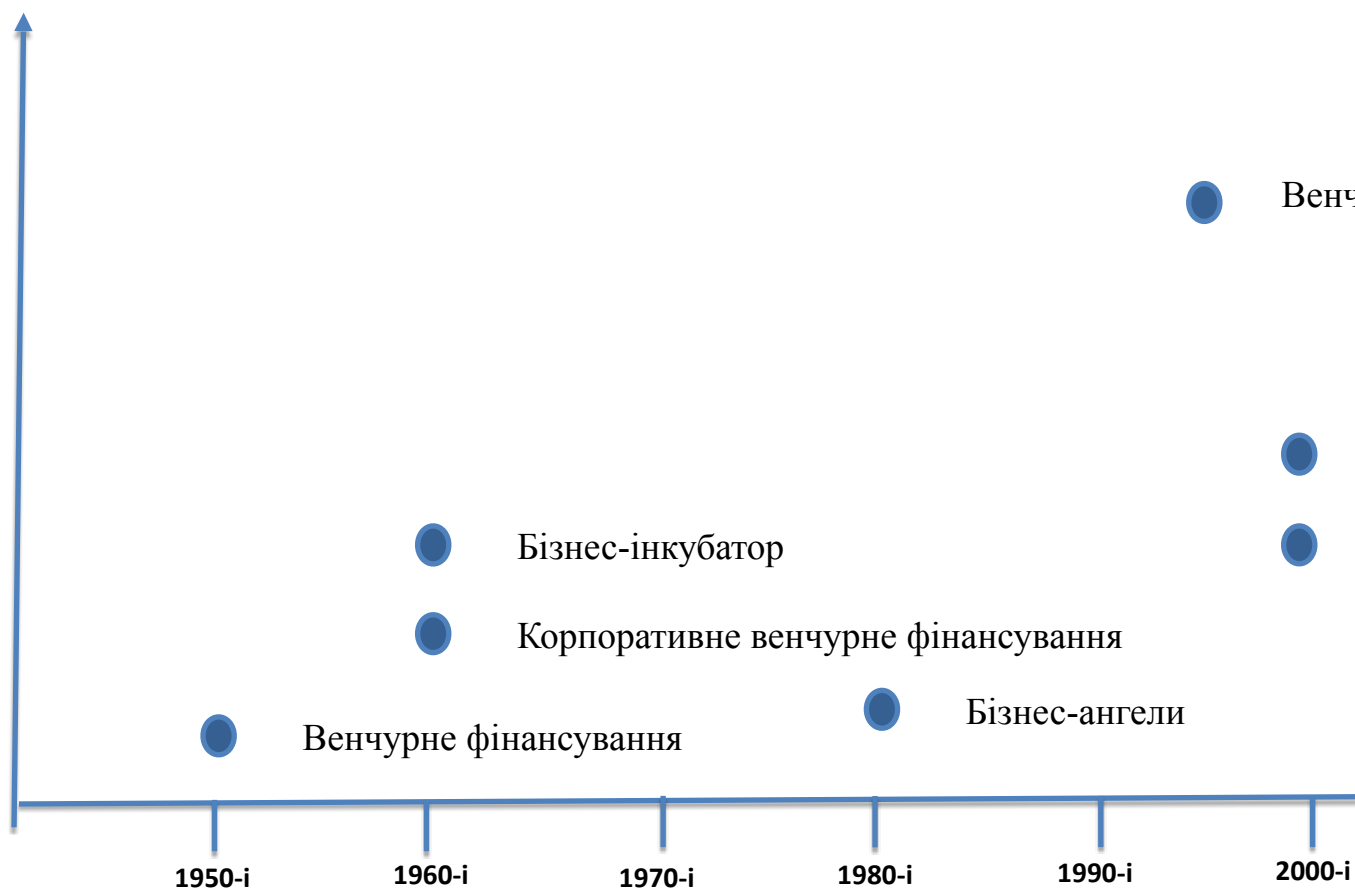


Рис. 1.2. Еволюція інструментарію підтримки венчурного фінансування стартапів

Джерело: складено автором на основі [21-25]

На думку Д. Рінгельман, співвласниця сайту Indiegogo, краудфандинг та венчурне інвестування не є взаємовиключними поняттями. Indiegogo розглядається в якості платформи для традиційних фінансистів, які шукають нових бізнес-ідей. Для венчурних інвесторів, бізнес-ангелів і банків успішний краудфандинг є свідченням того, що на ринку існує попит на даний продукт, що, у свою чергу знижує деякі інвестиційні ризики. Якщо розглядати краудфандинг, як вираз суспільної підтримки, то для засновників стартапів це спосіб протестувати ринок шляхом попереднього продажу своїх товарів або послуг.

Одним з переваг краудфандинга є те, що жоден з «інвесторів» не є акціонером стартапу, таким чином, стартап одночасно і капітал приваблює для «розкрутки» свого проекту, і зберігає цілісність активів своєї компанії. Єдина особливість полягає в тому, що для отримання грошей необхідно надати інвесторам щось конкретне, в той час, як інвестиції бізнес-ангелів та венчурних фондів здійснюються на перспективу, заздалегідь. Тільки потім вже створюється компанія і починаються процеси виробництва і поставки продукції.

Якщо стартапу вдалося залучити кошти через Kickstarter, це не означає, що в більш глобальному масштабі його продукт прийматимуть з таким же успіхом. Kickstarter являє собою майданчик, що об'єднує людей, які оформляють попередні замовлення товарів. Вони тестують те, що їм подобається, першими, ще на ранніх етапах життєвого циклу товару або технології і звичайно не є масовими споживачами. Таким чином, краудфандинг є способом підтримки на першому етапі запуску і доказом для інвесторів, що споживачі зацікавлені продукції проекту, це не варіант фінансування на тривалий термін.

В даний час розвивається інструмент фінансування стартапів у вигляді корпоративного венчурного інвестування. У цьому беруть участь великі компанії, які прагнуть зміцнити свої позиції серед конкурентів.

У США корпоративне венчурне інвестування (CVC) як явище існує вже

більше ста років: першим знаковою подією в цьому сегменті вважаються інвестиції американської хімічної компанії DuPont в автомобільний стартап під назвою General Motors в 1914 році. З тих пір ринок пройшов вже кілька хвиль зростання, останню з яких ми спостерігаємо зараз: згідно з даними CB Insights, з 2014 року кількість угод в форматі CVC зростає більш ніж в два рази, а в грошах сегмент додає більш ніж втричі. Однак, незважаючи на поточну популярність CVC в цілому і корпоративних акселераторів зокрема, з точки зору інтересів самих стартапів, вони зарекомендували себе гірше, ніж класичні венчурні інструменти: є дослідження, згідно з яким участь стартапу в корпоративному акселераторі знижує ймовірність його успіху з 11% до 8%. З огляду на, що 90% стартапів провалюються, це суттєва різниця. Все це поступово призвело до появи нової моделі взаємодії між стартапом і корпорацією - венчурної студії. Хоча венчурні студії можуть дещо відрізнятися один від одного, у них є дві ключові особливості.

Венчурні студії працюють зі стартапами вже на стадії ідеї - проходять із засновником весь шлях від підтвердження цінності гіпотези до працюючого продукту. Якщо завдання акселератора - прокачати якнайбільше проектів в стислі терміни в обмін на невелику частку (в середньому 3-7%), то студії зосереджені на більш тривалій і всебічній підтримці невеликої кількості стартапів, але і їх частка в проекті буде істотно більше.

Зараз однією з найбільших в світі венчурних студій є Rainmaking Venture Studio, частина інкубатора Rainmaking з офісами на чотирьох континентах. У них є кілька відмінних рис, які ви не зустрінете, мабуть, більше ні в одній компанії з цієї сфери. Перш за все, студія не бере гроші за створення стартапу - замість цього вона інвестує в нього власні кошти разом з корпорацією, виступаючи в якості рівноправного партнера. Як пояснює глава студії Джордан Шліпф, такий підхід забезпечує більш ефективне використання коштів, оскільки сторони несуть рівні ризики і розуміють, що від їх залучення залежить успіх всього підприємства.

Друга особливість полягає в тому, що успіх майбутнього стартапу буде багато в чому залежати від неринкових переваг (доступ до клієнтської бази, орендні площі, логістика), які може дати йому корпорація. Саме тому рішення

про запуск стартапа завжди засноване на наявності цих переваг і готовності партнера забезпечити до них доступ.

Аналіз існуючих стартапів показує, що вони не є цілком гомогенною групою і відрізняються між собою за певними ознаками (табл. 1.8).

Таблиця 1.8

Класифікація стартапів

Класифікаційна ознака	Види стартапів
Ступінь новизни продукту стартапу	Стартапи, що розробляють радикально інноваційні креативні продукти чи інкрементально інноваційні (поліпшуючі) продукти
Галузь діяльності	Стартапи в галузі ІТ, робототехніки, електроніки, телекомунікацій, комп'ютерної техніки, енергетики, екології, медицини, біофармацевтики і т. п.
Ключові клієнти	Стартапи, продукт яких орієнтований на фізичних осіб (B2C) чи на юридичних осіб (B2B)
Потреби, на задоволення яких орієнтовані стартапи	Стартапи, орієнтовані на задоволення потреб фізичних осіб, потреб юридичних осіб, технічних потреб на існуючому ринку і технічних потреб на новому ринку
Зв'язок з існуючими компаніями	Незалежні та афілійовані стартапи

Джерело: [23]

Класифікація стартапів дозволяє глибше зрозуміти особливості різних видів стартапів, оцінити їх комерційний потенціал, зробити більш обґрунтований вибір стратегії розвитку, а тому є важливою для подальшого дослідження.

Перш за все, стартапи відрізняються за ступенем радикальності інноваційних продуктів, на розроблення яких вони націлені. Такі ознаки, як новизна, унікальність та значний вплив на ринок притаманні радикальним інноваційним продуктам стартапів, на відміну від інкрементальних (поліпшуючих) продуктів, які стосуються покращень окремих характеристик вже існуючих продуктів.

За наявністю на перших етапах розвитку зв'язку стартапів з компаніями, що вже працюють на ринку, стартапи можна поділити на незалежні та афілійовані. Більшість стартапів можна віднести до незалежних, так як вони створюються і розробляють новий продукт поза межами існуючих компаній

(хоча на подальших етапах розвитку стартапи можуть стати підрозділами тих чи інших компаній). Разом з тим, намагаючись підвищити власний інноваційний потенціал, великі компанії створюють внутрішні організаційні структури, або афілійовані стартапи, діяльність яких спрямована на розробку важливого для компанії інноваційного продукту, але в рамках компанії. Міжнародні гіганти більше зосереджені на створенні «компанії в середині компанії», адже це дозволяє залишити кваліфікованих спеціалістів в середині компанії і надати їм достатньо ресурсів для розвитку в рамках компанії, а не виходячи на «ринок».

Таким чином, можна стверджувати, що ефективний стартап – це зовсім реалізований проект на першому місці, а в першу чергу, зпрацьована команда, яка створює продукт, що задовольняє попит споживачів і яка здатна навчатися на своїх помилках і не зупинятися на шляху розробки свого проекту. Найважливіший принцип стартапу вказує на те, що провал – це досвід, який допоможе зробити ідеальний продукт, для достатньо великої аудиторії споживачів, щоб бути комерційно вигідним.

До інфраструктури підтримки підприємництва (малого і середнього) відносять бізнес-центри, бізнес-інкубатори, технопарки, лізингові центри небанківські фінансово-кредитні установи, фонди підтримки підприємництва, інвестиційні фонди і компанії, інноваційні фонди і компанії, інформаційно-консультативні установи, громадські об'єднання суб'єктів підприємництва та координаційні ради з питань підприємництва. Деякі з цих утворень (наприклад, бізнес-інкубатори і технопарки) можуть використовуватися для підтримки стартапів, водночас є специфічні для стартапів інфраструктури – це бізнес-акселератори та школи стартапів. Вони спрямовані на життєзабезпечення стартап-проектів на початкових етапах їх існування, включаючи надання робочого місця, іноді початкових інвестицій, технічної експертизи, послуг з коучингу, менторства і можливість долучитися до екосистеми – згуртованого співтовариства, об'єднаного спільними інтересами, що дає перспективи для співпраці, створення спільних проектів людьми з різних команд і в цілому сприятливо діє на розвиток стартапів.

1.3. Систематизація ризиків та методи оцінювання стартапів у процесі венчурного фінансування

Для практичної роботи у галузі венчурного інвестування сьогодні наріла гостра необхідність систематизації ризиків, притаманних інноваційній діяльності та формування ефективної системи їх мінімізації. Кожен венчурний проект супроводжують різноманітні види ризиків, які стосуються всіх сторін його діяльності та виникають на всіх етапах його реалізації. Узагальнюючим показником усіх видів ризику в умовах ринкової економіки є фінансовий ризик підприємця та інвесторів, які вклали кошти в його проект. Він визначає можливі збитки у випадку невдалого (незалежно від конкретної причини) завершення запланованого венчурного проекту. Чим вищим є фінансовий ризик, тим важче підприємцю отримати необхідні для реалізації проекту кошти, і тим вищою є вартість залучених фінансових ресурсів [22, с. 64].

Ризики для венчурного інвестора у процесі реалізації стартапу можна розподілити на 2 групи (рис. 1.3).

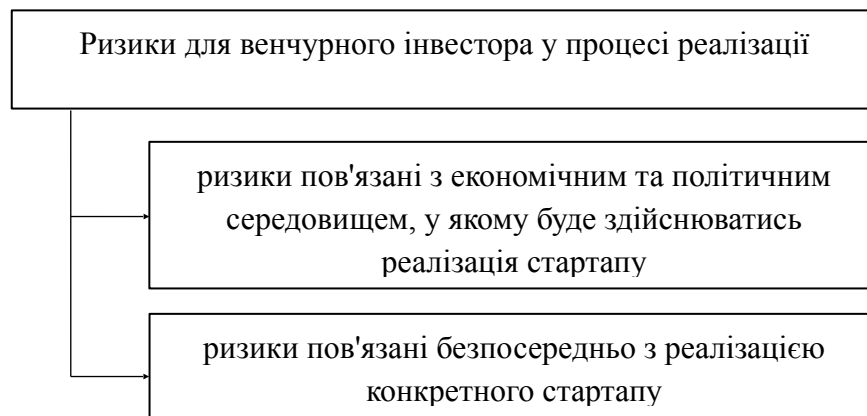


Рис. 1.3. Ризики для венчурного інвестора у процесі реалізації стартапу

Джерело: адаптовано автором на основі [28]

Перша група ризиків пов'язана з економічним та політичним середовищем, у якому буде здійснюватись реалізація проекту. Серед них варто виділити:

- Групу ризиків, пов'язаних зі зміною економічної кон'юнктури, зокрема:
 - ✓ ризик настання кризових явищ у економіці;

- ✓ інфляційний ризик;
- ✓ ризик коливань валютних курсів.
- Групу ризиків, пов'язаних зі зміною економічного законодавства в державі, зокрема:
 - ✓ ризик збільшення податкового тягаря;
 - ✓ ризик встановлення обмежень та бар'єрів на певні види діяльності (ліцензування, обов'язкова сертифікація продукції, встановлення граничних цін тощо).
- Групу ризиків, пов'язаних зі зміною політичної ситуації в державі, зокрема:
 - ✓ ризик перерозподілу власності;
 - ✓ ризик активізації страйкових рухів;
 - ✓ ризик настання військових дій, введення надзвичайного стану тощо.
- Групу ризиків природно-техногенного характеру, таких як стихійні лиха, катастрофи.

У випадку, якщо інвестиційний проект реалізується на території іншої країни або тісно пов'язаний з міжнародними контрагентами слід враховувати також групу зовнішньоекономічних ризиків, як, наприклад, введення обмежень на міжнародну торгівлю [22, с. 65].

Таким чином, загальний ризик при реалізації міжнародного інвестиційного проекту буде сумою ризиків, притаманних усім країнам з якими він пов'язаний та ризиком ведення міжнародної економічної діяльності. Підвищена ризикованість міжнародного інвестиційного проекту повинна компенсуватись його підвищеною сподіваною прибутковістю.

Друга група ризиків пов'язана безпосередньо з реалізацією конкретного інвестиційного проекту. Для їх розгляду доцільно поділити реалізацію венчурного проекту на 3 етапи:

- Етап 1. Зародження венчурного проекту.
- Етап 2. Розвиток венчурного проекту.
- Етап 3. Вихід інвестора з проекту.

Ризики першого етапу викликані помилками, допущеним під час початкового планування інвестиційного проекту, які виявляються здебільшого у

процесі його реалізації.

До таких ризиків можна віднести:

Ризик невірної вибору інвестиційного проекту. Венчурне інвестування передбачає вкладення коштів у інноваційні проекти, хоча попередньо неможливо достовірно передбачити комерційний успіх будь-якої інновації. Часто інновація з вдалим споживчими характеристиками є неможливою до виробництва в реальних умовах або не знаходить свого місця на ринку.

Ризик помилок при прогностичному плануванні фінансового результату проекту. При фінансовому плануванні проекту можлива недооцінка від'ємних чи переоцінка додатних майбутніх грошових потоків. Зокрема, автори інноваційного проекту при написанні бізнес-плану можуть вводити в оману інвестора з метою одержання фінансування для проекту.

Ризик вибору невірної стратегії фінансування проекту. При фінансовому плануванні може бути неточно оцінена потреба у розмірі інвестицій, необхідних для успішної реалізації проекту. Завищена потреба в інвестиціях зменшує прибутки інвестора, занижена – може призвести до подальшого краху проекту.

Ризик невірно обраної форми реалізації інвестиційного проекту. Навіть проект з якісно обрахованим та перевіреном фінансовим планом може бути невдалим через вибір невірної механізми його провадження. При плануванні нового підприємства важливо обрати:

- організаційно-правову форму, яка дозволить збалансувати інтереси інвестора та ініціатора;
- систему оподаткування, на якій буде перебувати підприємство;
- систему ефективного управління матеріальними та людськими ресурсами на підприємстві;
- ефективно діючу схему постачання, виробництва та збуту;
- точну та прозору систему обліку та контролю.

На етапі розвитку інвестиційний проект є особливо чутливим до різного роду ризиків. Серед них основними є:

Ризик неефективного управління проектом. Зазвичай венчурний інвестор особисто не бере участі в поточному управлінні підприємством; управлінські функції покладаються на ініціатора проекту або спеціально найнятих

працівників. Саме від команди менеджменту проекту в найбільшій мірі залежить його кінцевий успіх. Тому при оцінці перспектив інноваційного проекту інвестор керується, у першу чергу, не технічними параметрами запропонованої інновації, а особистими якостями людей, які втілюватимуть її в життя [22, с. 67].

Ризики конкурентного середовища. Однією з основних складових успіху інноваційного проекту є відсутність конкуренції на початкових етапах його реалізації. Це досягається, в першу чергу, завдяки патентуванню інновації, а також через неспроможність ринкового середовища швидко освоїти новий вид діяльності. Однак, деяким інноваційним проектам доводиться зароджуватись в умовах жорсткої конкуренції, що значно послаблює їх шанси на успіх. Конкурентне середовище на ранніх етапах реалізації венчурних проектів може бути спричинене як легальною появою товарів-замінників інновації, так і недобросовісними діями, пов'язаними з порушенням авторських прав на інновацію.

Ризики конкурентного середовища під час реалізації венчурного проекту можуть бути підсилені додатковими факторами, серед яких виділимо:

- витік конфіденційної інформації з підприємства як з вини працівників, так і методами промислового шпигунства, використаними конкурентами;
- уповільнене впровадження інноваційного продукту на ринок у порівнянні з конкурентами;
- недосконала маркетингова політика підприємства, яка спричиняє неправильний вибір ринків збуту, отримання неповної або недостовірної інформації про дії конкурентів тощо;
- використання конкурентами методів недобросовісної конкуренції;
- недієва політика держави в сфері захисту від недобросовісної конкуренції та захисту інтелектуальної власності.

Маркетингові ризики. Маркетингові ризики пов'язані з постачанням ресурсів, необхідних для діяльності інноваційного підприємства та збутом його продукції.

Маркетингові ризики постачання, перш за все, зумовлені технічними особливостями інноваційного проекту. В деяких випадках для його реалізації

необхідне унікальне обладнання або високоякісні комплектуючі та матеріали, які потребують окремої розробки. Тому часто перед інноваційним підприємством постає проблема пошуку постачальників, котрі здатні розробити унікальні ресурси. Окрім цього, може виявитись, що постачальники, визначені при плануванні інвестиційного проекту, відмовляться від своїх обов'язків, відтак підприємство не зможе придбати обладнання, сировину, матеріали за цінами, які закладені у фінансовому плані.

Маркетингові ризики збуту інноваційного проекту включають такі види:

- ризик недостатньої сегментації ринку, котрий найчастіше виникає при розробці і впровадженні нових товарів і послуг, що характеризуються високою якістю та високою ціною, в результаті чого споживачі не спроможні їх придбати, а це, у свою чергу, впливає на обсяги реалізації продукції;
- ризик помилок при виборі цільового сегменту ринку, що виникає, коли попит на інновацію в обраному сегменті виявляється нестабільним або в обраному сегменті потреба в інноваціях не сформувалася або повністю задовольняється продукцією конкурентів тощо;
- ризик помилкової стратегії продажу продукту через невдалу організацію дистрибуційної мережі і системи просування інновації до споживача;
- ризик проведення неефективної рекламної кампанії інноваційного продукту.

Технологічні ризики. Основою будь-якого венчурного проекту є інновація, яка при ефективній реалізації робить проект успішним. Технологічні ризики є особливо небезпечними для проекту оскільки носять здебільшого об'єктивний характер і можуть завдати катастрофічних збитків, а часто й унеможливити його подальший розвиток.

Основними технологічними ризиками є:

- ризик невідповідності технічного рівня виробництва технічному рівню інновації (неспроможність виготовляти продукцію очікуваної якості в очікуваних масштабах з використанням наявних людських та матеріальних ресурсів). Цей ризик спричиняє згорання проекту, при цьому фінансово успішний вихід інвестора з такого проекту практично завжди є неможливим

через низьку ліквідаційну вартість технологічно неспроможного підприємства;

- ризик настання технологічних аварій на підприємстві, які здатні тимчасово паралізувати його роботу, спричинити значні матеріальні втрати, а інколи – людські жертви.

Екологічні ризики. На жаль, під час планування венчурного проекту часто не приділяється достатня увага його потенційному впливу на навколишнє природне середовище. Навіть у розвинених країнах світу екологічна сторона інноваційного проекту виявляється вже на стадії його реалізації. В той же час недостатня екологічність проекту завдає шкоди не тільки самому підприємству, але й суспільству в цілому.

Екологічними ризиками є:

- ризик нанесення шкоди навколишньому природному середовищу, завдану виробничим циклом підприємства. В окремих випадках це може спричинити примусове закриття підприємства;

- ризик негативних екологічних наслідків споживання інноваційного продукту (проблема особливо загострюється через труднощі утилізації сучасних матеріалів). Також реалізація інноваційного проекту пов'язана з іншими ризиками, характерними для усіх господарюючих суб'єктів (невиконання договірних зобов'язань контрагентами, кадрові ризики, ризики завдання збитків контрагентам та третім особам тощо).

Третій етап реалізації венчурного проекту – вихід з нього інвестора, є особливо відповідальним, адже від його результатів залежить кінцева сума прибутку або збитку інвестора. Помилки, здійснені під час продажу своєї частки у венчурному проекті, можуть перекреслити для інвестора всі попередні здобутки проекту. Для цього етапу характерними є такі ризики:

Ризик невчасного виходу з проекту. Венчурний інвестор зацікавлений вийти з проекту у період найбільшої його капіталізації, щоб отримати високий дохід від інвестицій. Проте, на практиці вихід інвестора з проекту може відбутись занадто рано, коли акціонерний капітал ще є недооцінений або занадто пізно, коли вартість активів вже почала падати.

Ризик недружніх дій з боку партнерів. Зазвичай власниками венчурного

підприємства є як мінімум 2 особи – ініціатор проекту і інвестор. Під час реалізації проекту можливим є виникнення конфлікту інтересів між співвласниками. Відтак, при виході інвестора з проекту партнери можуть намагатись зменшити розмір його частки або перевести частину активів проекту на баланс іншого підприємства.

Здійснення процесу фінансування венчурних інвестиційних проектів відбувається нерівномірно на різних етапах його реалізації та у різних часових періодах у відповідності зі стадіями інноваційного циклу, при цьому перехід від однієї стадії до іншої, більш розвиненої, протікає стрибкоподібно (з моменту ухвалення рішення про необхідність подальшого фінансування проекту). Тому венчурні проекти передбачають дискретне здійснення витрат і одержання доходів інвестором, тобто дискретні грошові потоки в певні інтервали часу (принцип дискретності фінансування). Крім того, високі ризики та динамічність економічного середовища вимагають створення системи постійного контролю і супроводу венчурного проекту інвестором, оцінки його ризиків, ефективності реалізації, потреб у фінансуванні на кожній стадії.

Мінімізація фінансових ризиків пов'язана з високим ступенем невизначеності фінансування венчурних наукомістких розробок в умовах значного потенційного резерву одержання прибутку (середньогалузева дохідність венчурної індустрії складає 30% річних, а дохідність венчурних фондів – 50-70% річних).

Практика свідчить, що для венчурного фінансування характерне співвідношення 3:3:3:1, коли (незважаючи на ретельний відбір) з кожних 10 проінвестованих проектів приблизно 3 закінчуються повною невдачею, 3 дають помірний прибуток, 3 – високодохідні і лише 1 є дійсно «супердохідним», заради якого, власне кажучи, й існує венчурний бізнес. Саме завдяки таким успішно реалізованим проектам забезпечується у середньому висока норма прибутку інвесторів, що у значній мірі покриває витрати, пов'язані з невдачами інвестування.

Процес мінімізації фінансових ризиків здійснюється на трьох рівнях:

- у процесі вибору організаційних форм ризикових капіталовкладень (диверсифікація інвестиційного портфеля, спільне фінансування, створення

спільних венчурних фондів і фінансових партнерств з обмеженою відповідальністю, формування інституту професійних керуючих);

- у процесі відбору підприємницьких проектів для венчурного фінансування (створення спеціалізованих баз даних та інформаційних служб; визначення критеріїв оцінки проектів на основі контент-аналізу бізнес-плану, процесів і строків ухвалення рішень; узгодження взаємоприйнятних умов; існування у нововведення ринкової ніші з високим потенціалом росту);
- у процесі поділу фінансових потоків за етапами венчурного фінансування інноваційних проектів: достартове (seed) і стартове (start-up) фінансування, початкове (early expansion) і швидке (rapid growth) розширення, досягнення ліквідності (liquidity stage).

Метод підсумовування факторів ризику пропонує більш широкий підхід до оцінки компанії, класифікуючи ризики за 12 категоріями:

- управлінські ризики;
- ризики на різних стадіях розвитку бізнесу;
- політичні ризики, пов'язані з законодавством;
- виробничі ризики;
- ризики, пов'язані з продажами і маркетингом;
- ризики, пов'язані з фінансуванням / залученням капіталу;
- конкурентні ризики;
- технологічні ризики;
- судові ризики;
- міжнародні ризики;
- репутаційні ризики;
- ризики, пов'язані з потенційно прибутковим виходом з стартапа.

Основна частина ризикових капіталовкладень (приблизно 2/3) припадає на перші три етапи венчурного фінансування і вони пов'язані з найбільшим ризиком, проте також приносять найвищу норму прибутку у випадку успішної реалізації. Тривалість повного циклу ризикових капіталовкладень в одну фірму перебуває у досить широких межах: відомі приклади, коли з моменту зародження фірми до її реєстрації на біржі минало менше 3 років. Однак, у

більшості випадків це займає 5–10 років, а отже неодмінною умовою ризикових капіталовкладень є надання фінансових коштів без виплати відсотків і погашення боргу протягом досить тривалого періоду часу [18].

На основі вищенаведеного можна зробити висновок, що у процесі реалізації інноваційного проекту венчурний інвестор стикається з великою кількістю ризиків, котрі загрожують фінансовій безпеці вкладень. Через це для кожного інвестора критично важливим є використання на практиці інструментарію ризик-менеджменту.

Аналіз використання «оцінок ефективності» надає можливість (на основі переваг та недоліків існуючих методів оцінки) визначати життєстійкість венчурних компаній-стартапів, використовувати оптимальні інструменти фінансування венчурних інвестиційних проектів. Сучасна світова практика свідчить, що постадійне фінансування венчурних проектів протягом усього інноваційного циклу є найбільш адекватним підходом, воно здійснюється не одноразово, а у вигляді траншів по стадіях («раундах») розвитку інноваційного проекту (тобто фінансування носить дробовий, переривчастий, стрибкоподібний характер і має властивість дискретності).

Венчурне інвестування і прийняття інвестиційних рішень залежить від обґрунтованості прогнозів швидкого зростання компанії, основою яких є ретельний аналіз ринку і попиту на продукт або послугу. Хоча при аналізі венчурного проекту загальна оцінка частки інвестора в компанії визначається домовленістю між інвестором і підприємцем, важливим є розрахунок співвідношення між вартістю компанії і обсягом запланованих інвестицій.

Оцінювання вартості стартапу та підбір релевантних фінансових метрик є важливим методичним аспектом у процесі просування бізнес-ідеї. Процес оцінки зрілих компаній досить простий, хоча й трохи суб'єктивний. При визначенні вартості компанії інвестори спираються на такі показники, як ринкова капіталізація і мультиплікатор продажів. Оцінка вартості стартапів на ранній стадії відбувається зовсім по-іншому. При відсутності багаторічної фінансової історії для аналізу стартапи та їх інвестори (ангели і венчурні фонди) змушені вдаватися до більш творчих способів оцінки. У двох словах процес зводиться до кількісної оцінки базового фінансового критерію:

«співвідношення ризику і прибутковості». У стартап-термінології – це співвідношення показників «зчеплення з ринком» і «обсягу ринку».

На ранніх етапах багато венчурні інвестори не застосовують фінансових метрик взагалі, вибираючи проекти інтуїтивно. Однак, на наступних раундах до допомоги традиційних фінансових інструментів вдаються всі інвестори з урахуванням від специфіки проекту (табл. 1.9).

В умовах, коли визначення частки інвестора здійснюється на основі розрахунків, забезпечення їх якості здійснюється за допомогою як складної фінансової моделі із застосуванням методів дисконтованого грошового потоку (discounted cash flows – DCF) і реального опціону (real options valuation – ROV), так і спрощеної методології «швидкої оцінки» для отримання попередніх орієнтирів вартості частки інвестора у проекті [18].

Таблиця 1.9

Параметри оцінювання стартапу упродовж його життєвого циклу

Виручка/ Прибуток	Початкова фаза або проект компанії	Швидка експансія	Швидке зростання	Зріле зростання	Спад
Виручка/ Поточні операції	Виручка відсутня або знаходиться на низькому рівні; від'ємний прибуток	Виручка зростає, прибуток все ще низький або від'ємний	Виручка швидко зростає, прибуток теж зростає	Зростання виручки уповільнюється, прибуток все ще зростає	Виручка та операційний дохід зменшуються
Операційна історія	Відсутня	Дуже обмежена	Певна операційна історія	Операційна історія може бути використана при оцінці	Значна операційна історія
Співставні компанії	Відсутні	Наявна певна їх кількість, проте вони знаходяться на тій же стадії циклу	Велика кількість співставних фірм, що знаходяться на різних стадіях	Велика кількість співставних фірм, що знаходяться на різних стадіях	Кількість співставних фірм скорочується, з них більшість - зрілі

Джерело вартості	Виключно майбутнє зростання	В основному майбутнє зростання	Частково існуючі активи; зростання все ще домінує	У більшому ступені існуючі активи, ніж зростання	Виключно існуючі активи
------------------	-----------------------------	--------------------------------	---	--	-------------------------

Джерело: [29]

Розрахунок останньої базується на двох базових величинах: $Value_{premoney}$ – вартість проекту без урахування майбутніх надходжень від інвестицій) і $Value_{postmoney}$ – вартість проекту з урахуванням отримання інвестицій у майбутньому. На базі цих величин частка інвестора ($InvestorShare$) визначається, як співвідношення $Value_{investment} / Value_{postmoney}$.

Метод венчурного капіталу (адаптація DCF-методу для розрахунку прибутковості стартапу) базується на припущенні, що весь прибуток інвестор одержує на «виході», тоді як проміжні дивіденди реінвестуються в розвиток компанії [18]. Визначення вартості компанії «венчурним» методом здійснюється наступним чином: спочатку прогнозується вартість компанії на «виході», а потім ця вартість дисконтується по спеціальній «венчурній» ставці (60% і вище), що враховує високий ступінь ризику. При цьому, якщо «вихід» інвестора відбувається через T років після початку інвестування, а $ExitValue$ – вартість компанії на «виході», то розрахунок має наступний вигляд:

(1.1)

$$V_{venture}^{postmoney} = \frac{ExitValue}{(1+r_{venture})^T}$$

Вартість

визначається простим вирахуванням з неї величини

$V_{venture}^{postmoney}$

інвестицій $Value_{investment}$.

$$- Value_{investment} \quad (1.2)$$

$$V_{venture}^{postmoney} = \frac{ExitValue}{(1+r_{venture})^T}$$

При цьому існує припущення – здійснюється лише один інвестиційний «раунд» (інвестиція початкового періоду), не враховується процес дисконтування; компанія на «виході» не має боргів.

«Венчурний» метод застосовується також за умови, коли, по-перше, зрозуміло кому, коли і яким чином буде продана частка інвестора у проєкті; по-друге, існує чітка оцінка прибутку компанії на «виході» (це важливо для першокласних венчурних інвесторів та «бізнес-ангелів») [18].

Головна слабкість традиційного методу кількісного аналізу довгострокового венчурного інвестування на основі DCF-методу, визначення чистої поточної вартості проєкту (net present value – NPV) і внутрішньої ставки

прибутковості (internal rate of return – IRR) – недостатнє корегування його із невизначеністю майбутнього.

Крім того, по-перше, неякісні прогностні припущення, що лежать в основі методу, відсутність аналізу альтернативних стратегій при аналізі NPV і DCF можуть не тільки знижувати якість фінансового планування, але й бути потенційно небезпечними. Аналіз NPV для цілей аналізу вартості стартапу є досить негнучким методом, у зв'язку з тим, що поточна вартість як надходження, так і відтоку коштів, є статичною.

По-друге, метод не враховує, що протягом реалізації проекту інвестор бере активну участь в управлінні портфельною компанією, оперативно реагуючи на негативні зміни та мінімізуючи її втрати (при цьому метод NPV-аналізу не враховує можливість інвестора впливати на хід фінансування проекту, що володіє певною вартістю, а також цінність стратегічних перспектив).

По-третє, зазвичай в якості ставки дисконтування застосовується середньозважена вартість капіталу (WACC), яка може бути скоригована з урахуванням венчурного ризику, однак використання єдиної ставки дисконтування протягом усього життєвого циклу проекту в умовах недосконалого фінансового ринку не зовсім правомірно. Справа в тому, що специфіка інноваційного циклу розвитку венчурного бізнесу при переході його на наступну стадію пов'язана зі змінами ризиків, а отже, повинна коректуватися й ставка дисконту [18].

Метод мультиплікаторів (або порівняльних оцінок) використовується для визначення вартості венчурної компанії на «виході» (ExitValue) на основі прогностних значень її операційних показників та порівняння з аналогічними компаніями (за галуззю, розмірами, темпами зростання, за рівнем ризиків).

Основними мультиплікаторами, які використовуються для аналізу та оцінки вартості, є (табл. 1.10):

Таблиця 1.10

Мультиплікатори, що застосовуються для оцінювання стартапів за стадіями життєвого циклу стартапу

№ з/п	Мультиплікатор	Характеристика	Методичний коментар
1	P/S	відношення капіталізації компанії до обсягу продажів (Price/Sales)	Використання коефіцієнта P/S дозволяє формалізувати ринкову оцінку стартапів, які ще не мають прибутку, але вже здійснюють продажі
2	P/E	відношення капіталізації компанії до прибутку (Price/Earnings)	
3	EV/EBITDA	відношення вартості компанії (Enterprise Value) до показника прибутку до сплати відсотків, податків та норми амортизації	
4	$\text{Value}_{\text{investment}} \times \text{Growth (T)} / \text{ExitValue}$	співвідношення обсягу інвестицій і майбутньої вартості компанії, де Growth (T) – очікуване зростання інвестицій за T років (величина визначається інвестором)	Якщо в якості ExitValue обирається значення будь-якого операційного показника компанії на кінець прогнозного періоду з відповідним мультиплікатором вартості компанії, то такий метод називається методом «хокейної ключки»: $\text{Value}_{\text{investment}} \times \text{Growth (T)} / \text{Earnings (T)} \times (\text{P/E}),$ де Earnings (T) – показник прибутковості компанії через T років [13].

Джерело: адаптовано автором на основі [22-25]

Сьогодні фінансистами та спеціалістами у сфері венчурного фінансування широко застосовуються методи сценарного аналізу і аналізу «дерева рішень» (decision tree analysis – DTA) із погляду логіки та послідовності проходження венчурного проекту за стадіями життєвого інноваційного циклу. Застосування експертами сценарного аналізу, як додаткового методу (інструменту) в умовах обмеженості оцінки проекту, за допомогою NPV-аналізу дозволяє враховувати більше варіантів розвитку подій. Однак, хоча він більш гнучкий, недоліком залишається статичність на рівні кожного зі сценаріїв (песимістичного, реалістичного та оптимістичного), тобто при розпізнаванні існуючої невизначеності не враховується цінність гнучкості, закладеної у саму ситуацію [18].

Метод DTA заснований на побудові послідовності прийняття рішень і умов їх реалізації з врахуванням:

- ✓ їх імовірності;
- ✓ можливостей гнучкого управління проектом (адже його фінансування може бути припинене на будь-якій стадії);
- ✓ «поведінку» NPV за різних версій кінцевої стадії проекту;
- ✓ вибору інвестором стратегії фінансування, що забезпечує найвищу чисту поточну вартість можливих результатів проекту. Проте головним є те, що метод DTA дозволяє розрахувати математичне очікування по кожному з результатів реалізації венчурного проекту.

Однак, хоча метод вільний від низки недоліків, властивих традиційному DCF-аналізу, враховуючи гнучкість реалізації та фінансування проекту, йому властиві певні з недоліків NPV-аналізу:

- ✓ зменшення вірогідності такого аналізу за суб'єктивної оцінки передумов у фінансовій моделі проекту;
- ✓ метод не враховує стратегічну цінність перспективних інновацій;
- ✓ існує неоднозначність визначення ставки дисконтування на весь період здійснення проекту;
- ✓ складність визначення і обґрунтування ймовірностей різних кінцевих результатів проекту.

Подолати недоліки традиційних методів оцінки венчурних наукомістких високотехнологічних інноваційних проектів з високим ступенем невизначеності дозволяє більш досконалий ROV-метод (метод реальних опціонів). Його переваги відповідають вимогам оцінки та аналізу специфічних венчурних проектів і сьогодні він широко застосовується у практиці венчурного фінансування. Будь-який венчурний проект припускає можливість наступних основних видів реальних опціонів: опціон на послідовне фінансування проекту (option to make follow-on investments) і розширення бізнесу (option to expand), опціон на відмову від подальшого фінансування проекту (abandonment option), опціон на очікування (option to wait).

Застосування ROV-методу надає, по-перше, фінансовий результат, який багато в чому визначається прийнятими інвестором управлінськими рішеннями

про доцільність продовження дискретного фінансування (іноді збиткові при оцінці традиційним DCF-методом проекти стають доцільними при оцінці методом реальних опціонів).

По-друге, можливість об'єднання процесів «розпізнання», розуміння та оцінки у єдиний спектр методів гнучкого фінансування активів і пасивів компанії.

По-третє, вихідні дані щодо врахування цінності стратегічних перспектив розвитку при здійсненні опціонного управління венчурним проектом та покрокового фінансування його наступних стадій (закладаючи у інвестиційну угоду опціон на покрокове дискретне фінансування, інвестор має можливість оперативно припинити фінансування невдалих розробок за проектом, зменшуючи таким чином ризик і зберігаючи більшу частину фінансових ресурсів).

Щодо високотехнологічних проектів мінливість (обумовлена середньоквадратичним відхиленням) досить висока, однак при цьому вона є позитивним чинником. Зростання мінливості при аналізі традиційним DCF-методом зменшує вартість венчурного проекту, однак підвищує вартість опціону (при цьому опціон на здійснення наступних інвестицій може бути основним чинником максимізації вартості портфеля реальних інвестиційних проектів).

З двох основних опціонних моделей – модель Блека-Шоулза (BlackScholes options pricing model, BSOPM) та біноміальна модель (binomial options pricing model, BOPM), які застосовуються для аналізу та оцінки стартапів та обґрунтування ефективної стратегії їх покрокового, постадійного фінансування, BOPM, в якій застосовується дискретний облік часу є найбільш прийнятною, оскільки вона заснована на побудові бінарного «дерева рішень» і відборі (селекції) сценаріїв на підставі імовірності двох – оптимістичного і песимістичного розвитку подій для визначення вартості реального опціону. Водночас модель Блека-Шоулза заснована на передумові безперервного обліку часу і застосовується для оцінки ліквідних стандартизованих фінансових опціонів, що не відповідає особливостям венчурних проектів.

BOPM має певні переваги, адже надає можливість, по-перше, одержати

більш точні результати у випадку існування декількох джерел невизначеності або великої кількості дат ухвалення рішення; по-друге, простежити зміну ціни базового активу у часі, що дозволяє здійснювати оцінку не лише європейських опціонів (із фіксованою датою виконання), але й американських опціонів, включаючи у модель змінну дисперсію; по-третє, враховувати зміну ціни виконання опціону, яку неможливо відслідкувати за допомогою моделі Блека-Шоулза. Фактично ВОРМ на основі побудови бінарного «дерева рішень» у кожний момент часу t на кожній стадії венчурного проекту ціна базового активу (S) може або зростати з використанням підвищувального коефіцієнта u та імовірністю p , або зменшуватися з використанням понижувального коефіцієнта d з імовірністю $(1 - p)$, що в результаті дозволяє визначити вартість венчурного проекту.

Однак, необхідно зауважити, що основною складністю такого методу є необхідність визначення ставки дисконтування на кожному етапі венчурного проекту, так як вона змінюється, залежно від рівня ризику. Для цього необхідно використання ризик-нейтрального підходу за умов, коли дисконтування здійснюється за безризиковою ставкою, а ризикові чинники визначаються за допомогою ризик-нейтральної імовірності p , яка враховує імовірність настання неризикової ситуації (тобто, вирішується проблема, властива традиційному DCF-методу, що полягає в необхідності визначення змінних ставок дисконту, відмінних від WACC, з урахуванням різного рівня ризику на кожному «поверсі» біноміального «дерева рішень»).

Цей метод дозволяє всі грошові потоки інвестиційного проекту дисконтувати за єдиною безризиковою ставкою R_f , при цьому наявність чинників ризику у моделі допомагають визначити ризик-нейтральні імовірності, які свідчать про ймовірність настання неризикової ситуації, R_u і R_d [9, с. 522]:

$$P_u = \frac{1+R_f-d}{u-d}$$

(1.4)

$$P_d = 1 - P_u$$

де R_f – неризикова ставка із розрахунку окремого періоду часу між двома сусідніми «поверхами» бінарного «дерева рішень»;

u – темп зростання вартості проекту у випадку оптимістичного сценарію;

d – темп зменшення вартості проекту у випадку оптимістичного сценарію.

Особливостями універсальності використання методу дискретного фінансування венчурних проектів, як інтегрованої системи управління активами й зобов'язаннями інвестора, є наступні:

По-перше, він поєднує переваги: а) методу постадійного дискретного фінансування венчурного проекту відповідно до аналізу проекту на етапах його контролю протягом усього інноваційного циклу; б) методу «дерева рішень»; в) біноміальної моделі оцінки опціонів Кокса-Росса-Рубінштейна.

По-друге, є ефективним інструментом фінансування венчурних проектів у вигляді траншів за стадіями розвитку проекту та інноваційного циклу з ухваленням рішення про доцільність наступного фінансування.

По-третє, передбачає безперервний супровід проекту інвестором і моніторинг його показників (здійснення проміжної оцінки рівня ризику,

ефективності реалізації окремих складових венчурних проектів, а також потреб у фінансуванні; це також дозволяє підвищити ефективність фінансування відібраних у портфель венчурного фонду інвестиційних проектів).

З урахуванням різноманіття форм, методів і типів організації венчурного фінансування стартапів при їх оцінці, необхідно розробити:

- фінансову модель проекту (вартість венчурного інвестиційного проекту методом традиційного DCF-аналізу) з урахуванням основних стадій його розвитку, виділивши елементи контролю та критерії переходу проекту на наступну стадію;
- алгоритм реалізації планових грошових потоків на кожній стадії в контексті потреб у фінансуванні кожної стадії;
- бінарне «дерево рішень» за стадіями інноваційного циклу (стадія «сирих» ідей, концептуальна стадія, стадія розробки, стадія ранньої комерціалізації, і стадія комерційного успіху).

При цьому на кожному рівні «дерева рішень» можливі два варіанти розвитку подій: зростання вартості активу (S_u) або його зменшення $< S_u$. Для розрахунків темпів зростання u та зменшення вартості проекту d , знаючи середньоквадратичне відхилення та згідно формул (1.3) і (1.4), необхідно обчислити імовірність кожного результату в умовах ризикунейтральності. Розрахунок вартості базового активу для кожного рівня біноміального «дерева рішень» і грошових потоків (CF) з урахуванням темпів зростання (u) і зменшення (d) здійснюється наступним чином:

$$CF_{i1} = CF_{i-1} \cdot u, \quad CF_{i1} = CF_{i-1} \cdot k_j; \quad (1.5)$$

$$CF_{i2} = CF_{i-1} \cdot d, \quad CF_{i1} = CF_{i-1} \cdot k_j, \quad (1.6)$$

де k_i – прогнозний коефіцієнт зростання грошового потоку у період i . Визначивши приведену вартість грошових потоків (PV_i) у період i та дисконтуючи вартість базового активу за неризиковою ставкою (R_f), будується «дерево» вартості опціону (option tree) шляхом трансформації «дерева» грошових потоків у «дерево» вартості венчурного проекту з урахуванням опціонних можливостей:

$$PV_i = \frac{p \cdot (CF_{i1} + PV_{i1}) + (1+p) \cdot (CF_{i2} + PV_{i2})}{1 + R_f}$$

Перевищення ліквідаційної вартості проекту на кінець року і над приведеною вартістю проекту (PV_i) визначає необхідність припинення фінансування проекту, одержавши ліквідаційну вартість плюс грошовий потік поточного періоду (тобто, в умовах, коли грошові потоки нижче ліквідаційної вартості інвестором профінансовані). Використання формули вартості проекту з урахуванням реального опціону ($NPV_{\text{опц}}$) за формулою:

$$NPV_{\text{опц}} = NPV + ROV, \quad (1.8)$$

де $NPV_{\text{опц}}$ – вартість проекту з урахуванням реального опціону;

ROV – вартість реального опціону) надає можливість прийняття раціонально обґрунтованого рішення про доцільність подальшого фінансування венчурного проекту на кожному контрольному рівні, що дозволяє максимізувати вартість проекту (продовжити венчурний проект з урахуванням вартості діючого проекту на основі опціону; фінансувати проект із метою збільшення виробничої потужності тощо).

Дискретне фінансування венчурного проекту здійснюється у вигляді

траншів (стимуляційний ефект), циклічно повторюється на кожній його стадії за умов безперервного моніторингу у постінвестиційний період.

Отже, метод постадійного дискретного фінансування венчурних проєктів базується на:

- а) безперервному моніторингу стадій, які циклічно повторюються;
- б) синхронізації гнучких методів постадійного фінансування;
- в) визначенні причин припинення фінансування неуспішних розробок проєкту в залежності від ступіня ризику;
- г) врахуванні чинника вартості фінансових ресурсів у часі, а також стратегічну цінність проєкту, беручи до уваги можливість інвестора брати активну участь в управлінні компанією впродовж реалізації проєкту, оперативно реагуючи на негативні зміни й мінімізуючи втрати;
- д) застосуванні ризик-нейтрального підходу в умовах, коли дисконтування здійснюється за неризиковою ставкою, а ризикові чинники визначаються за допомогою ризик-нейтральної імовірності p ;
- е) на одержанні точних результатів у випадку існування декількох джерел невизначеності або значної кількості дат ухвалення рішень [18].

Отже, стартапи повинні мати стійкий фундамент для реальної бізнес-моделі незалежного розвитку, команду, можливості експертизи якої охоплюють всі сторони бізнесу, і лише в такий спосіб компанії та їх акціонери захищені від флуктуацій ринку, агресивних умов нових «раундів» фінансування (компанія має можливість диктувати умови новим інвесторам, корпоративним партнерам, фінансовим інститутам).

Навіть маючи достатній капітал, інвестор, як правило, відкладає в резерв суму, яка вдвічі або втричі перевищує початкову інвестицію, що дає змогу підтримати власну частку у компанії та рівень контролю навіть в умовах проблемності наступного етапу фінансування (down round). Міцний синдикат інвесторів з достатнім резервом капіталу, фокусування на основній місії компанії, фінансова дисципліна, пошук оптимальних програм розробки продукту дозволяють подовжити час створення додаткової вартості та оптимізувати можливості одержання більш дешевого капіталу у наступних «раундах» фінансування.

Прийняття інвестиційних рішень щодо фінансування стартапів передбачає поетапну оцінку їх параметрів та потенційних результатів. Виділивши етапи інвестування, ми окреслили ключові аспекти щодо прийняття інвестиційних рішень відносно фінансування стартапів з боку інвесторів (табл. 1.11).

Таблиця 1.11

Ключові фактори прийняття інвестиційних рішень на різних етапах фінансування стартапу

П е р е д проектний етап	Цілі та вигоди від його реалізації - 3 точки зору корпоративної стратегії - 3 позиції ефективності використання активів Доцільність вирішення даної проблеми шляхом капіталовкладень. Альтернативи вирішення даної проблеми без капіталовкладень Можливість використати існуючі виробничі потужності - За рахунок невиявлених резервів - За рахунок ліквідації «вузьких місць» Можливість відтермінування проекту на пізніший строк виконання Вплив нових потужностей на структуру галузі та галузеву рентабельність Альтернативи реалізації менш масштабних, але прибутковіших проектів Підрозділи, в які доцільно направляти інвестиції
Визначення масштабу проекту	Критерії визначення масштабу проекту: - Специфікації – галузеві чи корпоративні; - Потреби – базові чи додаткові. Інвестиційна стратегія компанії: - Орієнтована на довгострокову перспективу та бездоганність у всьому; - Націлена на швидке вирішення короткострокових завдань без над ретельного опрацювання. Можливості підвищення ефективності проекту шляхом переорієнтації всіх процесів на створення максимальної вартості.
Оцінювання проекту	Визначення оптимального методу аналізу інвестицій: - ретельний аналіз на основі фактичних даних; - єдина інтегрована система оцінки всіх проектів. Необхідність створення додаткових потужностей в компанії чи необхідність їх придбання. Можливість максимізації створюваної вартості методом моделювання опціонів або хеджування ризиків.
Реалізація проекту	Ключові управлінські здібності, необхідні для реалізації проекту у визначені термін та бюджет. Оптимальний підхід до виконання проекту: - на основі фіксованої суми інвестицій; - на основі відшкодування витрат; - на основі партнерства із підрядниками. Наявність чіткої системи розподілу відповідальності за виконання проекту. Наявність розробленої стратегії закупівель обладнання та матеріалів.
Визначення ефективності і проекту	Методика оцінювання якості управління проектом та ефективності інвестицій. Використання інвестиційних важелів для оптимізації інвестиційного процесу Шляхи врахування та систематизації отриманого досвіду.

Джерело: адаптовано автором на основі [18-22]

Реалізація етапу передпроектного планування передбачає обґрунтування необхідності інвестицій та прийняття рішення щодо строків реалізації проекту. При цьому, чітке формулювання стратегічної цінності запланованих інвестицій дозволить отримати чітке бачення стратегічних намірів компанії.

Доцільно також розглянути можливості відтермінування виконання проектів, оскільки здійснення інвестицій серйозно впливає на фінансові результати стартапу. Перенесення строків виконання на більш пізній термін дозволить інвестору отримати більше інформації і, таким чином, підвищити ступінь визначеності очікуваних результатів. Іншими словами це спосіб залучення «опціонної вартості», що на практиці дозволить підвищити ефективність проекту та доходи від його реалізації та не матиме значного впливу на загальну діяльність бізнесу.

Варто зазначити, що оцінювання проекту є необхідною умовою оптимізації процесу фінансування діяльності стартапу, що вимагає ретельного аналізу та виконання вимоги послідовності оцінювання.

Нами досліджено, що у сучасних економічних методах оцінки найчастіше використовують метод розрахунку дисконтованого грошового потоку, що є досить точним та достовірним. Однак, одним із внутрішніх обмежень цього методу є неможливість врахувати так звану вартість адаптивності, тобто цінність можливості гнучкого прийняття рішень. Обрана норма дисконтування повинна враховуватися як середньозважена вартість капіталу, обчислена із урахуванням структури капіталу (співвідношенням між власним, позиковим та залученим), які притаманні окремим виробничим підрозділам даної компанії. Проведені нами дослідження дозволили виявити існування цілого спектру методів оцінки інвестиційних проектів, що включають в себе все більш складні оцінні критерії. При цьому акцент на традиційній практиці виділення фінансових ресурсів постійно послаблюється.

У табл. 1.12 представимо порівняльну характеристику методик оцінки ефективності інвестиційного проекту, яким, у тому числі, є стартап [95].

Порівняльна характеристика методів оцінювання ефективності інвестування у стартапи

Складові	Методи		
	Традиційні	Оптимальні	Перспективні (можливі варіанти)
Базис визначення цін	Прогноз	Прогноз зі сценаріями	Крива цін за форвардними контрактами
Методика оцінки	Рентабельність інвестованого капіталу (ROIC), внутрішня норма рентабельності (IRR)	Чиста теперішня вартість (NPV)	Чиста теперішня вартість (NPV) плюс «вартість адаптивності»
Норма дисконтування	Внутрішня норма рентабельності, скоригована на фактор ризику	Середньозважена вартість капіталу (WACC) з окремим бета-коефіцієнтами для кожного великого підрозділу	Середньозважена вартість капіталу (WACC) компанії зі специфічними бета-коефіцієнтами, що дозволяють створити прогноз, точність якого перевіряється за ступенем відповідності ринковим відсотковим ставкам
Рівень ризику	Консервативні припущення щодо доходів та витрат	Побудова «дерева рішень»; оцінки ймовірності	Розрахунок величини капіталу, що наражається на небезпеку (Capital at risk, CAR) і рентабельності капіталу, скоректованої з урахуванням ризику (risk adjusted on capital RACOC)
Рівень ефективності після реалізації інвестицій	Рентабельність інвестованого капіталу за період, що минув (ROIC)	Ретроспективний аналіз проекту	Переоцінка проекту на основі поточних цін
Складання бюджету і процес затвердження проекту	Проектний бюджет з жорсткими внутрішніми обмеженнями; перевищення визначеної суми – затвердження проекту керівництвом компанії	Проектний бюджет з м'якими внутрішніми обмеженнями (гнучкість перерозподілу коштів); децентралізовані повноваження з чітким розподілом відповідальності	Проектний бюджет заздалегідь фіксується; рівень витрат визначається з урахуванням ринкової ситуації (тобто від чистої приведеної вартості та «вартості адаптивності»); оперативність прийняття рішень залежить від ефективності угоди, що пропонується

Джерело: [95]

Таким чином, дослідження теоретичних і методичних аспектів венчурного фінансування доводить, що це явище є багатокomпонентним та важливим для розвитку у сучасному глобальному та цифровому середовищі. Розглянемо особливості венчурного фінансування стартапів в Україні з метою визначення специфічних характеристик та тенденцій цього процесу.

Висновки до розділу 1

1. Дослідження особливостей венчурного фінансування стартапів має міждисциплінарний характер та реалізується на стику теорій підприємництва, фінансів, економіки та менеджменту. Основними проблемними аспектами актуальних досліджень є: обґрунтування ефективної структури джерел фінансування за стадіями життєвого циклу стартапу, управління взаємовідносинами підприємця та венчурного інвестора в умовах інформаційної асиметрії та агентських проблем, утворення стартапами специфічних активів та рент у сучасному цифровому середовищі, управління ризиками та вартістю стартапів, а також формування інструментарію забезпечення результативного розвитку стартапу з урахуванням відкритих і глобальних ринків.
2. Аналіз понятійного і категорійного апарату венчурного фінансування стартапів через розкриття змісту стартапу дозволяє визначити його як тимчасову організацію з високим інтелектуальним потенціалом, здатну сформувати стійку масштабовану бізнес-модель шляхом реалізації інноваційної ідеї. У процесі аналізу методичних аспектів венчурного фінансування за стадіями життєвого циклу стартапів виявлено відмінності стартапу від новостворених підприємницьких суб'єктів, систематизовано сукупність проявів ефектів венчурного фінансування, класифіковано його види, виявлено чинники венчурного інвестування та бар'єри залучення венчурних інвестицій.

3. Механізми фінансування стартапів мають суттєву специфіку у порівнянні з традиційним процесом інвестування, внаслідок чого венчурне фінансування здійснюється поетапно, відповідно до стадій життєвого циклу стартапів, що призводить до участі на різних етапах фінансування різних типів інвесторів. Здійснення процесу венчурного фінансування стартапів відбувається нерівномірно по етапах їх реалізації та у різних часових періодах, при цьому перехід від однієї стадії до іншої протікає стрибкоподібно, що обумовлює дискретний характер залучення інвестицій та відповідного масштабування діяльності. Залежно від проаналізованих стадій життєвого циклу стартапу, якими є етапи формування початкового капіталу, залучення інвестицій для забезпечення зростання на ранній та пізній стадіях та вихід на публічні ринки, можна виокремити основні моделі фінансування стартапів з ідентифікацією на кожній стадії пріоритетних джерел фінансування, релевантних методів визначення ринкової вартості та притаманних ризиків.

4. За умов інформаційної асиметрії та короткого попереднього терміну існування стартапу, методи оцінювання його вартості та підбір релевантних фінансових метрик є важливим методичним аспектом, який безпосередньо впливає на залучення необхідного розміру інвестицій. Проаналізовано методичні підходи і моделі оцінювання стартапу, а саме: методи опціонів, традиційні та модифіковані методи дисконтованих грошових потоків, сценарного аналізу, аналізу «дерева рішень», фінансові показники і моделі визначення структури та вартості капіталу. У дисертаційній роботі запропоновано методичний підхід до оцінювання вартості стартапу через використання системи мультиплікаторів за етапами життєвого циклу стартапу та стадією залучення фінансування та підвищення на цій основі інвестиційної привабливості стартапу для венчурного капіталу.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [74; 76; 77].

РОЗДІЛ 2

РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ СТАРТАПІВ В УКРАЇНІ

2.1. Венчурне фінансування в Україні та його особливості в контексті глобального інвестиційного ринку стартапів

Світова стартап-економіка стійко зростає, створивши в період з 2016 до 2018 року 2,8 трильйона дол. США, що на 20,6% більше, ніж в попередній період, і більш ніж удвічі більше, ніж за все п'ять років тому. Це створення вартості відповідає рівню економіки G7 і перевищує річний ВВП Сполученого Королівства. У 2018 році загальний обсяг венчурних інвестицій склав 220 мільярдів доларів США. На додаток до 2,8 трлн дол. вартості, створеної лише стартапами, у переліку великих корпорацій зараз переважають технологічні компанії (табл. 2.1). У 2008 році лише одна з 10 найбільших компаній в світі була технологічною - Microsoft. Сьогодні їх сім з 10, і три з них знаходяться в Кремнієвій долині. Кілька років тому дослідний проект Startup Genome очікував, що глобальна стартап-економіка буде збільшуватися удвічі кожні 10-15 років. Як з'ясувалося, ця оцінка була заявою [36].

У той час як вся стартап-економіка зростає, деякі її сегменти ростуть швидше за інших. Однією з таких швидкозростаючих областей, є високотехнологічні стартапи (Deer Tech) - підсектори, яким для успіху потрібні реальна інтелектуальна власність, такі як науки про життя, робототехніка та AI (штучний інтелект, від англ Artificial Intelligence).

Майже половина (45%) стартапів, що створюються в даний час в усьому світі, відносяться до підсекторів, пов'язаних з Deer Tech - це в два рази більше, ніж вони становили в 2010-2011 роках⁵. Більш того, всі чотири найбільш швидкозростаючих підсектори стартапів пов'язані з Deer Tech (табл. 2.2).

Найбільші глобальні (транснаціональні) компанії у 2018 та 2008 рр.

2018 р				2008 р.			
позиція	назва	рік заснування	вартість, млрд дол	позиція	назва	рік заснування	вартість, млрд дол
1	Apple	1976	890	1	PetroChina	1999	728
2	Google	1998	680	2	Exxon	1870	492
3	Microsoft	1975	768	3	General Electric	1892	358
4	Amazon	1994	592	4	China Mobil	1997	344
5	Facebook	2004	545	5	ICBC (КНР)	1984	336
6	Tencent (КНР)	1998	526	6	Газпром (РФ)	1989	332
7	Berkshire	1955	496	7	Microsoft	1975	313
8	Alibaba (КНР)	1999	488	8	Royal Dutch Shell	1907	266
9	J&J	1886	380	9	Sinopec	2000	257
10	JP Morgan	1871	375	10	AT&T	1885	238

Джерело: складено автором за [36]

Кількість інноваційних ідей та прогресивних людей, які готові втілювати ці ідеї, в Україні зростає впродовж останніх років. Згідно з рейтингом країн за кількістю стартапів Startup Blink, в якому йдеться про стабільне зростання стартап-екосистеми по всьому світу, у 2019 р. Україна опинилася на 31 місці серед 100+країн, а Київ – на 34 місці серед більш ніж 1000 міст, що свідчить про наявність у нашої держави значного інноваційного потенціалу [31].

Найбільш динамічні підсектори глобального ринку стартапів*

№ з/п	Швидкозростаючі	Середні темпи зростання, %	Спадаючі	Середні темпи зростання, %
1	Передове виробництво і робототехніка	107,9	Рекламні технології (Adtech)	47.9
2	Блокчейн	101,5	Ігри	40.4
3	Аграрні технології і «нове продовольство» (Agtech & New Food)	88,8	Цифрові медіа	38.9
4	Штучний інтелект, великі дані і аналітика	64,5	Освітні технології (Edtech)	15.8

* На основі аналізу угод з раннього фінансування упродовж 5 років (Seed + Series A)

Джерело: складено автором за [36]

У 2020 році згідно із рейтингом стартап-екосистем StartupBlink, Україна, зайнявши 29-е місце, піднялася на дві позиції, у порівнянні з минулим роком, і увійшла в топ-30 світових екосистем [36]. Київ піднявся на 2 позиції до 32-го місця в світі, зайнявши 8-е місце в топ-10 європейських міст. Всього в українську екосистему увійшли 7 міст, серед яких: Львів, Одеса, Харків і Тернопіль. Однак, жоден за межами Києва не увійшов до топ-300.

«Українська стартап-екосистема дійсно надихає. Країна кілька років переживала економічні труднощі, але їй все ще вдавалося створювати масштабовані і глобальні технології. Деякі приклади компаній, що виникли в Україні, – це Grammarly, Gitlab і Ahrefs, все з великою базою учасників», – йдеться в звіті. Причина успіху країни, згідно з опитуванням, криється у високій якості українських розробників, які затребувані багатьма іноземними компаніями.

У рейтингу країн лідирують США, а Великобританія, Ізраїль і Канада посідають перші 4 позиції. Україна випереджає Тайвань (30-е), Португалію (31-е) і Болгарію (32-е), але поступається Австрії (28-е), Польщі (27-е) і Чехії (26-е).

StartupBlink – це найповніша в світі карта екосистеми стартапів і

дослідницький центр, який щорічно складає звіт про рейтинг екосистем стартапів з більш ніж 1000 міст і 100 країн. У звіті відслідковуються останні зміни в великих центрах стартапів і визначаються місця, де росте число стартапів. Рейтинг заснований на таких критеріях: кількість, якість і бізнес-середовище кожної екосистеми. У 2020 році StartupBlink додав розділ інновацій COVID-19, підготовлений у співпраці з UNAIDS, в якому перераховані понад тисячу інноваційних компаній на глобальній карті інновацій COVID-19. Проекти, пов'язані з COVID, представлені в таких категоріях, як діагностика, профілактика, лікування, інформація, адаптація життя і бізнесу.

Починаючи з 2014 року, Україна зіткнулася з економічними труднощами, викликаними геополітичними причинами, захопленням частини територій в результаті агресії з боку Росії, відкритим військово-політичним конфліктом на сході країни, що вплинуло на розвиток інвестиційних ринків і певним чином скоротило можливості зростання і розвитку для приватних компаній. Радянський період наклав істотний відбиток на формування приватного сектора економіки країни, який і до цього дня відрізняється високим рівнем ринкової концентрації в окремих галузях.

У рейтингу за легкістю ведення бізнесу Doing business – 2020 Україна зараз на середніх позиціях (64-е місце з 190 країн). І поки їй досить далеко до першої п'ятірки очолюють рейтинг Нової Зеландії, Сінгапуру, Данії, Південній Кореї. Далеко поки навіть до Грузії (7 місце) – з пострадянських країн це кращий показник по веденню бізнесу.

З настанням ери цифрових технологій стався фундаментальне зрушення в світовій економіці, що супроводжується не тільки появою величезної кількості технічних новинок, але і кардинальним переглядом кордонів в сфері світової торгівлі. Техніка розвивається високими темпами, новинки отримують небувале за охопленням поширення, з'являється все більше і більше молодих компаній, які стрімко заробили свій перший мільярд доларів. За останні п'ятнадцять років на тлі інновацій та бурхливого розвитку цифрових технологій частка галузі інформаційно-комунікаційних технологій в світовій економіці зросла з 1, 3% до 3%, і це, по всій видимості, далеко не межа.

Країни, де культура формується на основі цифрових технологій і

інновацій, стояли біля витоків повороту світового розвитку в бік наукомістких виробництв не без економічної вигоди для себе: там з'являлися нові робочі місця, люди стали по-новому жити і працювати. Такі зміни стали можливими багато в чому завдяки технологічному підприємництву і сприятливому для нього клімату, сформованому за рахунок зусиль держави і представників приватного сектора. Досвід, накопичений передовими країнами в цій галузі, беруть на озброєння країни, що розвиваються, яким хотілося б отримати подібний економічний ефект і міжнародний діалог з питань регулювання і впровадження інновацій ведеться в рамках цього досвіду.

В Україні за останнє десятиліття дуже активно розвинулася ІТ індустрія. Багато українських розробники і цілі команди починали, як аутсорс і аутстаф для іноземних замовників. Така ж тенденція спостерігалася і в Індії, Китаї, Малайзії, Індонезії, В'єтнамі.

Україна займає 20 місце по доступності і навичкам людських ресурсів станом на 2019 й рік згідно з рейтингом Global Services Location Index від консалтингової фірми A.T. Kearney, який охоплює 55 країн-лідерів ІТ аутсорсингу.

Україна також числиться на досить високих позиціях в рейтингах країн, де живуть найбільш талановиті програмісти. Наприклад, за рейтингом ресурсу HackerRank Україна на 11 місці з 50 країн. Розвиток цієї індустрії сприяло притоку іноземного капіталу в країну (адже витрачають зароблене айтішники «за місцем проживання»), а також дало багатьом перспективним молодим людям можливість реалізувати себе професійно з гідним рівнем доходу і відносною незалежністю від внутрішньодержавних економічних перипетій. Дуже багато айтішники в Україні доросли і до створення власного продукту, при чому на такому рівні, що зацікавили великих інвесторів.

За даними ООН, Україна входить в десятку країн з найбільшою кількістю емігрантів. Подивимося на цю тенденцію в найближчі роки.

Проте, незважаючи на відносно високі рейтинги України в глобальних рейтингах, найоригінальніша ідея не завжди виживає на вітчизняному ринку стартапів та знаходить фінансування на власний розвиток (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Індикатори глобального середовища, що впливають на позиції України на світовому ринку стартапів

№ з/п	Рейтинг	Пояснення	2018 р.	2019 р.	2020 р.
1	StartupBlink	Рейтинг екосистем стартапів з більш ніж 1000 міст і 100 країн	35/100 (2017)	31 (100)	29 (100)
2	Doing business	Рейтинг за легкістю ведення бізнесу	76	71	64
3	G l o b a l Innovation Index	Глобальний інноваційний рейтинг	47	43	45
4	Global Services Location Index	Рейтинг доступності та навичок людських ресурсів.	24	20	н.д.
5	HackerRank	Рейтинг країн, де живуть найбільш талановиті програмісти	Н.д	11 (50)	Н.д.
6	World Justice Project	Рейтинг верховенства права	77/113	77/126	72/128

Джерело: складено автором за [30-38]

Але поряд з позитивними позиціями України є негативні чинники, що перешкоджають перетворенню нашої держави, наприклад, у світовий ІТ-хаб. У рейтингу верховенства права (World Justice Project) станом на 2019 рік Україна посідала 77-е місце з 126 країн і виявилася між Таїландом і Сербією.

Протягом останніх років можна спостерігати стабільне зростання українського інвестиційного ринку. Хоча спалах COVID-19 внесла корективи в плани інвесторів і розвиток стартапів, розуміння тенденцій 2019 необхідно для інвестиційного ринку.

У 2019 вперше обсяг венчурних інвестицій в українські стартапи та ІТ-компанії досяг дол. США 510 млн, що в півтора рази перевищує максимум 2018 роки (рис. 2.1). Загалом за 2013-2019 роки в компанії українського походження було проінвестовано дол. США 1 млрд [36].

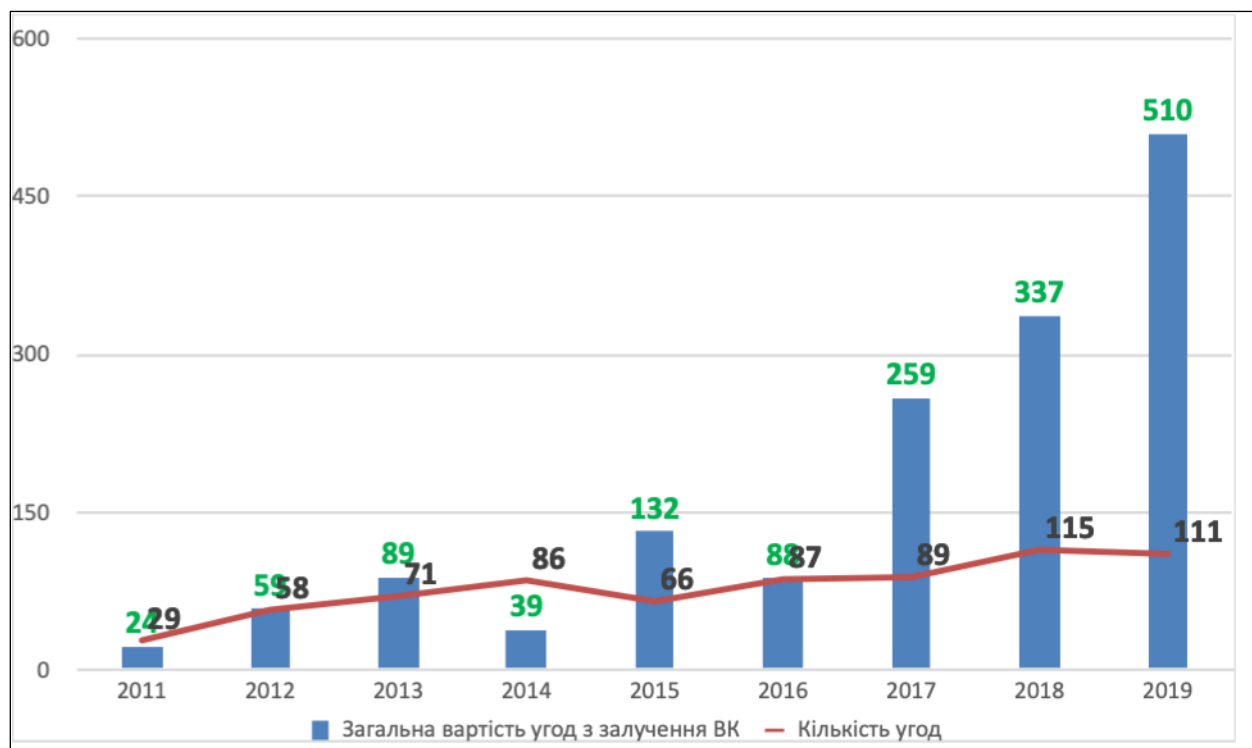


Рис. 2.1. Загальна вартість залучення венчурних інвестицій (млн дол. США) та кількість угод на українському ринку стартапів

Джерело: побудовано автором на основі даних [37-38]

Кількість угод в 2019 році було майже таким же, як і в 2018 році (111 угод у порівнянні з 115 у 2018 році). У 2019 обсяг М&А операцій (злиття і поглинання) збільшився в 18 разів. 15 угод М & А склали дол. США 460 млн, тоді як у 2018 році було 7 угод на суму дол. США 25 млн. Зростання обсягу інвестицій бізнес-ангелів в 7 разів (в 2019 році дол. США 6,1 млн у порівнянні з дол. США 0,9 млн в 2018 році). 2019 рік відзначився 29 виходами для українських інвесторів, причому середній чек угоди виріс на 78% і склав дол. США 5,7 млн. Обсяг угод ТОП-10 виріс майже вдвічі і склав дол. США 456 млн. 90% залучених інвестицій були капіталом з США.

Компанії, які розробляють програмне забезпечення, стали лідерами за кількістю угод і їх обсягу, зсунувши онлайн-сервіс на друге місце.

Консолідовані дані за видами фінансування стартапів наведено у табл. 2.4.

Таблиця 2.4

Показники венчурного фінансування в Україні

Показники	2016	2017	2018	2019
-----------	------	------	------	------

Загальна вартість угод з залучення ВК	88	259	336,9	509,9
Кількість угод	87	89	115	111
Середня вартість угоди	1,01	3,3	3,2	5,7
Середній чек на стадії зростання (Growth)	н.д.	н.д.	92	110
Загальна вартість 5 найбільших угод	н.д.	162,8	н.д.	444
Кількість виходів	8	19	8	29
Вартість угод M&A	н.д.	н.д.	25,2	460
Кількість угод	н.д.	н.д.	7	15
Інвестиції ангелів	н.д.	н.д.	0,9	6,1
Кількість угод	н.д.	н.д.	7	21
Приватний капітал	н.д.	н.д.	н.д.	38,4
Кількість угод	н.д.	н.д.	н.д.	11

Джерело: побудовано автором на основі даних [37; 38]

У 2019 році Українською асоціацією венчурних інвесторів вперше проаналізовано ситуацію гендерного різноманітності (gender diversity) засновників стартапів, які залучили фінансування (табл. 2.5). Виявилося, що у 26% компаній серед засновників є жінки. Так, згідно з даними Crunchbase, в середньому в світі цей показник становить 19%. Динаміку обсягу венчурних інвестицій на різних стадіях розвитку стартапів протягом 2011-2019 рр. наведено на рис. 2.2.

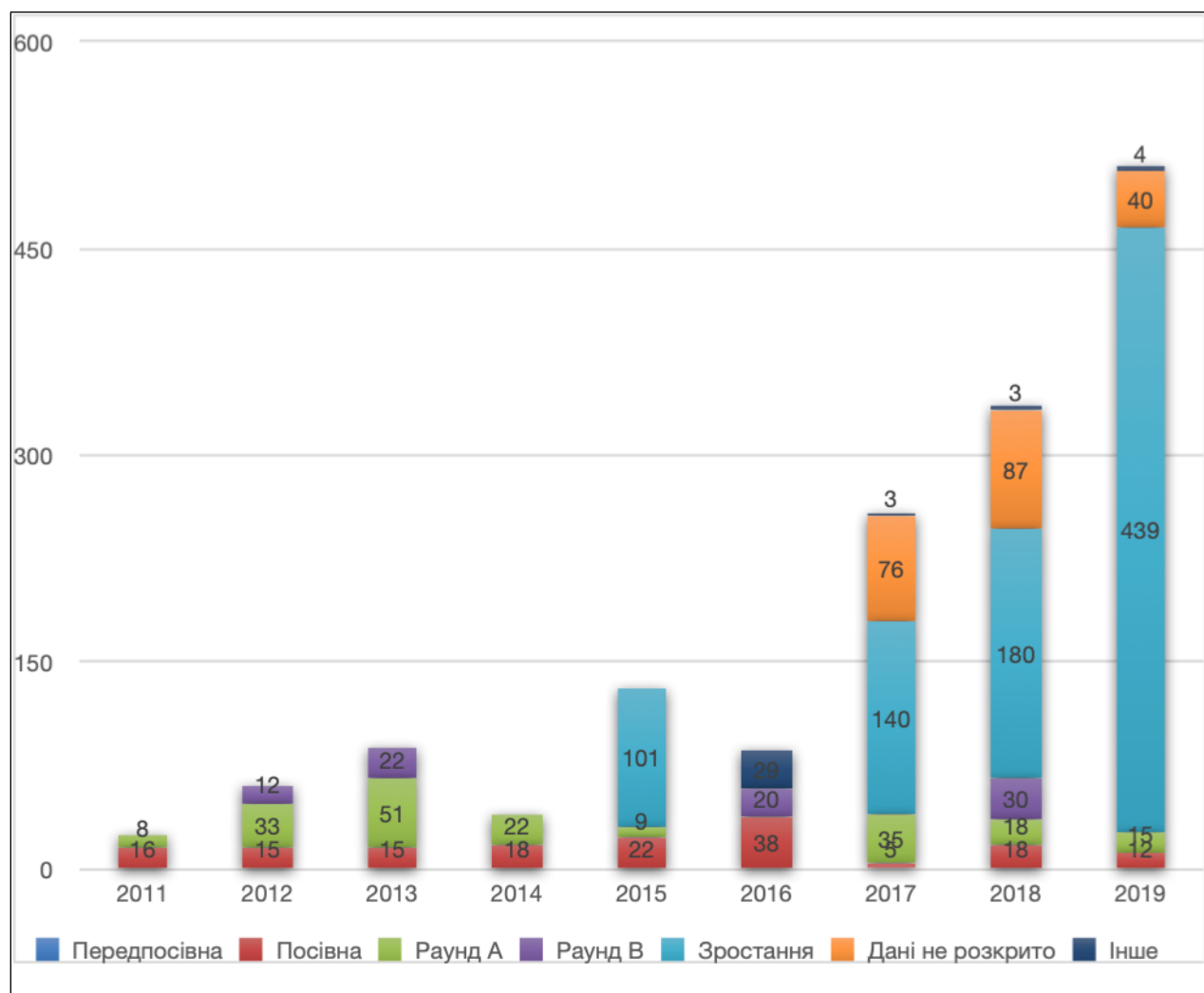


Рис. 2.2. Динаміка обсягу венчурних інвестицій на різних стадіях розвитку стартапів за 2011-2019 рр., млн дол. США

Джерело: побудовано автором на основі даних [37; 38]

В 2018 в стартапи «з українським корінням» венчурні інвестори проінвестували 336,9 млн дол. США [37-38].

Показники венчурного фінансування стартапів за стадіями життєвого циклу

Показники	2016		2017		2018		2019	
	Кількість угод	середній чек, млн дол США	Кількість угод	середній чек	Кількість угод	середній чек	Кількість угод	Середній чек
Кількість угод	87		89		115	3,2	111	5,7
Передпосівна	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	6	н.д.	12	н.д.
Посівна	73	0,525	11	4,484	21		30	0,431
Раунд А	н.д.	н.д.	7	4,8	3	н.д.	5	2,9
Раунд В	1	20	2		1		5	
Зростання	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	3	92	н.д.	109,8
Дані не розкрито	13	2,2	41	н.д.	49	н.д.	26	н.д.
Інше	н.д.	н.д.	28	н.д.	32	н.д.	33	0,13

Джерело: побудовано автором на основі даних [37; 38]

У 2019 році стартапи уклали 111 угод (за 2018 рік – 115). За кількістю угод інвестори сфокусовані на угодах на посівній стадії, середній чек – 430 тис. дол. США. Також, варто зазначити, що в 2019 році зросла кількість угод і обсяг інвестицій на зрілих стадіях розвитку стартапів: Round B і Growth stage. При цьому кількість Pre-seed і Seed угод також зросла.

Найбільш привабливими для угод на українському ринку залишаються онлайн-сервіси та сервісні компанії. У них інвестори вклали понад 55 млн дол. США в 2018 році. А найбільші обсяги інвестицій залучали українські hardware-і software-компанії – 81 і 117,3 млн дол. США відповідно [36] (рис. 1.3).

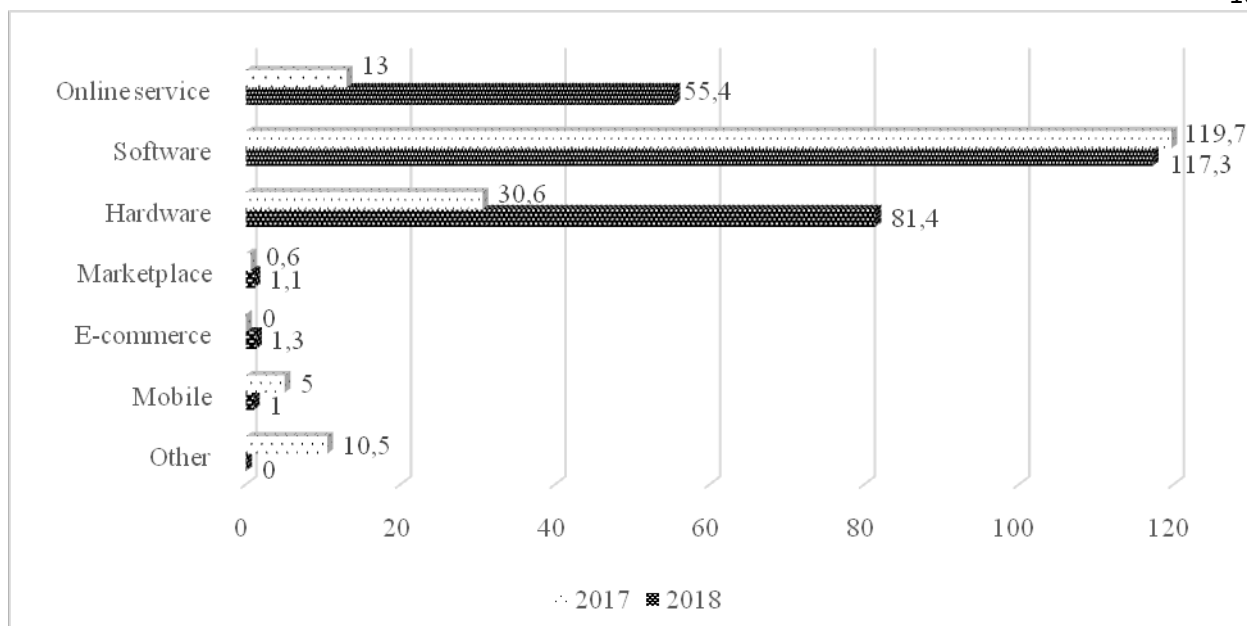


Рис. 2.3. Обсяг інвестування в стартапи різних секторів за 2018 р., млн дол. США

Джерело: побудовано автором на основі даних [37; 38]

Інвестори також активно вкладали в маркетплейси і електронну комерцію. Сума інвестицій склала близько 1 млн дол. США в кожен з сфер.

Динаміку кількості угод інвестування в стартапи різних секторів за 2018 р. наведено на рис. 2.4.

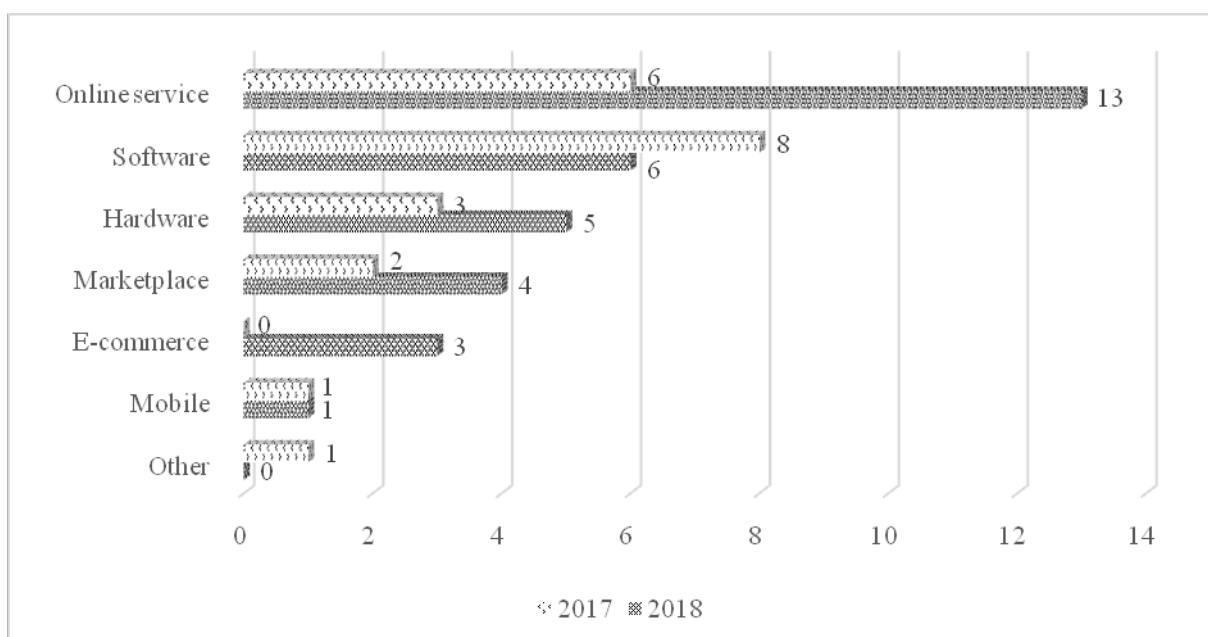


Рис. 2.4. Динаміка кількості угод інвестування в стартапи різних секторів за 2018 р., млн дол. США

Джерело: побудовано автором на основі даних [36]

Як бачимо з даних наведених на рис. 2.4 найбільша кількість угод на

венчурне інвестування була укладена в сфері онлайн-сервісів, програмного забезпечення, hardware, маркетплейсу, e-commerce.

Екосистема стартапів в Україні не відрізняється широтою охоплення і різноманітністю, присутністю в різних галузях економіки і реалізацією різних типів бізнес-моделей. За кількістю стартапів в екосистемі венчурного фінансування лідирує галузі веб-сервісів, електронної торгівлі та фінансових технологій (табл. 2.6). Примітно, що 79% всіх українських стартапів знаходяться в Києві. Втім, такий розподіл по кластерам спостерігається в багатьох країнах, що розвиваються, що підкреслює необхідність регіональної диверсифікації та подальшого поширення венчурного фінансування.

Таблиця 2.6

Найбільші угоди з українськими стартапами у 2018-2019 рр.

№ з/п	Стартап	Сфера (предмет) діяльності	2018 р.	2019 р.	
			Обсяги залучених інвестицій, млн. дол. США	Обсяги залучених інвестицій, млн. дол. США	Стадія
1	2	3	4	5	6
	GitLab	платформа для програмного коду	100	268	Growth
	Grammarly	Digital writing assistant	-	90	Growth
	BitFury	blockchain-платформа і компанія криптотехнологій	80		Growth
	People.AI	Платформа для організації продаж на основі штучного інтелекту	30	60	Growth
	JiJi.ng	Online marketplace	-	21	Growth
	YayPay	інструмент автоматизації платежів	8,4	-	н.д.
	DreamTeam	тімбілдингові платформа	5,0	-	н.д.

Продовження табл. 2.6

1	2	3	4	5	6
	Allset	Restaurant reservations platform		5	Раунд А

	Restream	стрімінговий сервіс	4,5	-	н.д.
	Unstoppable Domains	Domains secured by blockchain	-	4	Раунд А
	Preply	платформа репетиторства	4,0	-	н.д.
	Busfor	агрегатор автобусних квитків	4,0	-	н.д.
	MyCredit	фінтех-стартап	-	3,0	Раунд А
	All Right	Онлайн школа англійської мови	-	1,5	Раунд А
	финско-украинский PromoRepublic	Сервіс для створення контенту в соціальних мережах	-	2,3	Посівні
	RetargetApp		-	1,5	Посівні
	Spinbackup	хмарний провайдер захисту для офісних програм	1,5	-	н.д.

Джерело: складено автором за [37; 38]

При цьому в позитивних тенденціях розвитку українського венчурного ринку, необхідно відмітити, що попри наявність найбільших інвестиційних угод, де мова йде про інвестиції на мільйони доларів, кількість таких угод, не перевищує 5. У більшості ж випадків мають місце "посівні" і "передпосівні" вкладення, які обмежуються сумами в районі дол. США 10 тис. Загальний же обсяг ринку венчурного інвестування в Україні - в районі дол. США 100 млн в рік. В українські стартапи-лідери інвестують переважно зарубіжні фонди, тому вважати це частиною українського ринку є досить суперечливим підходом.

Великих (відносно) угод зі стартапами на українському ринку в минулому році було укладено 12. Серед учасників ринку з боку інвесторів - "бізнес-ангели" (приватні інвестори на ранніх стадіях і з невеликими сумами грошей), а також українські, зарубіжні та змішані венчурні фонди. Всіх їх разом узятих близько 50, за оцінками учасників ринку.

У 2019 році найактивнішими на українському ринку були такі компанії, як TA Ventures (уклала три помітні – більше дол. США 1 млн – угоди з українськими стартапами), AVentures Capital (досить старий учасник на українському ринку) і Genesis Investments (нова дійова особа). Як правило,

кількості окремого інвестпроектів не оприлюднюють. Непрозорість українського ринку стартапів, на думку експертів, це наслідок загальної непрозорості української економіки, а заодно судової системи, боязні втратити власність. Це той самий випадок, коли гроші люблять тишу. Можна відзначити зростання середньої суми при венчурному інвестуванні в українські стартапи. У 2018 даний показник зріс на 112 % в порівнянні з попереднім роком і склав 918 тис. дол. США.

Основним центром стартап-інвестування в Україні залишається Київ – тут розташовані 57 проектів, які отримали більше 195 млн дол. США інвестицій в 2018 році. Далі зі значним відривом йдуть Львів (8 стартапів і компаній), Одеса (5 компаній), Харків (3 компанії) і Дніпро (2 компанії).

У цілому, у 2019 році українські інвестори працювали стриманіше, ніж у 2018 році. Кількість інвестицій у вітчизняні стартапи від українських інвесторів не виросло. Всього вони зробили менше 10 публічних інвестицій. Це менше ніж в 2018 та 2017 років: в 2018 та 2017 років роках публічних було більше 10 угод. В 2019 слід виділити наступні венчурні інвестиції (табл. 2.7):

Таблиця 2.7

Ключові угоди українського венчурного ринку у 2019 році

№ з/п	Стартап	Обсяги інвестицій, млн дол. США	Стадія
1	2	3	4
	GitLab	268	Growth
	Grammarly	90	Growth
	People.AI	60	Growth

Продовження табл. 2.7

1	2	3	4
	JiJi.ng	21	Growth
	Allset	5	Раунд А
	Unstoppable Domains	4	Раунд А
	Love&Live	Н.д.	Раунд А
	MyCredit	3	Раунд А

	фінсько-український PromoRepublic	2,3	посівних інвестицій
	RetargetApp	1,5	seed-раунд
	Liki24.com	1	seed-раунд
	IT Mate academy	0,580	seed-раунд
	Viseven		Вихід

Джерело: складено автором за [37; 38]

Інвестиції на зростання вдалося залучити компаніям з українським корінням GitLab (дол. США 268 млн), Grammarly (дол. США 90 млн), People.ai (дол. США 60 млн). У 2019 році 2 млн євро посівних інвестицій залучив фінсько-український стартап PromoRepublic, який допомагає бізнесу налаштувати просування в соціальних мережах. У компанію вклалися Innovestor Ventures, Finnish Public Fund і ряд інших інвесторів. У 2017 році компанія вже залучила дол. США 1,2 млн посівних інвестицій. У цьому списку не враховується обсяг ангельських інвестицій (при цьому ангельські інвестори на ринку є і інвестують), оскільки сектор традиційно залишається непублічним. Інвестиції Horizon Capital також не враховуються, оскільки фонд позиціонує себе «американським». За даними експертів, обсяг інвестицій на посівних раундах і раунді А, напевно, дійсно впав: менше і в сумі, і в якій кількості. Причин може бути декілька. Ряд фондів на ринку вже проінспектували попередні фонди, а нові ще не зібрали або недостатньо ліквідності через затримки з екзит. У 2019 тільки один новий запущений фонд, що інвестує на посівній стадії - Genesis. Український фонд Genesis вклав дол. США 1,5 млн в білоруський відеоредактор Vochi.

З недавнього часу українські підприємці оцінили такий варіант залучення коштів як первинне розміщення монет (ICO), що дозволяє залучити великі обсяги фінансування при мінімальних вимогах (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Залучення інвестицій українськими стартапами на ICO*

№ з/п	Стартап	Рік	Сума, млн дол	Капіталізація на 1 лютого 2021 р., млн дол
-------	---------	-----	------------------	---

	Hacken	2017	3,5	33,3
	DMarket	2017	19,0	21.6
	Apollo Fintech	2017	н.д.	24.7
	Propy	2017	15,1	13,6
	Remme	2018	20,0	4.2
	AERON	2017	4,9	2.4
	True Flip	2017	5,9	1,8
	Neuromation	2017	51,0	1,0
	Snovio	2018	2,1	0,6
	Anryze	2017	1,7	Н.д.
	Dream Team	2017	10,1	Н.д.
	Paytomat	2019	0,4	Н.д.
	TAAS	2017	7.7	Н.д.
	Rentberry	2017	30.0	0,3

* аналог первинного розміщення акцій на ринку криптовалют

Джерело: складено автором за [37; 38]

Краудфандинг і первинне розміщення монет (ICO) з'явилися, як нові спрощені способи залучити фінансування від багатьох приватних осіб.

Для українських підприємців краудфандинг – це більш легкий спосіб залучити кошти при мінімальній кількості обмежень і вимог. Інтернет-майданчики пропонують можливості розмістити і залучити інвестиції, хоча існують певні стримуючі фактори і фактори невизначеності, оскільки поки немає ясності, як в майбутньому зміниться правова база щодо таких інвестицій.

Первинне розміщення монет (ICO) з недавніх пір стало популярним способом завершення проекту або залучення фінансування, хоча в світлі останніх змін міжнародного законодавства майбутнє первинних розміщень монет залишається неясним. Високий рівень ринкової концентрації в окремих галузях обмежує можливості щодо укладення угод. Первинні розміщення монет (ICO) дозволяють молодим компаніям залучити кошти з використанням криптовалюта, що позбавляє їх від дотримання суворих вимог в рамках

первинного розміщення акцій або залучення коштів від фондів венчурного капіталу. Хоча первинне розміщення монет і набирає популярність в середовищі українських підприємців, більшість інституційних інвесторів продовжує сумніватися в безпеці і законності цієї стратегії залучення коштів. Це може істотно знизити привабливість первинного розміщення монет для підприємців. Хоча первинні розміщення акцій (IPO) в перспективі можуть принести більше прибутку, ніж стратегічні поглинання, забезпечуючи при цьому фірмі незалежне існування, до цього варіанту вдаються рідше.

У табл. 2.9-2.11 представлено інформацію про розмір залучених інвестицій, ринкову вартість та розраховані на цій основі мультиплакатори по найбільших українських стартапах.

Таблиця 2.9

Ринкова вартість та залучення інвестицій найбільш успішних вітчизняних стартапів

Місце		Ринкова вартість, млн дол	Інвестиції, млн дол	Рік заснування	Чисельність працівників, осіб
1	2	3	4	5	6
1	Gitlab	6 000	434,000	2014	1 294
2	Grammarly	1 750	200,000	2009	536
3	Ajax Systems	500	11,000	2011	296
4	Peaple.ai	460	107,000	2016	169
5	Restream	235	55,000	2014	55
6	Jiji	175	50,000	2014	355

7	Preply	165	51,300	2012	2 346
8	Depositphotos	145	8,000	2009	344
9	Kuna	75	0,125	2014	11
10	AllSet	55	16,600	2015	83
11	3DLook	50	11,200	2016	72
12	YayPay	45	15,827	2015	68
13	Petcube	43	25,000	2012	34
14	Reface	40	5,500	2018	88
15	Rentberry	38	1,500	2015	22
16	Epom	30	8,200	2010	63
17	Scalarr	30	8,000	2016	33
18	AllRight	30	6,800	2017	35
19	Influ2	30	3,400	2017	39
20	Liki24.com	30	6,000	2017	20
21	Augmented Pixels	30	7,000		
22	Zakaz.ua	30	10,353	2010	106

Продовження табл. 2.9

1	2	3	4	5	6
23	Dmarket	27	7,200	2017	103
24	Class Tag	26	11,424	2015	36
25	Unstoppable Domains	25	5,200	2018	40
26	Busfor	24	35,105	2012	37
27	UPSWOT	23	5,000	2019	39
28	Love&Live	17	0,973	2016	50
29	Axdraft	11	1,547	2017	16
30	Respeecher	7	1,666	2017	21
31	Raccoon.World	6	1,547	2016	15
32	IT Mate academy	4	0,627	2015	63

Джерело: складено автором за [37; 38]

Таблиця 2.10

Мультиплікатори вартості та інвестицій найбільш успішних вітчизняних стартапів

Місце		Ринкова вартість, млн дол	Інвестиції, млн дол	Чисельність працівників, осіб	Вартість/Інвестиції, тис. дол	Інвестиції на 1 працівника, тис. дол. на особу	Середнє залучення інвестицій на рік, тис. дол.
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Kuna	75	0,125	11	600 000	11	21
2	Ajax Systems	500	11,000	296	45 455	37	1 222
3	Rentberry	38	1,500	22	25 333	68	300
4	Depositphotos	145	8,000	344	18 125	23	727
5	Love&Live	17	0,973	50	17 115	19	243
6	Gitlab	6 000	434,000	1 294	13 825	335	72 333

Продовження табл. 2.10

1	2	3	4	5	6	7	8
7	Influ2	30	3,400	39	8 824	87	1 133
8	Grammarly	1 750	200,000	536	8 750	373	18 182
9	Reface	40	5,500	88	7 273	63	2 750
10	Axdraft	11	1,547	16	6 923	97	516
11	IT Mate academy	4	0,627	63	5 693	10	125
12	Liki24.com	30	6,000	20	5 000	300	2 000
13	Unstoppable Domains	25	5,200	40	4 808	130	2 600
14	UPSWOT	23	5,000	39	4 600	128	5 000
15	3DLook	50	11,200	72	4 464	156	2 800
16	AllRight	30	6,800	35	4 412	194	2 267
17	Peaple.ai	460	107,000	169	4 299	633	26 750
18	Augmented Pixels	30	7,000		4 286		3
19	Respeecher	7	1,666	21	4 286	79	555
20	Restream	235	55,000	55	4 273	1 000	9 167

21	Raccoon.W orld	6	1,547	15	3 846	103	387
22	Scalarr	30	8,000	33	3 750	242	2 000
23	Dmarket	27	7,200	103	3 750	70	2 400
24	Epom	30	8,200	63	3 659	130	820
25	Jiji	175	50,000	355	3 500	141	8 333
26	AllSet	55	16,600	83	3 313	200	3 320
27	Preply	165	51,300	2 346	3 216	22	6 413
28	Zakaz.ua	30	10,353	106	2 874	98	1 035
29	YayPay	45	15,827	68	2 857	233	3 165
30	Class Tag	26	11,424	36	2 292	317	2 285
31	Petcube	43	25,000	34	1 720	735	3 125
32	Busfor	24	35,105	37	678	949	4 388

Джерело: складено автором за [37; 38]

Таблиця 2.11

Залучення інвестицій найбільшими вітчизняними стартапами

Місце		Ринкова вартість , млн дол	Інвестиції , млн дол	Рік заснування	Інвестиції на 1 працівника, тис. дол. на особу	Середнє залуче- ння інвести- цій на рік, тис. дол.
1	2	3	4	5	6	7
1	Gitlab	6 000	434,000	2014	335	72 333
2	Peaple.ai	460	107,000	2016	633	26 750
3	Grammarly	1 750	200,000	2009	373	18 182
4	Restream	235	55,000	2014	1 000	9 167
5	Jiji	175	50,000	2014	141	8 333
6	Preply	165	51,300	2012	22	6 413
7	UPSWOT	23	5,000	2019	128	5 000
8	Busfor	24	35,105	2012	949	4 388
9	AllSet	55	16,600	2015	200	3 320
10	YayPay	45	15,827	2015	233	3 165

11	Petcube	43	25,000	2012	735	3 125
12	3DLook	50	11,200	2016	156	2 800
13	Reface	40	5,500	2018	63	2 750
14	Unstoppable Domains	25	5,200	2018	130	2 600
15	Dmarket	27	7,200	2017	70	2 400
16	Class Tag	26	11,424	2015	317	2 285
17	AllRight	30	6,800	2017	194	2 267
18	Liki24.com	30	6,000	2017	300	2 000
19	Scalarr	30	8,000	2016	242	2 000
20	Ajax Systems	500	11,000	2011	37	1 222
21	Influ2	30	3,400	2017	87	1 133
22	Zakaz.ua	30	10,353	2010	98	1 035
23	Epom	30	8,200	2010	130	820
24	Depositphotos	145	8,000	2009	23	727

Продовження табл. 2.11

1	2	3	4	5	6	7
25	Respeecher	7	1,666	2017	79	555
26	Axdraft	11	1,547	2017	97	516
27	Raccoon.World	6	1,547	2016	103	387
28	Rentberry	38	1,500	2015	68	300
29	Love&Live	17	0,973	2016	19	243
30	IT Mate academy	4	0,627	2015	10	125
31	Kuna	75	0,125	2014	11	21
32	Augmented Pixels	30	7,000			3

Джерело: складено автором за [37; 38]

Доцільно також розглянути детальніше основні характеристики функціонування найуспішніших стартапів в Україні, адже для українських компаній, відкриття західних ринків є дуже важливим (табл. 2.12-2.16). Вітчизняні успішні стартапи бачать основним ринком США, тому і знаходять відповідних інвесторів.

Фінансування найбільших українських стартапів – GitLab

Стадія фінансування	Дата залучення		Сума, млн дол	Інвестори
	Місяць	Рік		
1	2	3	4	5
SEED	Dec	2014	0,12	Y Combinator FundersClub
EARLY VC	Jul	2015	1,5	CrunchFund 500 Startups Khosla Ventures Sound Ventures Liquid 2 Ventures
SERIES A	Sep	2015	4	<u>Khosla Ventures</u>
SERIES B	Sep	2016	18,2	August Capital INKEF Capital Y Combinator Khosla Ventures
SERIES C	Oct	2017	20	INKEF Capital GV

Продовження табл. 2.12

1	2	3	4	5
SERIES D	Sep	2018	100	ICONIQ Capital GV Khosla Ventures
SERIES D	Dec	2018	20	<u>Goldman Sachs</u>
SERIES E	Sep	2019	268	Tiger Global Management ICONIQ Capital INKEF Capital Y Combinator Goldman Sachs Two Sigma Ventures Adage Capital Franklin Templeton Investments Light Street Capital Management

Джерело: складено автором за [37; 38]

Стартап Gitlab (платформа для колаборації та DevOps) в 2018 році залучив дол. США 100 млн в раунді D. Головним інвестором став фонд Iconiq Capital (USA), в угоді також взяли участь GV (USA) і Khosla Ventures (USA). Одним з найуспішніших став стартап GitLab – це відкрита платформа –

репозиторій для зберігання і скачування програмного забезпечення. Компанія залучила в минулому році дол. США 110 млн, а її ринкова оцінка склала дол. США 1,1 млрд. Таким чином, GitLab став першим «єдинорогом» (так називають компанії з ринковою оцінкою понад дол. США 1 млрд) з українськими «корінням». Послугами компанії користувалися понад 100 тис. підприємств і організацій по всьому світу. Серед них – NASDAQ, Sony, ING, VMWare, Intel.

Таблиця 2.13

Фінансування найбільших українських стартапів – Grammarly

Стадія фінансування	Дата залучення		Сума, млн дол	Інвестори
	Місяць	Рік		
Зростання	May	2017	110	General Catalyst Partners Spark Capital Institutional Venture Partners SignalFire Breyer Capital
Зростання	Oct	2019	90	General Catalyst Partners Spark Capital Institutional Venture Partners

Джерело: складено автором за [37; 38]

Grammarly. Так, стартап (інтелектуальний онлайн-сервіс перевірки граматики) став першим українським стартапом, який в 2017 році залучив понад дол. США 100 млн інвестицій в рамках публічного раунду. Рекордні інвестиції в український проект були зроблені на початку травня цього року: стартап Grammarly отримав інвестиції в розмірі дол. США 110 млн. Grammarly - це один з найвідоміших в світі проектів з перевірки грамотності текстів англійською мовою. Стартап створили кияни Олексій Шевченко, Максим Литвин і Дмитро Лідер в 2009-му. Сьогодні в компанії працюють більше сотні

співробітників, а офіси розташовані не тільки в Києві, а й в Сан-Франциско і Нью-Йорку. Проект Grammarly працює з використанням технологій штучного інтелекту. Він вміє не тільки знаходити помилки в текстах, але і визначати тон викладу, ефективність застосування тих чи інших слів у певних випадках. Іншими словами, Grammarly розуміє текст і може його поліпшити. Інвестиції такого розміру - це підтвердження потенціалу проекту і віра в його успішний розвиток.

Таблиця 2.14

Фінансування найбільших українських стартапів - Bitfury

Рік	Сума інвестицій, млн дол	Інвестори
2019	80	Європейський фонд Korelya Capital (France), також брали участь азіатські Naver Group, Macquarie Capital, Dentsu, європейські Armat Group і Lian Group, російський фонд iTech Capital

Джерело: складено автором за [37; 38]

Стартап Bitfury привернув в 2019 році дол. США 80 млн інвестицій. Раунд очолив європейський фонд Korelya Capital (France), також брали участь азіатські Naver Group, Macquarie Capital, Dentsu, європейські Armat Group і Lian Group, російський фонд iTech Capital і інші. Оцінка стартапа не розголошується, проте інвестори назвали Bitfury «європейським блокчейн-єдинорогом».

Таблиця 2.15

Фінансування найбільших українських стартапів - People.AI

Стадія	Дата залучення		Сума
	Місяць	Рік	
SEED	May	2016	N/A
SEED	Jul	2016	1
SEED	Aug	2016	0,12

SERIES A	May	2017	7
SERIES B	Oct	2018	30
SERIES C	May	2019	60
LATE VC	Feb	2021	7,1

Джерело: складено автором за [37; 38]

People.ai залучив дол. США 60 млн в 2019 році. Серед інвесторів також присутні Iconiq (USA), Andreessen Horowitz (USA), Lightspeed Venture Partners (USA), GGV Capital (USA) і Y Combinator (USA). Стартап розробляє платформу продажів на базі штучного інтелекту.

Таблиця 2.16

Фінансування найбільших українських стартапів - Preply

Рік	Сума інвестицій, млн дол	Стадія	Інвестори
2020	10	Зростання	Лід-інвестором виступив лондонський венчурний фонд Hoxton Ventures, крім нього в раунд вклалися Point Nine Capital, All Iron Ventures, The Family, EduCapital і Diligent Capital.
2021	35	Зростання	Н.д.

Джерело: складено автором за [37; 38]

У березні 2020 року український маркетплейс для вивчення іноземних мов Preply залучив дол. США 10 млн інвестицій - в два рази більше, ніж за попередні 7 років роботи компанії. Лід-інвестором виступив лондонський венчурний фонд Hoxton Ventures, крім нього в раунд вклалися Point Nine Capital, All Iron Ventures, The Family, EduCapital і Diligent Capital.

Для стартап проєктів з України характерними є тенденції, які мають місце на всьому пострадянському просторі. Молоді успішні стартапи, особливо в сфері IT, проходять цілком певний життєвий цикл: "посівна" інвестиція, бурхливе зростання, один або кілька раундів венчурних інвестицій, масштабування, покупка міжнародним IT-гігантом. Наприклад, естонський Skype купила американська Microsoft, а білоруський Viber – японська Rakuten.

Тобто стартап, який виріс у велику компанію, зазвичай змінює власника, і в країні походження в кращому випадку залишається частина команди розробників. Менеджери, засновники, штаб-квартира, фінансові потоки переїжджають до Каліфорнії, Лондон, на Кіпр, в Монако або в інше місце. Наприклад, білоруська компанія Wargaming, творець популярної гри World of Tanks. Як тільки стало зрозуміло, що її бізнес перетворюється на багатомільйонний, засновники одразу перенесли штаб-квартиру на Кіпр, купили банк, потім провели IPO в Лондоні, а в Мінську залишилися маркетингологи і рядові програмісти.

Часто еміграція і є початковою метою творців стартапу. Мало хто з підприємців орієнтується на національний ринок. По своїй суті стартап-бізнес є "каліфорнієцентричним". Але це не означає, що творці стартапів не патріоти своїх країн. У даному випадку венчурні інвестори виступають в ролі свого роду "природного відбору", і відбір відбувається зовсім не за критеріями потреби своїй державі. Якщо стартап не готовий масштабуватися до міжнародного, венчурний інвестор йому просто не дасть грошей. Зрозуміло, що таке можливо при орієнтації на світовий ринок.

За оцінками учасників ринку (Михайло Котов), приблизно половина венчурного ринку в Україні знаходиться в тіні, та й в цілому в країні занадто мало інформації про молодих, талановитих людей, які можуть бути потенційними підприємцями.

Український ринок венчурних інвестицій важко порівнювати навіть з європейським, не кажучи вже про США і Азії. Оцінки компаній і обсяги венчурних інвестицій і операцій в Україні набагато нижче, ніж в більш розвинених регіонах. Однакові компанії, запущені в Україні і в США і орієнтовані глобально, будуть відрізнятися за вартістю в рази. Це пов'язано з тим, що американська компанія спочатку знаходиться на більшому ринку, у неї більше потенційних користувачів, а у цих користувачів, в свою чергу, вище купівельна спроможність. У США є розвинена інфраструктура екосистеми венчурного інвестування, вона дозволить компанії легше залучити кошти як на початковій стадії, так і на наступних етапах, бізнес швидше отримає ресурси для масштабування, швидше підвищить капіталізацію і принесе інвесторам

прибуток. - наприклад, Делавер, США"

Краудфандинг в Україні знаходиться на стадії становлення. У 2018 році 7 компаній на платформі колективного фінансування зібрали 1,4 млн дол. США [36]. Існує значна кількість внутрішніх факторів, а також характерних особливостей краудфандингу, які сьогодні перешкоджають його бурхливому розвитку в нашій країні. Нечисленні вітчизняні краудфандингові платформи орієнтовані на вирішення соціальних завдань, а потенціал краудінвестингу не реалізований. Однак, з огляду на можливості, які відкриває застосування краудфандингу, такі як: реалізація проекту, що не має коштів на фінансування; допомога в просуванні проекту через засоби масової інформації; здатність централізувати й оптимізувати зусилля по збору коштів; зростання довіри інвесторів, лояльності споживачів, іміджу підприємства; можливість оплати за користування фінансовими ресурсами після надходження позитивних грошових потоків від реалізації проекту, в найближчому майбутньому краудфандингові угоди можуть стати одним з основних інструментів фінансування інноваційних рішень інвестиційної діяльності українських підприємств.

Будь-який інвестор хоче захистити свою інвестицію, грати за зрозумілими правилами і на знайомій території. Не кажучи вже про те, що вибір країни для реєстрації компанії безпосередньо залежить від географії таргетингової аудиторії продукту. Але основні чинники, якими керуються стартапи, приймаючи рішення реєструвати компанію за кордоном, – не ухилення від оподаткування, а скоріше наступні (табл. 2.17):

Таблиця 2.17

Чинники, що обумовлюють орієнтацію стартапів на закордонні ринки

Чинники	Характеристика
1	2
Орієнтованість на побажання іноземних інвесторів.	Мета стартапу при залученні інвестицій - не тільки розрекламувати себе з найкращої сторони, але і переконати інвестора, що інвестувати надійно і безпечно, а процедурні моменти організовані легко. Ось тому і вибирають звичну для інвесторів систему права (найчастіше, англійське право), респектабельну і «зрозумілу» юрисдикцію для компанії.

Зрозумілі, перевірені практикою контракти.	Беремо до уваги при укладанні угоди, що англійське контрактне право істотно відрізняється від українського, навіть в базових поняттях. Також, то, що практика врегулювання таких відносин згідно з англійським правом набагато більш поширена в світі, а, отже, самі тексти договорів більш досконалі і враховують всі нюанси. Відкидаємо необхідність складати договір двомовним. І вибір застосовного права стає очевидним.
--	---

Продовження табл. 2.17

1	2
П р а в о з а с т о с о в н а практика і репутація судів.	Вступаючи в юридичні відносини (навіть якщо ви класний IT-стартап, в який пообіцяли інвестувати мільйони), знімайте «рожеві окуляри» і думайте заздалегідь, що будете робити, якщо щось піде не за планом. У такій ситуації початковий вибір підсудності та механізмів вирішення спорів вкрай важливий, і іноді може зіграти злий жарт. Згадуємо про оцінку в рейтингу верховенства права, представляємо, часто українські суди стикаються з подібними справами, уявляємо, як будемо намагатися втілити в життя рішення суду по відношенню до іноземної компанії.
Географія користувачів.	Ми вже говорили про орієнтуванні на певний ринок при розробці продукту. Український ринок чисельно невеликою і менш платоспроможний, ніж англійський. Можна намагатися розвиватися локально, орієнтуватися на знання місцевого споживача, але, погодьтеся, рано чи пізно ви захочете вийти на нові ринки, презентувати свою ідею світу. І відразу почнуться питання з необхідністю приймати платежі від користувачів або B2B партнерів з різних країн, можливістю підключення місцевих популярних платіжних методів, вимог комплаєнса банків.
Доступність надійної банківської системи.	Вибір надійного і зручного для інвестора банку - вкрай важливий фактор при укладанні угоди. Далеко не кожен банк готовий відкрити рахунок для прийняття інвестиції в стартап. Особливо, коли мова йде про великі суми, а власники стартапу - підприємці з України. При цьому фактор часу відкриття і проведення операції для стартапу грає дуже важливу роль. Інвестор не захоче возитися з угодою роками, літати туди-сюди, надавати копії паспортів з перекладом на українську та нотаріальним посвідченням в 4-х примірниках.

Джерело: адаптовано автором на основі [19; 22-27]

Таблиця 2.18

Порівняння розміру середнього чеку за стадіями фінансування, дол. США

Стадія фінансування	США	Україна
Передпосівний раунд (pre-seed)	250 тис.	50-60 тис.
Посівний	від 500 тис. до 3 млн	в 2019 році середній чек склав 431 тис.

Round A	від 2 млн до дол. 15 млн	в 2019 році інвестиції на цьому раунді залучили українські компанії Allset (5 млн), Unstoppable Domains (4 млн), MyCredit (3 млн).
Раунди росту (B, C, D)	від 15 млн	За даними UVCA, інвестиції на зростання вдалося залучити компаніям з українським корінням GitLab (дол. США 268 млн), Grammarly (дол. США 90 млн), People.ai (дол. США 60 млн).

Джерело: складено автором за [38-41]

Україна має в своєму розпорядженні високий людський потенціал в області технологій та інновацій. При цьому висококваліфіковані українські розробники програмного забезпечення, чиї послуги до того ж коштують не дуже дорого, стали привертати увагу міжнародних стартапів, які створюють «витік мізків» серед розробників ПЗ, яких за кордоном приваблює вища зарплата і можливості працевлаштування. Дослідження українського ринку венчурного фінансування потребує подальшого аналізу з точки зору елементів інфраструктури

2.2. Інфраструктура ринку стартапів та її інституціональні характеристики

Станом на 3 квартал 2018 р. в Україні діяло близько 1100 венчурних інвестиційних фондів (за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу). Новими гравцями на ринку внутрішніх венчурних інвестицій стали українські банки і корпорації. Як правило, вони не вкладають гроші, але надають інфраструктурну і менторську підтримку. Саме банки відкривають інкубаційні програми і стартап-акселератори. Порівняно новим потужним інструментом підтримки для стартапів стали гранти – їх за 2018 рік видали на суму понад 322 тис. дол. США. Основними грантодателями виступили Європейський банк реконструкції і розвитку і Open Data Challenge [36].

В Україні інвестори об'єдналися в Ukrainian Venture Capital & Private Aquity Association (UVCA). За даними UVCA, до 20 українських венчурних фондів інвестують в стартапи. Найактивнішими в 2019 році були AVentures Capital, SMRK VC Fund, ICU Ventures, Genesis Investment.

Одним з найстаріших українських фондів, який працює на ринку з 2010 року, є TA Ventures. За свою історію TA Ventures проінвестував понад 130 компаній. Заснувала і керує ним Вікторія Тігіпко. За останні кілька років TA Ventures не особливо активно інвестував на внутрішньому ринку, інвестуючи переважно в західні стартапи. Однак, в 2019-му TA Ventures став чи не найактивнішим українським інвестором. «Наш обсяг інвестицій в Українські проекти збільшився в зв'язку з тим, що проектів на підходящій нам стадії з фаундерами, які нам підходять, стало більше. Цього року фонд залучив партнерів, які активніше працюють на українському ринку з місцевими стартапами, а також запустив клуб ангельських інвесторів iclub.vc, через який також вкладає в місцеві стартапи».

AVentures Capital заклав в 2019 році дві публічні угоди: в Vieseven і Сіклум. За словами керуючого партнера фонду Євгена Сисоєва, активність фонду залишається на рівні. З урахуванням навіть тільки розкритих вище інвестицій, обсяг інвестицій AVentures – на рівні попередніх років.

У 2020-му році держава почала інвестувати кошти в українські стартапи та розробки. Заявлений обсяг фонду – 440 млн грн. Це дозволить частково вирішити проблему запуску нових проектів і їх зростання на перших етапах розвитку бізнесу, що спричинить за собою більш активне інвестування місцевими фондами на наступних етапах. В Україні фінансуванням стартапів займається державний Ukrainian Startup Fund (табл. 2.19). Станом на кінець 2020 року, фонд вже виділив дол. США 900 тис. На підтримку і розробку 22 проектів. 8 з них отримали по дол. США 25 тис., а 14 – по дол. США 50 тис.

**Карта українського ринку венчурного фінансування: основні
учасники**

Ключові венчурні фонди	Корпоративні венчурні фонди	Грантодавці	Бізнес-ангели	Бізнес- інкубатори та акселератори	Краудфандінгові платформи
✓ AVentures Capital, ✓ S M R K VC Fund, - I C U Ventures, - Genesis Investment ✓ T A Ventures ✓ Pragmatech Ventures ✓ G R Capital.		✓ Європейський банк реконструкції і розвитку ✓ Open Data Challenge	✓ i club.vc (клуб бізнес-ангелів TA Venture)	✓ Growth UP, ✓ Polyteco, ✓ H a p p y Farm, ✓ iHub, ✓ EuroUp.Ua ✓ Wanna Biz, ✓ F o u n d e r Institute ✓ ISE Group	✓ BigIdea
Венчурні студії	Державні установи	Інноваційні парки	Профільні об'єднання	Стратегічні мережі і платформи	Конференції, форуми, ярмарки
✓ INTECR A T O R (спільний проект Intecracy Ventures і компанії EY) ✓ Pragmatech Studio ✓ Microsoft IoT Lab	✓ Ukrainian Startup Fund	✓ UNIT.City	✓ Ukrainian Venture Capital & Private Equity Association (UVCA)		✓ IT Arena (Львів), ✓ K y i v T e c h H u b (Київ), ✓ SaaStock Kyiv (Київ), ✓ Wolves Summit (Варшава)

Джерело: складено автором за [37-44]

3 вересня 2020 року інвестиційний фонд Pragmatech Ventures оголосив про першу операцію: інвестували в українську HR-компанію Hurma System. Засновник фонду – підприємець Євген Сергєєв, засновник і виконавчий директор IT-компанії iDeals.

GR Capital. GR Capital управляє активами в розмірі дол. США 70 млн. За 3,5 роки роботи перший фонд GR Capital інвестував дол. США 25 млн, зараз до портфелю входить 10 стартапів – Glovo, Deliveroo, Lime, Azimo, WeFox, McMakler, Meero, Owlet, Lofelt, Victor. Фонд допомагає стартапам виходити на ринки Східної Європи, запускати R&D-центри.

Таблиця 2.20

Транскордонне венчурне фінансування: аналіз активності польських венчурних інвесторів на ринку України

Учасники	Країна	Менторські програми/Проекти	Результати співпраці
1	2	3	4
Міністерство економіки та регіональної політики	Польща	разом з найбільшими фондами країни проводить в Україні з 2018 року менторську програму Polish-Ukrainian Startup Bridge.	Понад 100 українських молодих компаній вже взяли участь в менторських програмах, переможці отримали фінансування
венчурні фонди Market One Capital, Kulczyk Investments SA, Simpact.VC, Starfinder.vc, Speedup VC,	Польща	польські фонди хочуть, щоб реєстрація хоча б частини інтелектуальної власності відбувалася в зрозумілою їм юрисдикції (Україна такою не є). "Вимога про переміщення інтелектуальної власності використовується як свого роду гарантія того, що команда серйозно ставиться до ведення бізнесу на польській землі", - пояснює Вавак. Адже за це стартап отримує можливість виходу на ринки ЄС	В цьому році в конкурсі взяли участь понад 60 стартапів, переможець отримав 30 000 злотих (дол. США 7650), друге і третє місце - по 10 000 злотих (дол. США 2550). У 2018 році стартапи отримали в цілому 30 000 злотих, в 2019 році - 35 000 злотих.

Продовження табл. 2.20

1	2	3	4
венчурні фонди Speedup VC, bValue	Польща	шукають проекти, які змогли б розвиватися на ринках Польщі і ЄС. bValue готовий вкладати до дол. США 1 млн, допомагати з переїздом до Польщі (якщо засновники хочуть переїхати) і зі створенням польських підприємств. За це він зазвичай бере 10-20% в капіталі	bValue інвестував в такі стартапи, як Callpage, який розробив віджет для зв'язку продавців і покупців (дол. США 1 млн), сервіс захисту хмарних даних Spinbackup (дол. США 1,5 млн) і сервіс аналізу кредитоспроможності bNesis (€ 400. 000)
Агентство з розвитку підприємництва ScaleUp	Польща		
Impera Alfa Fund	Польща	оголосили про готовність вкласти € 2,5 млн в українські стартапи (до € 250 000 на проект) на стадії proof of concept	
Національний центр досліджень і розробок (NCBR)	Польща	Він є посередником: розподіляє гроші держави між приватними фондами, які в свою чергу зможуть додати своїх і вкласти їх в малі підприємства. Якщо приватний фонд вкладає дол. США 1 млн своїх засобів, від NCBR він може отримати ще дол. США 4 млн і вкласти в цілому до дол. США 5 млн. "Пропозиція NCBR може бути більш щедрим, якщо говорити про оцінку входу в інвестицію, але у них є кілька додаткових критеріїв відбору", - говорить Вавак. Наприклад, це співпраця з польськими клієнтами, реєстрація підприємства в Польщі або проведення в Польщі науково-дослідницької діяльності.	зараз в Польщі близько 100 фондів, що мають кошти NCBR, і вони очікують від 17% до 25% в компанії.
Польський фонду розвитку (PFR)		У їх розпорядженні знаходиться майже дол. США 800 млн. Ці фонди менш консервативні в оцінці стартапів і мають великі можливості - до дол. США 20 млн в одну інвестицію. Натомість вони хочуть 12-20% в компанії.	

Джерело: складено автором за [37-42]

Попри таку активність з боку польських венчурних фондів, вітчизняні венчурні інвестори не бачать ризику масової міграції стартапів в сусідню країну, а навпаки вважають, що зростання інтересу польських інвесторів – це

хороший знак для українського ринку. Виконавчий директор Української асоціації венчурного капіталу та прямих інвестицій (UVCA) О.Афанасьєва підтверджує думку про те, що більшість українських стартапів спочатку націлені на глобальний ринок і Україні навряд чи вдасться утримати їх.

Необхідність подолання існуючих перешкод на шляху розвитку сфери фінансування венчурних інвестиційних проектів вимагає не лише істотних змін у регулятивному механізмі венчурного фінансування, а й у застосуванні більш ефективних методів їх фінансування. Державна «зарегульованість», подвійне оподаткування прибутку (на рівні фонду й інвесторів), невідповідності в моделях функціонування венчурних фондів обмежують можливості використання «швидкого» капіталу для забезпечення поетапного фінансування венчурних проектів за необхідністю (принцип «commitments»), що значно знижує інтерес із боку інвесторів. Крім того, відсутність прийнятних організаційно-правових форм для здійснення колективної інвестиційної діяльності, що враховує особливості ризикових венчурних проектів, є також істотною перешкодою на шляху розвитку інноваційного підприємництва в Україні, знижує інвестиційну привабливість країни для іноземних інвесторів.

Крім того, у роботі над створенням механізму венчурного фінансування варто скористатися досвідом зарубіжних країн і вибрати найбільш підходящий для України варіант його здійснення. Зрозуміло, що розвинені країни не одразу досягнули рівня свого розвитку, цьому сприяло активне фінансування наукових досліджень, що призвело до швидкого просування в сфері перспективних технологій та їх практичного впровадження. Це призвело до створення в розвинених країнах потужної науково-технічної бази для розвитку нової інформаційної економіки.

2.3. Аналіз зарубіжного досвіду створення результативних механізмів підтримки венчурного інвестування

Поняття і механізм венчурного капіталу зародилися в США в 1950-х рр.,

тому проаналізувати досвід цієї країни представляється найбільш логічним. Венчурний бізнес США сформувався в період бурхливого розвитку комп'ютерних технологій і мікроелектроніки і багато в чому визначив успішний розвиток цих напрямків. Світові лідери комп'ютерної галузі – компанії Microsoft, Intel, Apple Computers, Compaq – на ранніх стадіях свого розвитку вдавалися до венчурних інвестицій [62]. Відкриття і діяльність малих венчурних підприємств у США стало не лише фактором пожвавлення науково-технічного розвитку, а в 80-х роках XX століття перетворилося в інструмент виявлення, створення й ефективного відбору інновацій [35, с. 10].

Основний обсяг капіталу інвестиційних фондів утворюється внесками державних і приватних пенсійних фондів США. Активний розвиток венчурних фондів в США розпочався саме після того, як пенсійним фондам було дозволено інвестувати до 10% своїх активів у венчурні проекти. Крім пенсійних фондів, активну участь у венчурних фондах приймають комерційні й інвестиційні банки, страхові компанії, державні і благодійні фонди, корпорації, приватні особи та бізнес-ангели. Венчурні фонди є у всіх американських штатах, але основна частина зосереджена в Каліфорнії, де Кремнієва долина. Каліфорнія займає від 60 до 80% венчурного ринку США. У Пало-Альто – неформальній столиці венчурного бізнесу - живе близько 3 млн осіб, і тут найвищий рівень середньорічного доходу на душу населення в усьому світі - понад 100 000 дол. США.

Основні заходи, що були вжиті урядом США для розвитку венчурного фінансування, полягали в наступному:

- була утворена Національна асоціація венчурного капіталу (National Venture Capital Association – NVCA);
- створена її дочірня структура – Американські підприємці для економічного зростання (American Entrepreneurs for Economic Growth - AEEG);
- створена система автоматичного котирування Національної асоціації дилерів цінних паперів (NASDAQ);
- були створені компанії для інвестицій в малий бізнес (Small Business Investment Corporations – SBICs), які надавали капітал фірмам-початківцям

або вже створеним компаніям на розширення бізнесу [64].

Як результат цих заходів – частка високих технологій у ВВП США становить 15-20%, а виробництво інформаційних технологій є найважливішою галуззю промисловості. Підвищився значний інтерес фінансових і управлінських спільнот і створена інфраструктура венчурного бізнесу, а також налагоджена система взаємозв'язків в галузі прямих інвестицій в цілому. В даний час на США припадає половина обсягу всіх венчурних інвестицій у світі [64]. Значимість венчурних інвестицій для економіки підтверджується конкретними показниками: за підсумками 2016 року ТОП-5 найбільших стартапів США (Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, Facebook) складався тільки з проектів, які відбулися завдяки підтримці венчура.

Всього за період існування венчурного капіталу (починаючи з 1979 року) інвестори допомогли стати успішними 43% найбільших бізнес-проектів США. Це майже половина всіх існуючих стартапів. Вони ж забезпечують 57% всієї ринкової капіталізації, і, що найважливіше, саме ці проекти витрачають більшу частину коштів (82%) на НДДКР в країні. А від цього показника безпосередньо залежить макроекономічне зростання. Кількість зайнятих становить 38% від усіх працюючих.

На ринку США обсяги вкладень розрізняються залежно від особливостей стартапу, стадії, специфіки ринку. Фондів, які надають фінансування, в країні налічується близько 1562. Великі венчурні фонди вкладають гроші в проекти, які вже на стадії виходу на IPO. Середній обсяг інвестицій в США на даному етапі складає 100-500 млн доларів. У разі, якщо беруть участь кілька фондів, угода може відбуватися на й на більші суми. Можливо фінансування проектів на більш ранніх стадіях. Невеликі фонди пропонують середній чек в межах 10-30 млн доларів. Венчурна екосистема США має найбільші у світі обсяги капіталу, серед компаній існує конкуренція, де фонди борються за найперспективніші стартапи.

Одним з імпортерів механізму венчурного фінансування бізнесу стала Європа, де венчурний бізнес почав активно розвиватися на початку 1980-х рр. Практика ризикового інвестування існувала в Європі і раніше, однак риси індустрії сформувалися саме в цей період. Багато в чому динамічний розвиток

механізмів венчурного фінансування в Європі був зумовлений наявністю двадцятирічного досвіду функціонування цих механізмів в Америці, що дозволило уникнути істотних помилок і адаптувати до європейських умов уже досить відпрацьовані фінансові та управлінські схеми.

Основні етапи інфраструктурного розвитку європейського венчурного бізнесу практично ідентичні американським:

- утворення в 1983 р. Європейської асоціації прямого інвестування і венчурного капіталу (EVCA);
- за участю Європейської асоціації венчурного капіталу була створена Європейська асоціація біржових дилерів (EASD);
- однієї з перших ініціатив EASD стало створення європейської фондової біржі для активно зростаючих молодих компаній – Системи автоматичного котирування Європейської асоціації біржових дилерів (EASDAQ) [65].

Вже через 10 років з моменту створення венчурного капіталу в Європі загальний обсяг венчурного інвестування склав 0,11% від ВВП держав Євросоюзу (в США, наприклад, – 0,17%). Але венчурне інвестування розвинене нерівномірно. У першій трійці Данія, Швеція і Великобританія, замикають список Греція і Чехія. Інвестиції європейських венчурних фондів становлять щорічно 5-7 млрд євро в 5000-7000 компаній, з яких 60% – компанії з чисельністю співробітників менше 100 чол. і 90% – менше 500 чол. [65]

У країнах Європи функціонує близько 500 венчурних фондів і зайнято більше 3000 фахівців, зайнятих в даній галузі, створено 17 національних асоціацій венчурного капіталу. Державна участь в процесі венчурного інвестування куди значніша, ніж в США. З одного боку, держава демонструє бажання і здатність розділити ризики з комерційними інвесторами, а також розуміння необхідності збереження національних приватних капіталів на національному ринку країни. З іншого – така участь тягне залучення в реальний сектор економіки громадських коштів. Частка громадських коштів (пенсійних фондів і страхових компаній) у венчурному капіталі Європи становить до 35% всіх інвестицій [63].

Найбільш відомі з європейських фондів представлено в табл. 2.21.

Найбільш відомі європейські венчурні фонди

Країна	Назва фонду
Фінляндія	Suomen Teollisuus-Sijoitus OY
Бельгія	Інвестиційна компанія Фландрії (GIMV)
Німеччина	Beteiligungskapital für Kleine Technologieunternehmen
Австрія	Інвестиційний Інноваційний Фонд
Данія	Vækstfonden
Швеція	Almi Foretagspartner AB
Італія	Фонд технологічних нововведень

Джерело: [66, с. 58]

Важливо відзначити, що найбільш успішні венчурні програми в Європі фінансуються урядами, при цьому керуються професіоналами з приватного сектора. Найбільш поширеними організаційно-юридичними формами для венчурних інститутів є англо-американська модель партнерства з обмеженою відповідальністю (Limited Liability Partnership) і континентальна модель паралельного інвестування, багато в чому схожа з формою партнерства з обмеженою відповідальністю, поширеною в країнах Бенілюксу (commanditaire vennootschap – CV) [67, с. 23]. Також європейський венчурний капітал характеризується (в силу об'єднаних тенденцій) високим ступенем міждержавної інтеграції: близько 48% припадає на міжнародні (в рамках Європи) венчурні фонди [67, с. 23].

У Європі, на відміну від США, поділу на венчурні фонди й фонди прямих інвестицій не існує. Також великою відмінністю від американського венчурного бізнесу є те, що європейські венчурні фонди розміщують інвестиції практично в усі сектори економіки. В останні роки відбувається переорієнтація європейських венчурних інвестицій в технологічний сектор [35, с. 11]. Ринок Європи, у порівнянні з США, має «скромніші» чеки. Тут лише окремі фонди можуть пропонувати фінансування у розмірі 100-500 млн дол. США. У більшості компанії інвестують 10-20 млн доларів у проекти на стадії series A round. Ряд венчурних фондів працюють в декількох країнах, вкладаючи в

стартапи різної спрямованості. Особливістю венчурної екосистеми Європи є приватні клуби для інвесторів, які ведуть діяльність на базі фондів. Більшість їх знаходиться в Швейцарії, Італії та Німеччині.

Азіатський регіон також в цілому переживає підйом венчурного бізнесу, що почався в 1980-і рр. через які залучилися в цю частину світу інвестиції з усього світу. Дешевизна робочої сили і її прийнятна якість залучали транснаціональні корпорації та венчурні фонди до створення своїх філій. Отримавши доступ до новітніх технологій, китайські, корейські та сінгапурські компанії стали копіювати інноваційні продукти для продажу на внутрішньому ринку, тоді як зроблені в Китаї брендові продукти йшли на експорт. Це яскравий приклад першої моделі розвитку інноваційної сфери, коли компанії в стані лише копіювати чийсь напрацювання, при цьому, однак, доводячи до досконалості запозичені технології. Фінансування стартапів тут відбувається за встановленими правилами - ринок досить консервативний, що в поєднанні з невеликими обсягами інвестицій не дає йому розширюватися в повній мірі. Азія порівняно недавно стала розвивати сферу венчурних капіталів. На території регіону зареєстровано 162 фонди, що мало для такого динамічного ринку. Тому азіатський напрямок активно освоюють компанії з інших країн.

Формуванню азіатської венчурної екосистеми сприяє держава. Ряд фондів створені урядом Китаю, Сінгапуру, беруть участь також великі місцеві корпорації, наприклад, Alibaba і Tencent. Угоди на ринку можуть досягати величезних сум, яскравий приклад – компанія Grab, якій вдалося отримати фінансування в розмірі дол. США 2,5 млрд. Венчурне інвестування в Азії стрімко розвивається, за обсягами капіталу воно вже практично наздогнало американське.

Участь держави часто відіграє вирішальну роль у формуванні того чи іншого процесу. Мова йде не тільки про державну участь у венчурних фондах (прямого створенні державних венчурних фондів або з істотною часткою участі держави) або надання коштів приватним венчурним фондам через системи пільгового кредитування, як у Фінляндії. Істотної різниці між цими процедурами немає. Найбільш ефективні венчурні фонди фінансуються урядами безпосередньо або побічно через фонди фондів, повністю або

частково, але управляються професіоналами з приватного сектора. Це, мабуть, найбільш важливий принцип, який робить венчурний фонд по-справжньому ефективним.

Наприклад, у Фінляндії був створений повністю підпорядкований державі фонд для прямого інвестування в невеликі компанії. У Бельгії інвестиційна компанія Фландрія, створена у 1980 р., з'явилася шляхом реалізації концепції фінансованого урядом венчурного фонду. Розроблена цим фондом стратегія придбання пакетів акцій технологічно-орієнтованих компаній виявилася настільки привабливою й результативною, що сьогодні й приватний капітал наважився інвестувати в GIMV. Німеччина у 1995 р. розробила схему, в рамках якої здійснювалося державне фінансування малих фірм, що роблять інноваційні продукти або послуги, разом з компаніями приватного сектора. І державою гарантується повернення 75% вартості позики, які надаються їм приватними кредитними установами, якщо таке підприємство збанкрутує [39].

Головним в державній політиці в цій сфері є створення інноваційного клімату для виникнення і розвитку нових фірм, зайнятих генеруванням, освоєнням і комерціалізації науково-технічних нововведень. При цьому основні зусилля держави, як правило, направляються на початкові періоди становлення малих інноваційних підприємств. У багатьох розвинених країнах діє ціла система програм, що стимулюють активізацію інноваційного підприємництва.

У Німеччині законодавчо закріплені умови здійснення дотацій на наукові дослідження і підготовку науково-дослідного персоналу. Прийнята програма стимулювання коопераційних інноваційних проектів, що підтримує співпрацю дрібних фірм з державними і приватними науково-дослідними установами. Податкові реформи в Німеччині, спрямовані на розробку механізмів стимулювання венчурного бізнесу, проводяться щодо основних учасників ринку ризикового капіталу: венчурних фондів, венчурних інвесторів і інноваційних підприємств малого і середнього бізнесу [68, с. 118]. Реформування податкового законодавства в сфері оподаткування венчурних фондів в Німеччині ведеться за напрямками, представленими на рис. 2.5.

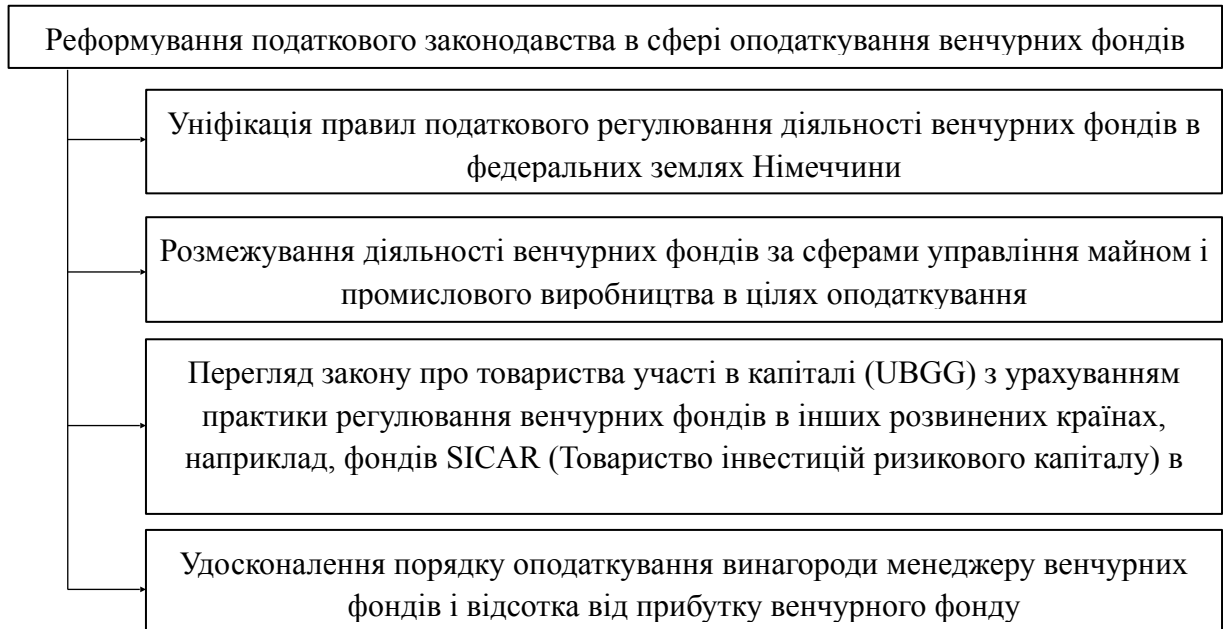


Рис. 2.5. Особливості оподаткування венчурних фондів в Німеччині

Джерело: [68, с. 118]

Для залучення інвесторів в ризикові венчурні проекти в 2002 році в Німеччині був розроблений законопроект, призначений для підвищення привабливості ринку венчурного капіталу для інвесторів. Відповідно до змін, внесених в німецьке законодавство, в даний час тільки 50% валового прибутку, отриманого від інвестування в фонди венчурного капіталу, оподатковуються. До цього часу податком обкладався увесь прибуток.

Особливо показовим є приклад Ізраїлю як країни, що створила спеціальну програму бізнес-інкубування за гранично короткий термін. Її особливістю є той факт, що низькопроцентна позика, яка видається компанії-розробнику, починає виплачуватися тільки після вдалого старту продукту фірми на вільному ринку. Інакше кажучи, всі сили інноватор кидає на доведення продукту до логічного завершення, залучаючи сторонні інвестиції. Всі учасники проектів зацікавлені в успіху, тому що володіють частиною компанії. Протягом двох років фірма повинна створити прототип продукту, розробити бізнес-план і підготуватися до залучення комерційних інвестицій. Для проектів, які були визнані неуспішними і закриті, немає ніяких зобов'язань перед державою з виплати грантів [65].

У 1992 р. в Ізраїлі почалася реалізація програми «Йозма»: уряд створив 10 інвестиційних фондів, які повинні були фінансувати перспективні ділові

починання, перш за все в науково-технічній сфері. Держава виділила їм 100 млн дол., ще 180 млн дол. додали приватні інвестори. В результаті загальна капіталізація компаній, в які інвестували ці фонди, перевищила 8,5 млрд дол. [63] Зі 100 млн дол., виділених фонду при створенні, 80 млн дол. були розподілені по 10 млн дочірнім фондам, в кожен з яких «Йозма» вкладала 40%, а решта 60% були залучені від приватних інвесторів. Таким чином, утворилися фонди із загальною капіталізацією 200 млн дол. Ще 20 млн дол. було вкладено в фонд «Йозма І», який повністю складався з грошей материнського фонду. Детальної звітності по фонду «Йозма І» не збереглося в силу віддаленості розглянутого періоду. При цьому відомо, що в перші ж 1-3 роки кошти фонду були проінвестовані як мінімум в 15 проектів. І вже через чотири роки компанія стала успішно виходити з деяких своїх інвестицій. Наприклад, в 1997 р «Йозма» продала свою частку в Bioscience корпорації Johnson & Johnson за суму, що в 31 раз перевищує початкові вкладення. А компанія e-SIM в той же рік була виведена на IPO, що дало «Йозмі» дохід, який в 29 разів перевищував початкові інвестиції [65]. До 1999 році фонд «Йозма І» був приватизований, а компанія створила фонд «Йозма II» і успішно продовжила свою роботу. Зараз у компанії 180 млн дол. Під управлінням і близько 40 портфельних компаній, 15 компаній, профінансованих «Йозмою», вийшли на IPO [65].

Для побудови ефективної системи венчурного фінансування необхідне розуміння в широких колах важливості даного механізму для життєстійкості економіки. Причому саме в широких колах: і фондами повинна усвідомлюватися власна місія, і реципієнтами, і державою. Тільки коли кожен учасник цього процесу строго сліди власній ролі і виконує покладені на нього функції, механізм починає функціонувати ефективно. Не випадково саме ця мета декларувалася при створенні Національної асоціації венчурного капіталу в США в 1973 р, і до цього дня є однією з найавторитетніших організацій в даній сфері [63]. Це свого роду фундамент, на якому вибудовується механізм безпосереднього фінансування. І без формування подібного фундаменту не може йти мови про адекватну систему венчурного фінансування в Україні.

Для динамічного і сталого розвитку необхідна чітка орієнтація створених механізмів на фінансування інноваційних підприємств і передових

технологій, так як саме вони дозволяють перейти економіці на якісно інший рівень функціонування. Венчурні фонди не повинні розпорошуватися в гонитві за зовні більш прибутковими проектами (прибутковість ця, як правило, короткострокова). У подібних фондів є важлива інституційна функція - сприяти просуванню інновацій в реальний сектор економіки. При цьому вони не тільки допомагають розвитку технологій, а й часто отримують непогані прибутки, так як саме інноваційні проекти після комерціалізації виявляються найбільш прибутковими.

В Європі (та й у всьому світі) існують і інші форми підтримки венчурного бізнесу, крім створення державних фондів. Різноманітність використовуваних різними країнами заходів державного втручання в найбільш загальному плані можна охарактеризувати як заходи, спрямовані на збільшення рентабельності та розвиток фірм (рис. 2.6).

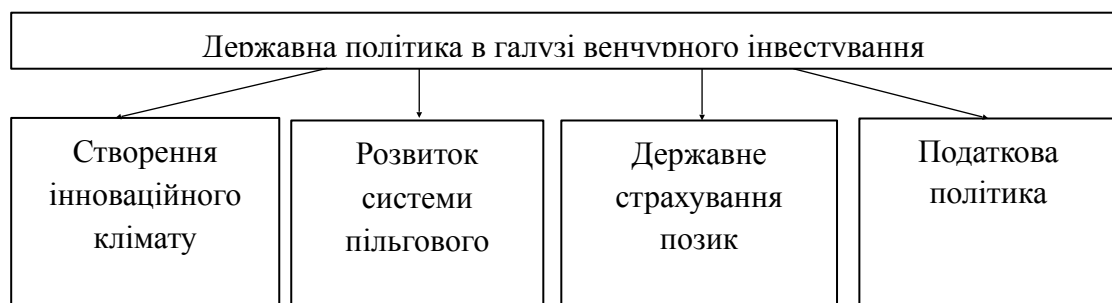


Рис. 2.6. Заходи державної підтримки в галузі венчурного інвестування

Джерело: [67, с. 24]

Охарактеризуємо вплив інших механізмів на процедуру венчурного фінансування. Тут перш за все варто виділити вплив фондових ринків. Той факт, що венчурний майданчик NASDAQ є другим за значимістю після Нью-Йоркської фондової біржі, говорить сам за себе. Це важливий інструмент в системі венчурного фінансування, так як створює двоетапну систему фінансування. Спочатку інновація фінансується фондом, а потім переходить на самофінансування за допомогою використання інструментарію фондового ринку, що сприятливо позначається і на ризики фонду (які з залученням нових джерел диференціюються), і на розмірі залучених компанією, яка створила технології, засобів (які з тих же причин ростуть). Той факт, що ринок венчурного фінансування в Європі розвивався досить повільно до того моменту,

поки не була створена EASDAQ, також досить красномовний і повинен братися до уваги в умовах української дійсності [66, с. 59].

Використовуючи накопичений міжнародний досвід, приклади розвитку венчурного бізнесу в Західній Європі і США, та ефективно впроваджуючи необхідні реформи, Україна цілком могла б сформувати ринок венчурного підприємництва вже через 10 років. Наприклад, Фінляндія в свій час досягнула визначних успіхів у розвитку венчурного бізнесу та високих технологій лише за 10 років, а Ізраїль – за 15 років [39]. Отже, Україні зовсім не обов'язково повторювати шлях розвитку венчурного підприємництва впродовж 20-25 років, через який пройшла Західна Європа. Також для подальшого розвитку венчурних фондів потрібна підтримка з боку держави, бо саме вона повинна бути зацікавлена, щоб венчурний бізнес запрацював на повну потужність. Участь державних інституцій у венчурному інвестуванні має велике значення, оскільки демонструє комерційним інвесторам, що держава готова та здатна розділяти ризик разом з ними.

2.4. Законодавчо-нормативне регулювання функціонування суб'єктів венчурного фінансування в Україні

Відповідно до українського законодавством, венчурний інвестиційний фонд – це корпоративний або пайовий недиверсифікований інвестиційний фонд, активи якого більше, ніж на 50 % складаються з корпоративних прав і цінних паперів, які не котируються на фондових біржах, здійснює виключно приватне розміщення емітованих ним цінних паперів і провадить досить ризиковану інвестиційну стратегію, зокрема, інвестиції у інноваційні проекти [34, с. 230]. Відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування» венчурні фонди можуть бути корпоративними та пайовими [30]. Згідно зі ст. 7 Закону України «Про інститути спільного інвестування», венчурним фондом є недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів

інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб. Приклади, коли поняття «венчурний фонд» визначено законодавчо, у світі знайти складно, проте, в багатьох країнах їх активність на ринку капіталу є значною.

Венчурні фонди за порядком здійснення своєї діяльності відносяться до ІСІ закритого типу, тому беруть на себе зобов'язання викупити емітовані ними цінні папери лише при ліквідації чи реорганізації. Це строкові ІСІ, оскільки інвестиційні фонди закритого типу можуть бути лише строковими. Вони створюються на певний строк, встановлений у проспекті емісії, після закінчення якого ліквідуються або реорганізуються. Венчурним фондам як ІСІ закритого типу надається право нараховувати та сплачувати дивіденди. Обмеженням для таких фондів є те, що цінні папери фонду не підлягають публічному розміщенню й розміщаються лише серед юридичних осіб.

Загалом, для потенційних засновників венчурні фонди є найбільш перспективними серед усіх видів ІСІ, оскільки для них характерні порівняно незначні нормативні обмеження. До венчурного фонду висуваються найменші регулятивні вимоги з боку законодавства, саме це робить його гнучким інструментом для здійснення інвестиційних програм. Утім, підвищена ризикованість венчурних фондів не відлякує інвесторів, так як компенсується широкими інвестиційними можливостями цих фондів, ефективне використання яких може принести інвесторам більші прибутки, ніж при інвестуванні через інші ІСІ.

До основних відмінних рис венчурних фондів в Україні відносяться наступні:

1. Активи венчурного фонду можуть повністю складатися з нерухомості, корпоративних прав та цінних паперів, не допущених до торгів на фондових біржах або з цінних паперів, які не отримали рейтингової оцінки відповідно до законодавства, тобто є неліквідними.

2. Практично необмежені частки від загальних активів, що можуть бути вкладені в окремі цінні папери чи цінні папери окремих класів.

3. До складу активів венчурного фонду можуть входити боргові зобов'язання. Такі зобов'язання можуть бути оформлені векселями, заставними, договорами позики та в інший спосіб, не заборонений законодавством України.

4. Позики за рахунок коштів венчурного фонду можуть надаватися тільки юридичним особам, учасником яких є такий венчурний фонд.

5. Необмежений кількісний склад учасників венчурних фондів, таким учасником може бути й одна особа.

6. Перевага, як правило, віддається фірмам, чиї акції не обертаються на фондовому ринку, а розподілені між акціонерами [1, с. 7].

Варто зазначити, що в Україні дещо спотворене розуміння венчурного бізнесу. Згідно зі статтею 7 Закону України «Про інститути спільного інвестування» [30], що вступив в дію 01.01.2014 р., венчурним фондом є недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне розміщення цінних паперів інституту спільного інвестування серед юридичних та фізичних осіб. Тобто український ринок венчурного бізнесу відрізняється від зарубіжного сферою вкладання венчурного капіталу. Можна сказати, що венчурний капітал в Україні схильний реалізовувати середньоризикові та короткострокові інвестиційні проекти. Так, близько 21 % коштів венчурних фондів інвестовані в цінні папери. Тобто значні кошти спрямовуються не в високоризикові інноваційні розробки, а просто в цінні папери з метою отримання доходів у вигляді дивідендів і відсотків. Інвесторам немає сенсу брати на себе високі ризики інноваційних ідей, адже вони і так мають змогу отримувати високі прибутки.

Основною причиною непопулярності інвестування в новітні технології є відсутність нормативної бази для роботи таких фондів. Вперше на законотворчому рівні функціонування венчурних фондів було передбачено Законом України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [30]. Проте, в цьому законі йдеться лише про інвестиційні фонди, які проводять діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів із метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість, тобто інвестиції в уже існуючий бізнес, або нерухомість. А венчурні фонди повинні працювати як фонди прямого інвестування і виходити за межі інститутів спільного інвестування. Саме тому фонди, що інвестують в інновації, повинні підпорядковуватися окремому законодавству про фонди

прямого інвестування.

В новому Законі «Про інститути спільного інвестування» не зазнали суттєвих змін основні поняття, вимоги до створення і функціонування венчурних фондів [30]. Отже, досі немає законодавства, яке сприятиме розвитку венчурного бізнесу в Україні. Також в українському законодавстві існує заборона для пенсійних фондів і страхових компаній на інвестування до венчурних фондів. Це істотно скорочує потенційну інвестиційну базу для венчурних інвестицій.

На сьогодні реальна ситуація така, що в Україні венчурні фонди використовуються здебільшого для оптимізації управління активами фінансово-промислових холдингів та зниження податкового навантаження (звільнення від податку на прибуток). Венчурні фонди широко використовуються як елемент внутрішньої корпоративної системи управління власністю та фінансовими потоками у холдингових структурах. При цьому сам фонд виступає основним держателем активів – корпоративних прав. Такий механізм дозволяє видавати кредити компаніям холдингу без сплати податків та із зменшенням бази оподаткування прибутку на підприємствах, що отримують позики.

Часто в Україні венчурні фонди не мають за мету ідею спільного інвестування. Вони створюються під активи одного клієнта для реалізації короткострокових проектів або окремих фінансових схем. Відповідно не відбувається входження зовнішніх інвесторів у венчурний фонд. Головними причинами цього є непрозоре й недосконале законодавство, обмеженість фінансування та, відповідно, не вигідність за таких умов здійснювати чисте інвестування в інновації. Це потребує обґрунтування шляхів удосконалення регулювання венчурного інвестування.

Чинне законодавство у сфері розвитку венчурного бізнесу в Україні, на думку фахівців, має певні недоліки (рис. 2.7).

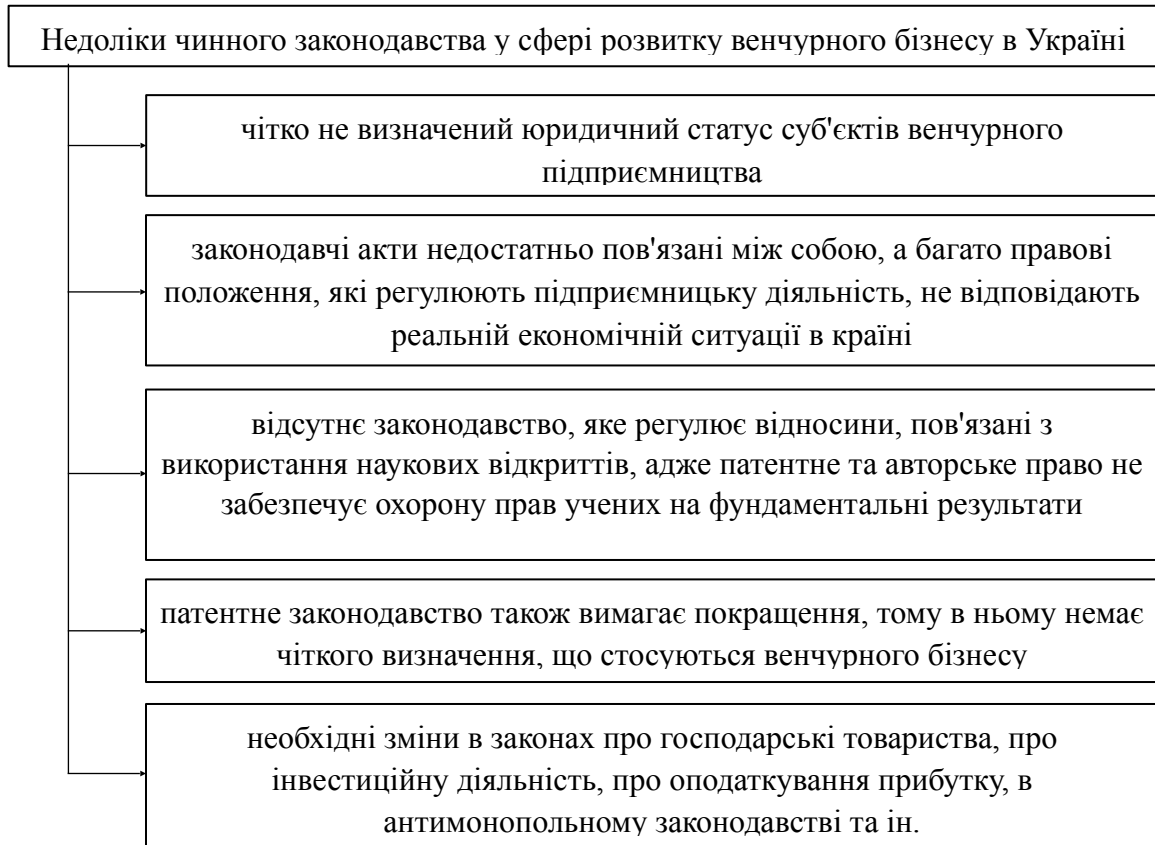


Рис. 2.7. Недоліки чинного законодавства у сфері розвитку венчурного бізнесу

Джерело: [72, с. 60]

Проведені дослідження показують, що в Україні надання державою певних преференцій венчурним фірмам не супроводжується цілісністю системи регулювання їх діяльності. Вплив держави, по суті, обмежується лише контролем за проходженням процедур створення венчурних фондів і збору звітності їх функціонування. Ця звітність дуже часто має формальний характер і не дозволяє уповноваженим органам влади реально відстежувати результати, належним чином коректувати надання податкових пільг відповідним підприємницьким структурам.

Восени 2019 року в Україні з'явилася нова державна структура, призначена для фінансування стартапів - Український фонд стартапів. Структуру створено Кабінетом Міністрів України, а на підтримку перспективних проектів в бюджеті 2019 року було передбачено 50 млн грн. В Наглядову раду увійшли представники бізнесу, сфери інвестицій, держави, зокрема представники Horizon Capital, ECG, TA Venture, Cornel Tech, ПАТ

«Дарниця», Міністерства фінансів України та Державного агентства електронного управління. До моменту запуску обсяг фонду вже склав 390 млн грн. За інформацією від колишнього прем'єр-міністра України В. Гройсмана, в майбутньому розмір фонду має зрости до 4 млрд грн за рахунок донорських і кредитних коштів. Відібрані Фондом стартапи можуть претендувати на суму від 25 000 до 75 000 дол. США на строк до 24 місяців. У такий спосіб передбачається профінансувати від 200 до 600 українських проектів.

Для порівняння зазначимо, що в Австрії створено Національний центр досліджень і розробки (The National Center for Research and Development), який надає фінансування стартапам і загалом розробляє національну інноваційну політику з бюджетом у 562 млн євро. У Швеції аналогічне установа називається National Innovation Agency (Національне інноваційне агентство) і розпоряджається 283 млн євро. У Польщі фінансуванням R & D, розвитком інновацій в наукових установах та організаціях також займається The National Center for Research and Development (Національний центр досліджень і розробки) з бюджетом в 820 млн євро. А в Фінляндії грантове фінансування стартапам надає Innovation Funding Agency Business Finland (Агентство з фінансування технологій та інновацій), воно ж займається просуванням інноваційних продуктів і рішень. Бюджет установи становить 680 млн євро.

Відбір і оцінювання стартапів, які претендують на державне фінансування в Україні здійснює конкурсна комісія з 7 осіб та експертна рада з 10 осіб, серед яких представники венчурного капіталу, фінансові директори, які можуть оцінити фінансову частину проектів та інші фахівці венчурного ринку. Заявки від стартапів приймаються через веб-портал фонду, далі конкурсна комісія проведе оцінку, і проекти відправляться на «пітчінг2 - публічний «захист» своїх ідей. Наступним етапом стає визначення переможців і підписання договорів про надання грантового фінансування. Але другим етапом передбачається кредитне фінансування пільгових проектів. Після того, як проекти отримають фінансування, наглядова рада стежить за виконанням умов договорів.

Проекти оцінюються за 5-бальною шкалою в чотирьох категоріях: інноваційність, комерціалізація, команда і фінанси, стійкість. У кожній з

категорій представлено по 4-6 критеріїв оцінки. Ідея фонду в тому, щоб розвивати стартап-екосистему в Україні і надати фінансові можливості тим, у кого їх немає. При цьому фонд не інвестують у стартапи, які належать великим холдингам або мають можливість розвиватися за рахунок інвестицій існуючого інвестора. На фінансування не зможуть подаватися також проекти, які фізично недоступні для менторства і коучингу або ті, кому на даному етапі розвитку потрібна грантова сума понад 75000 дол. США. Стартап-учасник повинен бути зареєстрований в Україні, і хоча б 51% його бенефіціарів повинні бути з України. Фонд може профінансувати за грантової програми такі заявки як створення прототипу; підтвердження концепції; розвиток бізнесу; реєстрація прав інтелектуальної власності; тестування і пілотний запуск інноваційних рішень або технологій; ідготовка бізнес-плану для залучення акціонерного і венчурного капіталу; витрати на комерціалізацію продукту.

Це не єдина діюча державна ініціатива з підтримки стартапів. Міністерство економічного розвитку і торгівлі разом з Державною інноваційною фінансово-кредитною установою (ДІФКУ) розвиває Фонд підтримки винаходів з бюджетом в 100 млн грн. Мета цього фонду - залучати інвестиції в проекти пріоритетних галузей економіки України: енергетика, енергоефективність, АПК, важке машинобудування, авіація, космічна сфера, ІТ і телекомунікації. На першому етапі фонд надає стартапам послуги вартістю до 500 000 грн на розробку бізнес-моделі, підготовку презентаційних матеріалів, лабораторні тестування, підготовку патентної заявки і аналіз патентної чистоти, консалтингові послуги. На другому етапі стартапи отримують фінансову підтримку в обсязі до 2 млн грн. За даними ДІФКУ, станом на кінець 2019 року гроші отримали вже 30 проектів.

За інформацією від учасників ринку [Максим Яковера], в травні 2019 року в Україні було приблизно 1200 стартаперів, які потребують фінансування. Це означає, що за одне «місце» в фонді доведеться боротися чотирьом претендентам. При цьому вливання живих грошей позначиться на індустрії тільки через кілька років. На думку експертів, перші результати інвестицій будуть помітні лише через 3-4 роки, а оцінювати роботу Фонду варто не раніше ніж через 10 років.

Висновки до розділу 2

1. Із застосуванням кількісних та якісних методів проаналізовано динаміку та особливості венчурного фінансування в Україні та його особливості в контексті глобального інвестиційного ринку стартапів. Позиції України досліджено з урахуванням місця країни в всесвітніх рейтингах StartupBlink, Global Innovation Index, Global Services Location Index, HackerRank. Виявлено, що, хоча упродовж останніх років спостерігається стабільне зростання українського сегменту венчурного фінансування, загальний розмір венчурного фінансування залишається відносно низьким і становить з урахуванням інвестицій, залучених стартапами походженням з України за кордоном, за даними за 2019 рік близько 510 млн дол. США, що складає 2,5% від загального розміру інвестицій в країні за цей період. На ринку діє близько 50 активних інвесторів, кількість значних за розміром угод упродовж останніх років коливається на рівні 5. Основними секторами, в яких спостерігається найбільша кількість профінансованих українських стартапів, виступають онлайн послуги, веб сервіси, електронна торгівля. На основі аналізу динаміки кількості суб'єктів венчурного фінансування, рівня інвестиційної активності, показників залучення інвестицій за стадіями життєвого циклу стартапів доведено, що український ринок прямих і венчурних інвестицій залишається недостатньо розвиненим, характеризується порівняно невеликим обсягом акумульованого капіталу, незначними фінансовими активами діючих учасників.

2. Аналіз інвестиційної результативності українських стартапів з використанням мультиплікаторів оцінювання ринкової вартості та інвестиційної активності довів неоднорідність стартапів і значний відрив трьох крупних компаній від решти. Лідери венчурного інвестування (Gitlab, Bitfury, Grammarly), успішно залучають інвестиції на світових ринках, їх капіталізація становить більше 1 млрд. дол. США, інвесторами

стають іноземні венчурні фонди, а діяльність здійснюється глобально. Доведено, що чинником успішної бізнес-моделі українського стартапу має бути орієнтація на глобальний ринок, готовність до масштабування на міжнародному рівні, навички і компетентності участі у транскордонних проектах для отримання фінансування. Українськими стартапами також активно використовуються можливості залучення фінансування через краудфандингові платформи та криптовалюти.

3. Виявлено, що в Україні представлено всі компоненти інфраструктури підтримки венчурного фінансування, а саме бізнес-інкубатори, бізнес-акселератори, краудфандингові платформи, венчурні студії, інноваційні парки, профільні об'єднання, стратегічні мережі і платформи для пошуку венчурного фінансування, конференції, форуми та ярмарки стартапів, що уможливорює подальший розвиток національної екосистеми венчурного підприємництва на засадах точкового впливу для усунення наявних невідповідностей вимогам глобальної конкурентоспроможності.

4. У роботі проаналізовано зарубіжний досвід створення результативних механізмів підтримки венчурного інвестування та охарактеризовано ефективні напрями державної політики в галузі венчурного інвестування, якими є заходи зі створення інноваційного клімату та стимулювання підприємництва, розвиток системи пільгового кредитування новостворених підприємств, державне страхування позик, гнучке оподаткування діяльності стартапів. Доведено, що специфічними проблемними аспектами українського ринку венчурного фінансування є неpubлічність значної кількості угод, нестача капіталу на внутрішньому ринку й відсутність дешевих грошей, що критично впливає на фінансування стартапів на ранніх стадіях їх життєвого циклу, мала кількість реальних інвесторів, менший рівень захисту їх прав, відсутність належної податкової підтримки, що в сукупності стимулює українських підприємців реєструвати свої стартапи в інших юрисдикціях. Дослідження законодавчо-нормативного регулювання функціонування суб'єктів венчурного фінансування в Україні та аналіз результатів діяльності

Українського фонду стартапів уможливили обґрунтування напрямів покращення чинного законодавства у сфері розвитку венчурного бізнесу.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [73; 78].

РОЗДІЛ 3

ПРОГНОЗУВАННЯ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ СТАРТАПІВ В УКРАЇНІ

3.1. Передумови та ключові орієнтири формування екосистем венчурного фінансування стартапів в Україні

Процеси саморозвитку, що протікають в сфері венчурного інвестування, роблять можливим і доцільним застосування екосистемного підходу, який спочатку застосовувався для біологічних спільнот. Екосистемний підхід, в основі якого лежить дослідження взаємозв'язків між компонентами спільноти та її оточенням, сприяє виявленню проблем розвитку венчурної індустрії з точки зору систем обміну ресурсами та аналізу взаємозв'язків між її учасниками. Застосування цієї теорії для вирішення проблеми низької інноваційної та інвестиційної активності в українському підприємницькому та корпоративному середовищі дозволяє виявити «провали» розвитку національного венчурного ринку, а також змодельовати його довгострокові перспективи.

Венчурна екосистема, на нашу думку, слід розглядати як особливим чином вибудовану сукупність структурних компонент, які визначають цілі, завдання та напрямки розвитку системи відповідно до її стратегічним призначенням в економіці. Успішне функціонування венчурної індустрії можливо тільки в певних умовах, які формують систему взаємозв'язків, що дозволяють активно розвиватися інноваційним процесам. Поняття «екосистема» було введено в науковий обіг англійським ботаніком А. Тенслі, під цим терміном він розумів будь-яку сукупність організмів, які спільно існують, а також їх навколишнє середовище.

У контексті венчурної індустрії, під екосистемою можна розуміти систему «ліфтів», що просувають підприємців, засновників стартапів від ідеї до працюючого на цій ідеї бізнесу. Тобто венчурна екосистема являє собою сукупність взаємопов'язаних елементів венчурного бізнесу для забезпечення її

самопідтримки і саморозвитку за рахунок приватного капіталу. Побудова стійкої венчурної екосистеми є складним і багатоплановим завданням, вирішення якого багато в чому дозволить активізувати інноваційний процес в українській економіці.

Формування та стимулювання розвитку окремих локальних екосистем та національної системи венчурного фінансування є об'єктивною необхідністю для нашої країни, так як, з огляду на досвід розвинених країн світу, використання таких венчурних форм фінансування допомагає домогтися максимально швидкого розвитку високотехнологічних галузей економіки [3, с. 33]. На думку фахівців, «ефект (дохід), який створюється венчурною системою при правильно організованій роботі, з досвіду розвинених країн (США, Японії тощо), може значно (в 10-100) разів перевищити прибутковість капіталу, вкладеного в виробничі інвестиції та цінні папери, при одночасно більш високого ступеня прогнозованої визначеності отримання позитивного ефективного кінцевого результату» [4, с. 49].

Спільноту венчурної екосистеми має бути представлено різними учасниками, що забезпечують просування венчурного капіталу за стадіями інвестиційного процесу – від бізнес-ідеї до появи комерційного продукту.

Можливо виділити наступні типи компонент венчурних екосистем:

- підприємці і підприємницькі структури, які створюють нові інноваційні ідеї та продукти;
- дослідні та освітні (університети, науково-дослідні інститути);
- адміністративні (державні установи, які здійснюють координацію інноваційної діяльності);
- фінансові (банки, приватні і державні інвестори, інвестиційні фонди, бізнес-ангели);
- професійні (професійні об'єднання, що здійснюють координацію венчурної діяльності);
- громадські (суспільні об'єднання, які беруть участь в підтримці інвестиційних процесів).

Взаємодія учасників між собою і з навколишнім середовищем надає еволюційну спрямованість розвитку венчурної екосистеми (табл. 3.1). Так, Дж.

Ноел, в залежності від процентного співвідношення і спрямованості діяльності венчурних фондів, виділяє кілька станів венчурних екосистем: пасивний, прикордонний, динамічний і стійкий [12].

Більшість європейських країн перебувають на третьому еволюційному етапі, що характеризується динамічним розвитком екосистем. До цього стану Європа послідовно йшла упродовж двадцяти п'яти років, пройшовши попередні два етапи.

Четвертий еволюційний етап венчурної екосистеми – це стан стійкого саморозвитку венчурної індустрії, коли на ринку переважно представлені фонди, головним критерієм діяльності яких є максимізація прибутку. Як приклад можна привести венчурну екосистему США, яка послідовно формувалася протягом сорока п'яти років, і венчурну екосистему Ізраїлю, створену за останні п'ятнадцять років і представляє вражаючу історію успіху за такий короткий проміжок часу [7].

Таблиця 3.1

Порівняльна оцінка розвитку екосистем венчурного фінансування

Показник характеристики	США	Європа	Україна
1	2	3	4
Зародження венчурного капіталу	1946 рік	1970-ті роки	1993 рік
Частка на світовому ринку венчурного капіталу	~70%	~15%	~2%
Обсяг залучених венчурних інвестицій (в млн дол. за рік)	33 100	7400	757

Продовження табл. 3.1

1		2	3	4
Тип венчурної екосистеми		Самопідтримуюча розвинена	Така, що розвивається	Переходить у тип, що розвивається
Частка венчурних (і прямих) ...	Посівна стадія (seed)	6,1	1,4	4,5

інвестицій, в%	Початкова стадія (start-up)	46	25	16
Переважаючі інвестори на ранніх стадіях		Пенсійні фонди, фонди прямих інвестицій (за обсягом інвестицій); бізнес-ангели (за кількістю угод)	Пенсійні фонди, банки, фонд фондів (державні інститути)	Недержавні фонди, в тому числі іноземні
Пріоритетні напрямки венчурного інвестування (питома вага інвестицій в загальному обсязі)		ІКТ - 28%; ділові та фінансові послуги - 26%; фармацевтика - 22%	Ділові і фінансові послуги - 31%; фармацевтика - 22%	ІКТ - 75,1%; криптовалюти, e-commerce- 14,6%

Джерело: адаптовано автором на основі [69-73]

На нашу думку, всю сукупність інститутів інфраструктури підтримки венчурного бізнесу можна класифікувати за наступними напрямками сприяння:

- фінансове забезпечення, представлене інститутами, що здійснюють фінансування венчурних проектів на різних стадіях їх життєвого циклу – від посівної (seed) до стадії розширення (expansion);

- організаційно-виробнича інфраструктура, представлена особливою системою організації процесів управління венчурним проектом і його виробничої реалізації, що включає центри трансферу технологій, бізнес-інкубатори, технопарки, індустріальні парки, лабораторії вузів і науково-дослідні організації;

- підтримка наукової спільноти, без якої неможлива генерація інноваційних ідей та їх розробка, представлена закладами вищої освіти, науково-дослідними організаціями, конструкторськими бюро тощо;

- кадрове забезпечення, яке реалізується завдяки закладам освіти, коучинг-центрам та іншим інститутам, основним завданням яких є формування професіоналів нового типу таких, як підприємець-інноватор, менеджер-інноватор;

- правова підтримка, здійснювана за допомогою законодавства у сфері інноваційної та інвестиційної діяльності;

- консалтинг, основне завдання якого полягає в аналізі, обґрунтуванні перспектив розвитку венчурного проекту. У венчурному бізнесі він представлений консалтинговими компаніями, вузами, бізнес-інкубаторами, технопарками, різними вебінарами тощо;

- інформаційне забезпечення, що реалізується за допомогою різних майданчиків зустрічей інвесторів та інноваторів, баз даних інвесторів, інноваційних проектів і підприємств, інтернет-порталів, венчурних ярмарок тощо.

Подібна різноманітність інститутів інфраструктури орієнтує підприємців-стартаперів в динаміці ринку, інформує про наявність потенційних партнерів, істотно підвищує ефективність венчурної індустрії і прискорює інноваційний процес. Власне екосистема – це система обміну енергією, взаємовигідних зв'язків між її учасниками. Однак, для того, щоб сформувалася ефективного середовища одного лише наявності інститутів інфраструктури недостатньо. Крім інститутів, для формування ефективної венчурної екосистеми необхідна наявність взаємозв'язків. Взаємозв'язки в екосистемі не статичні, вони постійно з'являються і відмирають, і від їх ефективності залежить функціонування екосистеми в цілому. Багато в чому характер і динаміку взаємозв'язків формує існуюче правове поле.

Підприємницькій екосистемі можна дати таке визначення - сукупність взаємопов'язаних бізнес-структур і організацій (фірм, венчурних компаній, інвесторів меценатів, банків), установ (університетів, державних організацій, фінансових установ), а також методів ведення бізнесу (створення нових підприємств, зростання, масштаби «надвеликих угод», кількість підприємців, ступінь готовності продати свою компанію, рівень підприємницьких амбіцій), які всі разом забезпечують наявність не лише зв'язків та необхідної інфраструктури, а й дозволяють управляти ефективністю підприємницького середовища.

Вважається, що в венчурній індустрії не існують специфічних проблем, вирішення яких могло б вимагати прийняття спеціального закону [6]. Однак, проблеми в венчурній сфері виникають внаслідок неефективного поєднання цілей держави з цілями інвесторів. Безумовно для цього необхідні юридичні

норми та економічні умови, які забезпечували б інвесторам належну ступінь компенсації за всі ризики, пов'язані з цим видом інвестування.

Країнам, які будують свою економіку в основному на розвиток виробництва і розробки природних ресурсів, хотілося б збільшити свою частку в стрімко зростаючій цифровій економіці. З огляду на важливість базисних позаринкових чинників, для залучення інтересу до формування екосистеми венчурного фінансування з боку вітчизняних і міжнародних інвесторів, країни, яким не вдається провести масштабні реформи в галузі освіти та управління, а також створити сприятливий клімат для розвитку бізнесу, ризикують безнадійно відстати.

На основі проведених досліджень чинники успіху венчурного фінансування об'єднано в групи по дев'яти різними ознаками. Деякі з цих ознак дозволяють пояснити переваги ділового середовища, що підтримує інноваційне підприємництво, а інші вказують на досягнуті результати. На нашу думку, середовище формує передумови для успіху, і досягнуті завдяки ньому результати запускають циклічний процес, що визначає життєздатність венчурних екосистем. Якість, зв'язаність і ефективність функціонування екосистем венчурного фінансування - фактори, які ми назовемо передумовами, - формують умови для успішного розвитку у цій сфері. А матеріальні блага, які при цьому створюються, (економічне зростання, нові робочі місця, зростання добробуту і нові технології) є результатами, які, в свою чергу, формують більш стійку підприємницьку екосистему за рахунок залучення додаткових ресурсів і створення необхідних передумов.

Такий підхід ліг в основу розробленої нами концепції оцінки екосистем венчурного фінансування. На підставі цієї концепції ми визначили методику досягнення успіху і показники, виходячи з яких можна оцінювати розвиток екосистеми венчурного фінансування в країні шляхом регулярного опитування і моніторингу думок учасників ринку (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Методика оцінювання рівня розвитку екосистеми венчурного фінансування

Складова екосистеми	Індикатори	Вага, %
---------------------	------------	---------

1	2	3
Фінансовий капітал	✓ Гранти / субсидії ✓ Приватні інвестори ✓ Краудфандингові платформи ✓ Бізнес-ангели ✓ Венчурний капітал ✓ Державне фінансування ✓ Корпоративні інвестиції (корпоративний венчурний капітал (CVC), ✓ Угоди злиття і поглинання (M & A)) ✓ Ринок цінних паперів ✓ Кредитне фінансування	25
Людський потенціал	✓ Освітні заклади ✓ Можливості підвищення кваліфікації в сфері підприємництва і венчурного фінансування ✓ Навички в сфері НДДКР та інноваційної діяльності ✓ Залучення перспективних працівників до підприємництва всередині країни ✓ Залучення кадрів з-за кордону	10
Мережі	✓ Консультанти та бізнес-тренери ✓ Програми прискореного розвитку і бізнес-інкубатори ✓ Міжнародні зв'язки ✓ Заходи з просування стартапів ✓ Партнерство між навчальними закладами і підприємствами ✓ Центри трансферу технологій ✓ Кластери ✓ Простори для коворкінгу ✓ Технопарки	10

Продовження табл. 3.2

1	2	3
Культура	✓ Ставлення суспільства до підприємництва ✓ Прагнення і амбіції підприємців ✓ Популяризація прикладів для наслідування (прикладів успіху) ✓ Висвітлення підприємницької діяльності в ЗМІ	5
Законодавство	✓ Якість підприємницького середовища ✓ Дотримання норм законодавства ✓ Міжнародна торгівля ✓ Політика в сфері цифрових технологій ✓ Державна політика в сфері НДДКР ✓	15

Інфраструктура IT і комунікаційних технологій	✓ Простота і цінова доступність виходу в Інтернет (за допомогою мобільних або стаціонарних пристроїв) ✓ Поширеність хмарних технологій і центрів зберігання і обробки даних	15
Ринковий потенціал	✓ Комп'ютерна грамотність / готовність користуватися цифровими технологіями >> для індивідуального користування >> для перенесення даних на хмарні ресурси >> використання цифрових технологій в сфері державних послуг ✓ Обсяги внутрішнього ринку >> корпоративний сегмент >> сфера обслуговування >> державні закупівлі ✓ Ефективність внутрішнього ринку ✓ Інтернаціоналізація ✓	20

Джерело: складено автором

Такий підхід можна доповнити аналізом впливу екосистеми венчурного фінансування на створення інновацій на макрорівні (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Показники оцінювання впливу розвитку екосистеми венчурного фінансування

Внесок в економіку	Створення інновацій
--------------------	---------------------

• Масштаби венчурного ринку >> Рівень венчурних інвестицій >> Кількість стартапів >> Частка в ВВП • Зайнятість населення в венчурній індустрії • Темпи зростання >> Рівень доходів, кількість • Збільшення капіталізації >> Ринкова капіталізація, молоді компанії з капіталізацією 1 млрд дол. США • Географічне охоплення >> Частка зарубіжних надходжень >> Кількість міжнародних операторів	• Інновації, створювані новими підприємцями >> Кількість новинок >> Кількість інноваційних технологічних процесів >> Кількість бізнес-моделей, впроваджених на території країни за аналізований рік
--	--

Джерело: складено автором

Розроблена нами структура екосистеми венчурного фінансування відображає всі перераховані вище атрибути і способи їх взаємодії і взаємовпливу. Сім різних компонентів мають працювати, як єдине ціле, формуючи необхідне середовище для виникнення значної кількості нових стартапів.

Політика підтримки нових технологій на державному рівні – законодавство, яке регламентує потоки інформації, інформаційну безпеку, захист персональних даних, охорону прав інтелектуальної власності тощо, а також наявність інноваційного потенціалу, який підкріплюється ефективною державною політикою в області НДДКР – все це має забезпечити надійну основу для розвитку екосистеми. Відкрита зовнішньоторговельна політика дозволяє інтернаціоналізувати діяльність стартапів. Ще одним істотним чинником розвитку екосистеми є високорозвинена інфраструктура доступу в Інтернет за допомогою стаціонарних і мобільних пристроїв за прийнятною ціною. Законодавство в області цифрових технологій, що регламентує транскордонні інформаційні потоки забезпечує більш активне використання високопродуктивних і економічних міжнародних служб на основі хмарних технологій.

Державна політика впливає на всі компоненти підприємницького середовища: на постачальників ресурсів, на посередників всередині екосистеми, а також на діловий клімат всередині екосистеми. Внесок держави важливий в плані створення сприятливих умов для розвитку бізнесу та

заохочення молодих компаній і тих, хто надає їм підтримку. Крім того, держава впливає на всі компоненти екосистеми, і це допомагає визначити ступінь конструктивності сформованої середовища, а також ступінь її структурної взаємозв'язку. Проаналізуємо запропоновані компоненти підприємницької екосистеми.

1. Фінансовий капітал. Для досягнення успіху стартапам необхідно своєчасне фінансування в достатніх обсягах з урахуванням потреб кожної конкретної компанії, а також грамотне керівництво і підтримка. Для досягнення довгострокового успіху необхідні наступні чинники: велика кількість учасників ринку, висока частота укладання угод, високий ступінь інформаційної відкритості, велика кількість фірм з високими темпами розвитку, активна участь з боку інвесторів, а також стабільна продуктивність. Структурні перетворення з метою поліпшення цих показників з великою часткою ймовірності позитивно позначаються на динаміці зростання кількості угод з фінансування стартапів.

2. Кваліфіковані кадри. Стійка екосистема венчурного фінансування ґрунтується на наявності великого числа висококваліфікованих фахівців, які можуть заснувати стартап або працювати на нього. Таким фахівцям необхідно розбиратися не тільки в технічних питаннях, а й в питаннях ведення бізнесу. Наявність таких фахівців стає можливим завдяки фаховій освіті в галузі підприємництва або здатністю освоїти необхідні навички ведення бізнесу в необхідний момент. Певні знання та навички можна отримати в системі вищої освіти, але важливість інших знань буде зрозуміла з часом у процесі практичної діяльності, а для цього в процес навчання будуть залучені представники приватного сектора.

Процвітаюча галузь високих технологій, основою якої є стабільні технологічні компанії, - ось ідеальне навчальне середовище для розвитку навичок в області технологій, таких необхідних для екосистеми стартапів. А для освоєння навичок управління, якими можна і потрібно буде скористатися працівникам стартапів, необхідна наявність стартапів та підприємств МСБ. У навчальні плани закладів вищої освіти в Україні мають бути включені дисципліни, пов'язані з веденням бізнесу, або організовані при відповідних університетах школи бізнесу. В результаті у майбутніх підприємців з'являться

корисні навички управління проектами, проектування виробів, маркетингу та продажів, які необхідні для створення успішних компаній.

3. Мережі. Екосистеми підприємництва і венчурного фінансування найкраще працюють при наявності великої кількості гравців ринку і відповідних структур, а також при їх тісній взаємодії. Подібне середовище дозволяє підприємцям обмінюватися ідеями, підбирати собі колектив, отримувати необхідні ресурси і розвиватися. Інфраструктура підприємницьких екосистем формується за рахунок важливих ресурсів: лабораторій, матеріальної бази, акселераторів, технопарків та фондів.

Для забезпечення лідерських позицій української ділової екосистеми необхідні консультанти. Для української екосистеми підприємництва потенціал виходу на міжнародні ринки полягає у встановленні міжнародних контактів і зв'язків. Формування зв'язків з екосистемами інших країн є ключем до висновку вітчизняних стартапів на міжнародні ринки. Як правило, засновники стартапів зав'язують міжнародні зв'язки самостійно, намагаючись залучити іноземні інвестиції, прагнучи проникнути в іноземні бізнес-інкубатори, реєструючи компанії за межами України або просто переїжджаючи жити за кордон.

Інші заходи, зокрема, створення асоціацій, проведення заходів або спільна реалізація проектів фінансування створять неформальні механізми зміцнення взаємин між вузами і приватними компаніями. Створивши систему цільових грантів, приватні інвестиційні фонди можуть тим самим стимулювати наукові дослідження, створити можливості для спільної роботи, а також сприяти початку досліджень в нових областях.

4. Культура. Культурні очікування і сприйняття підприємництва в цілому визначають поведінку підприємців і ступінь підтримки суспільства. Особливості культури також впливають на те, коли громадяни включаються в комерційну діяльність, і чи включаються вони в неї взагалі. Як правило, культура підтримки підприємництва відрізняється наступними особливостями: люди прагнуть до рівного розподілу влади і багатства в суспільстві за рахунок особистої ініціативи, що видно за низькими показниками дистанції влади, є простір для самореалізації, меншу перевагу віддається громадській діяльності і дотримання суспільних норм і правил. У суспільстві сильний дух змагальності,

високо цінуються особисті досягнення, лідерські навички і впевненість в собі. Люди очікують матеріальної винагороди за свої успіхи. У суспільстві, дотримуватися культури підтримки підприємництва, люди не бояться невизначеності і неоднозначності. У такому суспільстві з більшою терпимістю відносяться до нонконформізму в поведінці і мисленні, прагнуть подолати перешкоди, а не зберегти статус-кво.

5. Законодавство. На підприємницьку діяльність прямий і непрямий вплив здійснюють нормативно-правові акти, що визначають структуру бізнесу, сферу застосування і їх межі, а також джерела інновацій. Багато видів підприємницької діяльності не відрізняються підвищеною складністю. Цим частково пояснюється кількість стартапів, що виникають й успішно працюють. Простота і ясність методів ведення бізнесу може створювати додатковий інтерес до підприємницької діяльності. Цифрові методи реєстрації та ведення бізнесу зводять до мінімуму роботу з оформлення необхідних документів і дозволяють підприємцям встигати більше в умовах обмеженості ресурсів. З точки зору затрат праці та грошей зобов'язання по оформленню та подачі фінансової звітності можуть виступити в якості стримуючого фактору зростання будь-якого стартапу, особливо на ранніх порах його існування, коли фінансові надходження є нерегулярними. Правозастосовна практика у сфері бізнесу, особливо в тому, що стосується вирішення спорів, будується в основному навколо того, як стартапам і їх інвесторам захистити свої права, і скільки це буде коштувати.

Не меншою важливістю володіє і законодавство про банкрутство, оскільки саме законодавство може стати як спонукальним, так і стримуючим фактором при прийнятті рішення про створення нової компанії. В результаті проведених реформ в Україні існують відносно прості і дієві правила створення нових компаній. В результаті проведених урядом реформ терміни реєстрації компаній скоротилися, а порядок спростився. Україна займає 47-е місце у списку 190 країн за показником легкості ведення бізнесу, згідно з оцінкою Світового банку (World Bank's DoingBusiness Index). Проте, в Україні діють відносно складні правила щодо звітності, тому стартапам доводиться наймати окремих співробітників для ведення звітності та для дотримання всіх вимог, що

може виявитися досить відчутним тягарем для невеликих фірм. У рейтингу країн по оподаткуванню і рівню (Taxes and Bureaucracy Index) Україна знаходиться в середині списку, а це означає наявність можливостей для вдосконалення.

Українське законодавство про охорону інтелектуальної власності захищає права авторів об'єктів інтелектуальної власності і передбачає штрафи за порушення, до того ж планується налагодити систему забезпечення виплати таких штрафів через суд, що має підвищити ефективність такого законодавства. Українське законодавство про охорону інтелектуальної власності реалізується відповідно до Угоди про торговельні аспекти прав інтелектуальної власності (ТРИПС) та Угодами ВОІВ про авторські права і товарні знаки. Однак, суперечки про те, наскільки надійно охороняються такі права на практиці, свідчать про те, що більшу увагу слід приділити питанням виконання законодавства з боку українських і зарубіжних власників об'єктів інтелектуальної власності, а також правилам врегулювання суперечок. Ця необхідність підкреслюється тим, що саме з України надходить велика кількість піратського контенту.

Планова система забезпечення примусового виконання законодавства про охорону інтелектуальної власності в суді повинна зміцнити можливості по охороні інтелектуальної власності. Однак, українській судовій системі знадобиться час для створення репутації справедливого і відкритого процесу. Якщо продовжувати орієнтуватися на відповідність передовим міжнародним стандартам, це підвищить привабливість екосистеми технологічного підприємництва.

У даний час в Україні валові внутрішні витрати на НДДКР становлять 0,7 % від ВВП, що нижче, ніж в країнах з розвиненою екосистемою підприємництва, де цей показник досягає 2% - 4%. На частку держави припадає 31% від загальної суми витрат на НДДКР, що є досить високим показником в порівнянні з іншими країнами. Так, наприклад, в Ізраїлі співвідношення частки інвестицій в НДДКР з боку приватного сектора і держави становить 50 до 127. Ще однією причиною відносно невеликої частки участі приватного сектора є відсутність в законодавстві будь-яких пільг для приватних компаній, що

інвестують в НДДКР, що було б критично для формування екосистеми інновацій, яка виправдовувала б себе з комерційної точки зору. У багатьох країнах, наприклад у Британії цілому ряді інших держав, приватним компаніям – незалежно від їх розмірів, – якщо вони інвестують в НДДКР, надаються істотні податкові пільги (у деяких випадках навіть можливість оподаткування за зниженою ставкою). Поряд зі спеціалізованими центрами НДДКР, такі компанії за допомогою інвестицій в окремі стартапи, що займаються технічними розробками, можуть встановити взаємовідносини в сфері НДДКР, що сприяє зміцненню екосистеми технологічного підприємництва. Створення центрального сховища інформації про інновації та надання приватним компаніям можливості пошуку по такому у сховища також може активізувати діяльність по комерціалізації і викликати необхідність для створення спільних проектів в області НДДКР.

Правова база, яка регламентує роботу центрів по передачі технологій, знаходиться ще в стадії розробки, але в кінцевому підсумку вона може послужити основою для більш активної участі представників приватного сектора. На території України діє певна кількість центрів трансферу технологій, що діють на базі вищих навчальних закладів та науково-дослідних інститутів, де здійснюється підготовка на самих ранніх стадіях об'єктів інтелектуальної власності, які можуть в перспективі зійти до складу нових комерційно вигідних технологічних рішень. Можливості комерціалізації, що надаються такими центрами по передачі технологій, посилять спеціалізовані центри передових технологій. Правова база по структуризації порядку надання ліцензій, а також взаємодії між вузами і представниками приватного сектора поки знаходиться на початковій стадії розробки. Удосконалення правової бази та методики ведення бізнесу з урахуванням цих «вузьких місць» може привести до зростання загального числа спільних проектів, а також до створення нових робочих місць для студентів і випускників вузів.

6. Інфраструктура та інформаційно-комунікаційні технології. Широке поширення високошвидкісного доступу до мережі Інтернет за доступною ціною відображає можливості підприємницької екосистеми по швидкому обміну знаннями та поширенню технологій серед населення. Це також показує

місткість ринку стосовно високотехнологічних товарів і послуг. В Україні існує високорозвинена інфраструктура ІТ і комунікаційних технологій з хорошим покриттям. В Україні близько 35 мільйонів чоловік користуються широкосмуговим доступом в Інтернет (з мобільних або стаціонарних пристроїв), а число користувачів смартфонів досягає XX мільйонів осіб. Це відкриває привабливі перспективи для технологічних стартапів по розробці, організації та розширення свого бізнесу на базі широкого спектра Інтернет послуг. У мереж широкосмугового та мобільного зв'язку в Україні велика зона покриття та хороший географічний обхват, а їхні послуги прийнятні за ціною, що просто не може не сприяти появі технологічних стартапів по розробці товарів і послуг з використанням мережі Інтернет. Зона охоплення української мережі ІТ і телекомунікаційних технологій робить країну в цілому привабливою, при цьому практично у 59% сімей є стабільний доступ Інтернет до широкосмугового інтернету через стаціонарні лінії зв'язку. Крім того, дослідження показують, що загальнодоступність хмарних обчислень і їх використання безпосередньо пов'язані з рівнем інновативності країни.

На даний момент інфраструктура центрів зберігання і обробки даних поки не досягла необхідних розмірів, не забезпечує такий рівень безпеки і не пройшла відповідних випробувань, щоб говорити про дотримання цих вимог. Для забезпечення дотримання цих вимог необхідні суттєві зміни в порядок роботи, що може наштовхнути власників багатьох компаній на думку про підвищення розцінок або навіть про відхід з ринку. У підсумку це може позначитися на ступені конкурентоспроможності українського бізнесу. Крім того, індустрія хмарних обчислень знаходиться на ранньому етапі свого розвитку, а це означає, що цілу низку програмних продуктів і послуг, необхідних для розвитку молодих технологічних компаній, поки неможливо скористатися. А це, у свою чергу, впливає на можливості таких фірм по розробці послуг і надання їх споживачам. Наприклад, настройки безпеки повинні відповідати запитам ринку і клієнтів. Належить створити індустрію центрів зберігання і обробки даних і відповідну правову базу відповідно до останніх вимог щодо безпеки, пов'язаності і надійності, а також запобігти

збоям, що викликають масштабні наслідки і (або) факти масового порушення вимог законодавства.

7. Ринковий потенціал. Частка ринку, що належить технологічним стартапам в країні, безпосередньо залежить від розвитку економіки, цифровий грамотності, і від наявності груп споживачів і споживчих звичок, пов'язаних з інтернетом / мобільним зв'язком, а також від схильності пробувати нові програмні продукти і послуги. Інші фактори (наприклад, можливість виходу на корпоративних замовників або інтернаціоналізації) визначають інші можливості розвитку для стартапів. Уряд може вплинути на ринку шляхом прийняття законів про захист прав споживачів, правил, що регламентують конкуренцію, шляхом формування суспільної довіри до онлайн послуг і, особливо, за рахунок реалізації програм державних закупівель та впровадження відповідних правил.

Український ринок Інтернет послуг досить великий і добре розвинений для підтримки стартапів з урахуванням звичок українського споживача. За даними порівняльного дослідження ринків України та США, український споживач навіть більш схильний купувати товари через Інтернет (для України цей показник складає 52%, а для США – 35 %), а також використовувати додатки для телефонного зв'язку (67% – для України та 46% для США). Крім того, Україна займає більш високе положення в порівнянні з іншими країнами за індексом користувачів - фізичних осіб, який дозволяє з достатнім ступенем надійності оцінити рівень цифрової грамотності. У період з 2011 по 2016 рік обсяги мобільного комерції неухильно росли, темпи річного зростання склали 66,2%, а загальний обсяг угод склав 0, 55% від ВВП за 2016 рік.

Рекомендації щодо зміцнення екосистеми венчурного фінансування можна розділити на три основні категорії. По-перше, підвищення рівня прибутку від інновацій шляхом більш активного залучення представників приватного сектора. Україна має високий потенціал в області розвитку технологій. Однак, в силу її історичного розвитку ця сфера діяльності закріплена за великими компаніям і науково-дослідними установами, а не за стартапами. В результаті представникам приватного сектору не вистачає досвіду спільної роботи з стартапами з пошуку, впровадження або розробці технологій або інновацій. В умовах високого рівня ринкової концентрації

власники стартапів, які бажають залучити інвестиції, продати свою продукцію, отримати підтримку і в кінцевому підсумку продати свою фірму, часто досить обмежені у виборі партнерів внаслідок невеликої кількості гравців на ринку. Такий рівень концентрації ринку не тільки створює «вузькі місця» в його роботі, але і може негативно позначитися на розподілі сил між покупцями і продавцями, а також обмежити кількість представників приватного сектора, які могли б взяти на озброєння найновіші розробки. На міжнародному рівні представники приватного сектора відіграють куди більш помітну роль, особливо якщо врахувати, що український потенціал в області високих технологій і інновацій оцінюється дуже високо.

У галузях, які швидко розвиваються (наприклад, в області фінансових технологій), можна створювати платформи з підтримкою Open API і надавати стартапам можливості по розробці додатків під конкретні потреби і надалі розміщувати такі додатки на платформі, що належить великій компанії з числа учасників партнерства. Така схема підвищить конкурентоспроможність як великих, так і малих компаній. Розробка заходів по мотивації приватних фірм до збільшення обсягу їх інвестицій в інноваційні проекти. Одним з варіантів зі збільшення капіталовкладень в інноваційні розробки з боку приватних компаній є державні програми стимулювання інвестицій, виплати компенсацій у разі неефективності розробки, а також програми демонстрації ефективності інноваційних розробок для приватного сектора. Це не тільки підвищить окупність інновацій для приватних фірм, але і виведе Україну на новий рівень конкурентоспроможності в області інновацій на міжнародному ринку. Цього можна домогтися, мотивуючи приватні компанії до реалізації спільних проектів з підприємцями, які працюють в області високих технологій, з метою розробки комерційних рішень.

По-друге, створення правової бази для спільних інвестицій в дослідницькі проекти, що реалізуються на базі вузів, незалежних центрів НДДКР, технопарків та окремих компаній. Реалізація спільних інвестиційних проектів на різних рівнях - при наявності продуманих схем і належного рівня інформованості - приверне потоки приватних інвестицій в готові для виведення на ринок інноваційні розробки. для підвищення ефективності і частотності

таких інвестицій знадобляться не тільки грошові вливання, але і нормативна база з відкритою структурою, а також механізми ліцензування, що заохочують спільні інвестиції. Природним середовищем для подібних спільних інвестиційних проектів є центри по передачі технологій. Такі центри якраз створюються з метою пошуку партнерів з числа представників приватного сектора для подальшої роботи з уже готовими інноваційними розробками, а також для спрощення приватних досліджень для потреб приватного сектора. Однак для повномасштабної реалізації цього задуму такі центри необхідно наділити повноваженнями не тільки з пошуку партнерів для угод і розробки схем таких угод, а й з надання консультаційних послуг для ліквідації так званих «вузьких місць» і залучення інтересу. Налагодження взаємин з міжнародними технологічним і компаніям і з метою залучення їх до співпраці та обміну досвідом.

По-третє, підвищення привабливості підприємницької діяльності за рахунок формування культури ведення бізнесу та визнання заслуг підприємців. Високий рівень науково-технічного розвитку країни став ос нової для появи цілого ряду інноваційних розробок, але через нестачу культури ведення бізнесу далеко не всі з цих розробок були доведені до етапу комерційної експлуатації. Підприємці, які завершили свої проекти і продали компанії, є найкращими кандидатами на роль консультантів. Без цієї важливої складової в складі екосистеми українського підприємництва власникам стартапів не вистачає зважених рад, в результаті чого такі недосвідчені підприємці можуть прийняти недостатньо продумані рішення, що підвищує ступінь ризику.

Мотивація підприємців, які завершили свої бізнес-проекти, до участі в житті підприємницької екосистеми На даний момент підприємці, які продають свої компанії, як правило, влаштовуються на роботу в яку-небудь стабільну приватну компанію. Вкрай важливо, щоб такі люди, продавши свій бізнес, включилися в роботу підприємницької екосистеми. Цілком ймовірно, для цього будуть потрібні певні матеріальні стимули, наприклад, якщо такі люди будуть отримувати плату за читання лекцій, консультаційні програми або підбирати проекти для власних капіталовкладень в якості інвесторів меценатів. В результаті може сформуватися позитивна циклічна динаміка роботи

підприємців, які після виходу з одного проекту і продажу відповідної фірми повертаються в екосистему для виховання нових поколінь підприємців.

Розробка і популяризація навчальних програм для консультантів. Особи, які вже працюють або тільки збираються працювати в якості консультантів в рамках підприємницької екосистеми, частіше є фахівцями з досвідом роботи в тій чи іншій області, ніж колишніми підприємцями. У деяких областях (наприклад, в області корпоративних продажів) це є незаперечним плюсом, але є цілий ряд випадків, коли таким наставникам необхідний досвід засновників успішного бізнесу. Відсутність такого досвіду може перешкодити їм сформулювати по справжньому цінну пораду, що підходить для конкретної ситуації. При належному рівні підготовки консультантів таких ситуацій можна буде уникнути. Консультантам необхідно відповідну освіту і знання реалій технологічного підприємництва.

Навчальні програми допоможуть консультантам знайти оптимальне застосування своїм навичкам і знанням з урахуванням поточного стану екосистеми підприємництва, тобто можна буде з упевненістю сказати, що консультанти формулюють свої рекомендації, добре володіючи необхідною інформацією, і такі рекомендації виявляться по справжньому актуальними і цінними. Налагодження зв'язків між українськими підприємцями, які працюють за кордоном, і внутрішньоукраїнською екосистемою венчурного фінансування.

Багато українських бізнесменів, які виїжджають за кордон, є неосвоєним ресурсом для екосистеми українського венчурного фінансування. Якщо ж вдасться налагодити зв'язки між ними і українською венчурною екосистемою, це може відкрити перспективи взаємодії з інвесторами та активізувати діяльність на внутрішньому ринку. Формування культури ведення бізнесу в технічних вузах шляхом включення до навчальних планів за спеціальностями, пов'язаними з інноваціями, дисциплін з курсу бізнес-освіти. Технічні факультети в українських ЗВО завжди відзначалися високою якістю освіти, що особливо актуально в умовах, коли країна прагне стати світовим центром інноваційних розробок.

Висока якість технічної освіти та розвинена інфраструктура НДДКР дозволяють створювати нові розробки із залученням ресурсів ЗВО і цільових

регіональних технопарків, а також супутніх ініціатив. Включення в навчальну програму технічних вузів і факультетів дисциплін з курсу бізнес-освіти допоможе розробникам інноваційних рішень і вченим оцінювати свої проекти з точки зору ринкової окупності, в результаті чого від основного проекту можуть відбруньковуватися дочірні проекти і стартапи, які сприятимуть подальшому розвитку технології. Крім того, у студентів, що володіють знаннями не тільки в області техніки, але і в області бізнесу та які використовують ці знання на практиці при реалізації проектів більше шансів зацікавити як працівника будь-яку приватну компанію, оскільки приватні компанії, як правило, підключаються до проектів в сфері НДДКР вже на пізніх етапах, коли вигода від реалізації таких проектів стає більш очевидною. Облік вартості впровадження, а також витрат праці і часу на ознайомлення з новими вимогами законодавства.

Дана ситуація передбачає два виходи, до яких зможе вдатися держава: по-перше, можна чітко і ясно сформулювати законодавчі вимоги щодо термінів та етапів виконання, або, по-друге, можна опублікувати рекомендації загального характеру і стежити за розвитком ситуації. Перевага другого підходу полягає ще і в тому, що ринкові лідери зможуть сформувати для ринку певні стандарти і змалювати напрямки, яких слід дотримуватися, щоб виконати всі вимоги. Незалежно від обраного варіанту законодавцям необхідно буде чітко показати, що ситуація на ринку піддається перегляду і в законодавство будуть внесені додаткові поправки з урахуванням ринкової динаміки і нормативно цільових показників. Облік чинників тимчасових, фінансових витрат і зусиль при розробці регуляторних вимог.

В області новітніх технологій має діяти режим, що передбачає цільове спостереження – своєрідна «регулятивна пісочниця». Цей режим дозволяє компаніям стартапам випробувати свої нові розробки в обмеженою експериментальної середовищі при мінімальному ризику для ринку в цілому. Даний режим також має захищати стартапи від необхідності виконувати занадто велику кількість вимог шляхом створення особливих умов діяльності, в яких окремі вимоги законодавства можна не виконувати. В рамках такого режиму нові технології проходять випробування в сегменті населення, найменше схильному до ризику, при пильному спостереженні з боку регулюючих органів.

Законодавці побачать, як працюють такі технології, і зможуть виявити можливі ризики, які може спричинити за собою їх повномасштабне впровадження.

Таким чином, у законодавців є запас часу для розробки відповідної правової бази. Регулюючі органи в Великобританії, Сінгапурі, Абу Дабі, Малайзії та Австралії скористалися даними режимом для спостереження, проведення випробувань і розробки законодавства, що регламентує застосування високих технологій в сфері фінансових послуг, зокрема, кріптовалют. На наших очах зароджується нова галузь, так би мовити, «законодавчої технології» (regtech), якою користуватимуться законодавці для виявлення, відстеження та аналізу взаємодій між законами і наслідків їх впровадження. Ці технології дозволяють ненав'язливо простежити за галузевими мережами і швидко виявити стратегії учасників ринку, що забезпечують їм виконання вимог того чи іншого закону або його скасування. Дані технології також дозволяють використовувати більш комплексний підхід до розробки нових законів. Розробка механізмів максимального спрощення створення нових компаній з точки зору дотримання вимог законодавства. Деякі з недавніх реформ, пов'язаних з методикою ведення бізнесу, швидше за все, принесуть позитивні результати після свого систематичного застосування.

Новий державний Інтернет портал «Дія» дозволяє отримувати і оплачувати різні державні сервіси, що, у свою чергу, суттєво оптимізує бізнес-процеси. Однак, схоже, інші нововведення не забезпечили спрощення, якого від них очікували: незважаючи на нову програму підготовки та подання податкової звітності та подання звітності, багатьом стартапам доводиться по-старому наймати для цього окремих співробітників і підтримувати всю необхідну інфраструктуру. Учасники підприємницької екосистеми підкреслюють, що виконання всіх вимог до оформлення та подання податкової звітності вимагає чималих додаткових сил і засобів. Зокрема, великої компанії, яка веде масштабну діяльність, нескладно найняти додаткових співробітників, а для маленьких стартапів це суттєва стаття витрат.

Проблему надмірної складності і формалізації методів роботи можна було б вирішити при вивченні вимог до бізнес-процесів силами робочої групи за участю підприємців фахівців в області високих технологій. Така робоча група і

підготовлені їй проекти змін допоможуть в майбутньому виявити області, які потребують окремої доопрацювання. Ще одним виходом із ситуації може стати надання пільг на підставі деяких порогових сум доходу. Це можна обґрунтувати тим, що маленька компанія не зможе ухилитися від сплати податків в особливо великих розмірах або реалізувати будь-які великі шахрайські схеми, а користь від спрощення процедури подання звітності буде суттєвою.

Можна вважати справедливим твердження деяких дослідників про те, що «...для вітчизняного ринку венчурного капіталу необхідно заповнити «інституційні порожнечі» у законодавчій і нормативній базі, що регулює сферу венчурної індустрії, її інфраструктуру ...» [6, с. 175]. Свідченням прихильності держави розвитку критичних технологій і високотехнологічних галузей є формування державних фінансових і нефінансових інститутів розвитку, які є каталізаторами вкладень в інноваційну сферу та політичним інструментом одночасно. Саме вони відіграють ключову роль як у підвищенні сприйнятливості економіки до прискорення технологічного розвитку, до інновацій, так і до формування сприятливого клімату для стимулювання реалізації креативного винахідницької потенціалу.

3.2. Формування результативної бізнес-моделі стартапу та розробка програми залучення інвестицій

Управління залученням венчурного інвестування з боку команди чи власників стартапу в умовах динамічно змінюваного середовища функціонування, передбачає використання відповідного набору методик менеджменту. Вважаємо, що до числа нових інструментів сучасного підприємництва і стратегічного управління, які доцільно використати для цілей менеджменту залученням венчурного інвестування, відноситься, зокрема, формування відповідної бізнес-моделі, що здатна відобразити особливості функціонування підприємства як системи, співвідношення її елементів, спосіб створення цінності, отримання прибутку й формування конкурентних переваг.

Хоча сам термін «бізнес-модель» з'явився у 1970-х роках, у наукових колах інтерес до самої концепції розвинувся з середини 90-х років ХХ ст. Незважаючи на певний прогрес, досягнутий за останнє десятиріччя в розумінні структурного наповнення та особливостей бізнес-моделі, й досі не існує загальновизнаного визначення цього поняття. Виявлено, що підхід до трактування сутності бізнес-моделі «від порядку генерування доходів» передбачає її розгляд як спосіб формування грошових потоків у результаті підприємницької діяльності. У той же час бізнес-модель може ідентифікуватися як «опис, що пояснює, як працює компанія/стартап» й являти собою абстрактне поняття для характеристики в найзагальнішому вигляді методу створення цінності клієнтам й іншим стейкхолдерам, на основі якого й функціонує підприємство (стартап). Зосередження уваги на вивченні концепції функціонування, дає можливість спростити сприйняття й розуміння стартапу, яке досліджується. Це, у свою чергу, дозволяє виділити й розглянути основні компоненти бізнес-моделі, а також взаємозв'язки між ними та особливості діяльності стартапу. Також бізнес-модель може бути визначена як короткий опис того, як набір взаємозв'язаних елементів, що відображує рішення в області стратегії, структури й економіки стартапу, буде використовуватися для створення конкурентної переваги на певних ринках.

Із системної точки зору бізнес-модель є множиною із синергічними зв'язками між елементами, кожний з яких здійснює свій внесок в її функціонування [5]. Отже, бізнес-модель повинна відображати системні властивості і «системну цінність», формування якої є результатом функціонування стартапу в цілому. З іншого боку, бізнес-модель повинна давати можливість ідентифікувати «цілісність» бізнесу стартапу, що розглядається як відкрита система.

Використання концепції бізнес-моделі, на наше переконання, доцільне в межах окремих функціональних підсистем результативного розвитку стартапу, зокрема, залучення венчурного інвестування. Вивчення семантики поняття бізнес-моделі, а також його трактування різними науковцями дало змогу представити дескриптивне визначення терміну «бізнес-модель результативного стартапу» як, насамперед, концептуального інструмента для дослідження та

формалізації логіки залучення венчурного інвестування. Напрацювання такої бізнес-моделі, на нашу думку, уможливить представлення основних компонентів залучення венчурного інвестування, їх взаємовідносин та систему зв'язків стартапу із зовнішнім середовищем, що дозволить створити цілісне уявлення про цей процес та відобразити його найсуттєвіші характеристики.

Формування бізнес-моделі результативного стартапу, а також ідентифікація її структурних компонентів, мають відбуватися із урахуванням специфіки його функціонування в межах сектору/галузі. Це обумовлено тим, що така бізнес-модель визначає, як стартап формує конкурентні переваги за рахунок залучення венчурного інвестування і відображує набір рішень, які характеризують процес створення цінності для заінтересованих сторін. Таким чином, формування та упровадження стратегії венчурного фінансування може дозволити стартапу отримати внутрішні переваги порівняно із конкурентами для зміцнення своїх позицій на ринку.

Для стартапів формалізація такої бізнес-моделі матиме особливу прикладну цінність, оскільки для них нестабільність умов фінансування, багатоаспектність характеру впливу вимог інвесторів як на сам стартап, так і на широке коло його стейкхолдерів, визначають надзвичайну актуальність посилення уваги та використання релевантних підходів до управління залученням венчурного фінансування. На наше переконання, саме така бізнес-модель, що є своєрідним синтезом усіх існуючих підходів до стратегічного управління стартапами та процесів на ньому може найповніше відобразити всі аспекти та специфіку ефективного залучення венчурного фінансування.

Уважаємо, що бізнес-модель повинна відобразити її основні компоненти й взаємозв'язки між ними. На основі узагальнення теоретичного та прикладного доробку, ми вперше пропонуємо адаптований для процесу залучення венчурного інвестування підхід до бізнес-моделі. Узагальнюючи існуючі напрацювання науковців, зокрема, Олександра Остервальдера, Іва Пін'є та інших щодо можливих компонентів бізнес-моделей та беручи до уваги специфіку процесу залучення венчурного фінансування, пропонуємо виділити структурні компоненти бізнес-моделі результативного стартапу, обґрунтувати їх змістовно-логічне наповнення та представити взаємозв'язок (рис. 3.1).

Пропонується виділити десять компонентів бізнес-моделі, які можуть відображати основну архітектуру ефективного залучення венчурного інвестування для фінансування розвитку стартапу, пояснити процес формування конкурентних переваг завдяки цьому процесу. Існуючі між ними зв'язки, на нашу думку, дадуть змогу охарактеризувати основну базову логіку діяльності, що має віддзеркалювати стратегічні рішення в області залучення венчурних інвестуорів.

Узгодження потреб стартапа з інтересами його стейкхолдерів створює необхідне підґрунтя для забезпечення його стабільного функціонування та зростання. Тому вкрай важливими у процесі забезпечення балансу інтересів є ідентифікація основних груп стейкхолдерів і визначення цінності, яка пропонується для них у контексті використання венчурного фінансування. Пропозиція цінності не може відбуватися без її створення, що вимагає від бізнес-моделі пояснення здійснення цих двох процесів. Ці складові описуються компонентами «Ключові стейкхолдери стартапів» та «Пропозиція цінності для стейкхолдерів» бізнес-моделі.

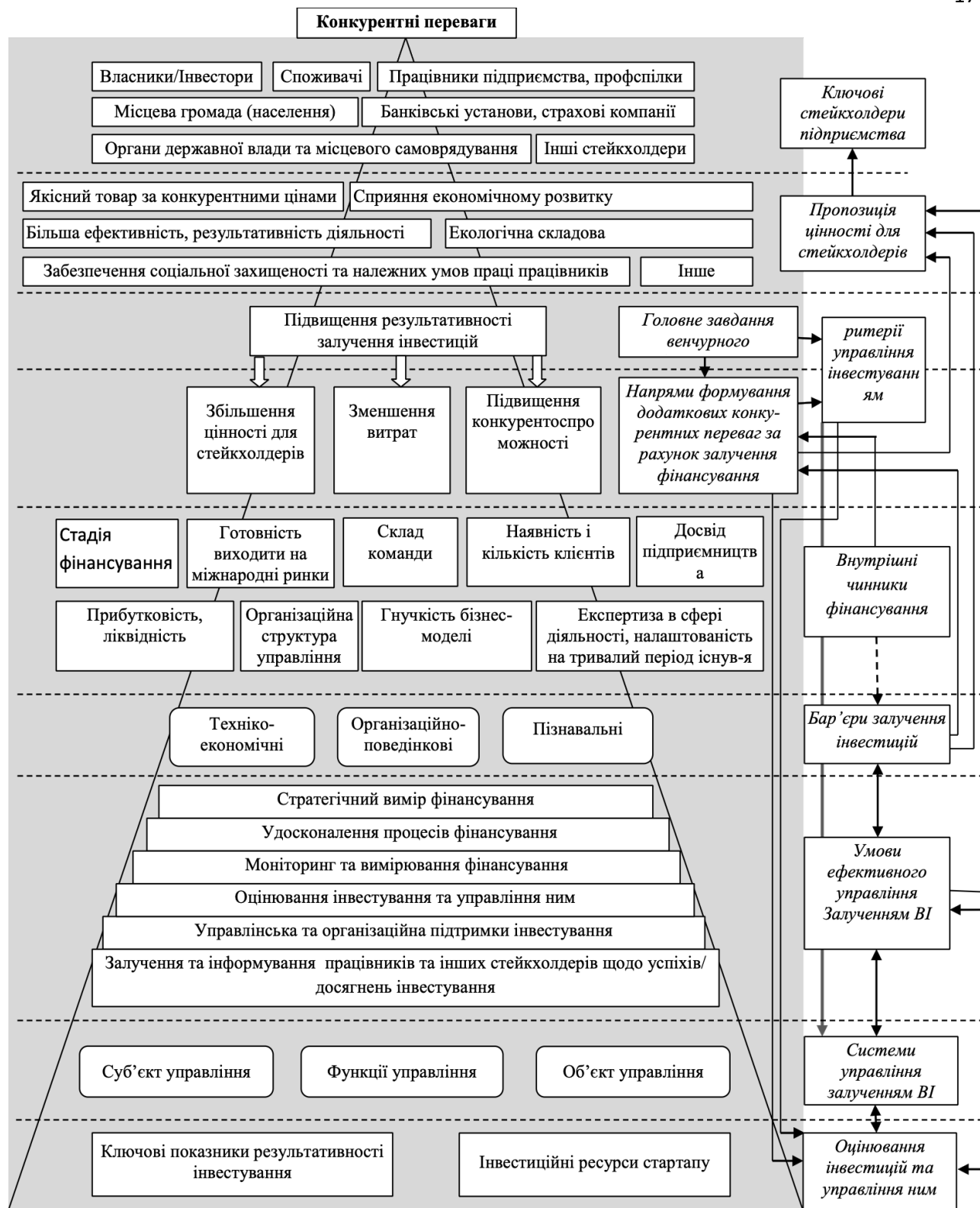


Рис. 3.1. Складові бізнес-моделі результативного стартапу з позиції залучення венчурного фінансування [розроблено автором]

Змістове наповнення компонентів «Головне завдання використання венчурного фінансування» та «Напрями формування додаткових конкурентних

переваг за рахунок залучення венчурного фінансування» є відносно статичним. Залучення венчурного фінансування сприяє формуванню додаткових конкурентних переваг стартапу, які, в свою чергу, забезпечують створення цінності для стейкхолдерів. Таким чином, можемо відмітити діалектичний зв'язок залучення венчурного фінансування з двома розглянутими компонентами, оскільки воно є одночасно і завданням залученням венчурного інвестування, й інструментом формування конкурентних переваг.

Складові вищеназваних структурних компонентів формують, відповідно, критерії управління залученням венчурного інвестуванням: підвищення обсягу доступних інвестицій, зменшення їх вартості, збільшення цінності для стейкхолдерів стартапу, а також зниження залежності від зовнішніх інвестицій та умов їх надання. Ці критерії мають враховуватися стартапом при реалізації всіх етапів менеджменту залученням венчурного інвестування.

Зміст вищезазначеного компоненту бізнес-моделі має стати основою формування системи менеджменту в сфері залученням венчурного інвестування, а системний підхід, у свою чергу, спроможний забезпечити прикладну реалізацію ефективного управління залученням венчурного інвестуванням, і сприяти досягненню його основної мети. Відповідно, система управління залученням венчурного інвестуванням стартапу перебуває під впливом компонентів бізнес-моделі й може розглядатися як комплекс взаємозалежних та взаємодіючих складових, необхідних для ефективного менеджменту цього процесу.

Компоненти бізнес-моделі «Умови ефективного управління залученням венчурного інвестуванням» та «Система управління залученням венчурного інвестування» визначають необхідність оцінювання залученням венчурного інвестування та управління ним. Наповнення компоненту «Оцінювання залученням венчурного інвестування та управління ним» обумовлюється також головним завданням залученням венчурного інвестування, критеріями управління ним, напрямками формування конкурентних переваг за рахунок отриманого фінансування. Таким чином, комплексне оцінювання управління залученням венчурного інвестуванням має здійснюватися, на нашу думку, через аналіз: ключових показників результативності залученням венчурного

інвестування, що зв'язує оцінку із напрямками формування додаткових конкурентних переваг за рахунок підвищення фінансування стартапу; стану процесу залученням венчурного інвестування, через евалюацію оцінювання основних видів діяльності, які складають його зміст, що дасть забезпечити зв'язок із системою управління залученням венчурного інвестування.

Формалізація бізнес-моделі результативного стартапу та виявлення її основних складових є базою для розробки деталізованого плану дій (програми залученням венчурного інвестування). Основними кроками для розробки програми залученням венчурного інвестування є ідентифікація сукупності можливих заходів, їх оцінка відповідно до обраних критеріїв, вибір конкретного їх переліку для програми залучення венчурного інвестування із визначенням послідовності реалізації, розподіл функцій та ресурсів для упровадження заходів.

На нашу думку, обґрунтованим виглядає складання масиву можливих кроків стартапу в межах кожного із внутрішніх чинників залученням венчурного інвестування. Результати проведених теоретико-методичних та емпіричних досліджень венчурного фінансування стартапів дозволяють зробити висновок, що якщо залучення інвестицій для фінансування розвитку стартапу здійснюється недостатньо ефективно, то стартап потрапляє у ситуацію дефіциту фінансування, що призводить до зниження його конкурентоспроможності. Вихід із такої ситуації, на нашу думку, полягає у розробці стратегії залучення венчурних інвестицій та формуванні відповідної культури прийняття інвестиційних рішень та співпраці з інвесторами.

Механізм формування інвестиційної стратегії стартапу може полягати у реалізації наступних стадій:

- Формування/уточнення інвестиційної ідеології стартапу.
- Визначення ринкових та економічних обмежень для досягнення бажаних результатів венчурного фінансування стартапу.
- Формулювання основної стратегічної мети діяльності стартапу.
- Формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності, що забезпечують досягнення основної мети інвестування.

- Розробка цільових стратегічних нормативів інвестиційної діяльності стартапу.
- Встановлення взаємозв'язку стратегічних цілей та побудова «дерева цілей» інвестиційної стратегії стартапу.
- Синхронізація стратегічних цілей з урахуванням вимог та мети інвестиційної стратегії.

Представлений механізм формування інвестиційної стратегії стартапу має на меті формування цілісного бачення інвестиційної концепції розвитку стартапу, що дозволить розробити наступні елементи системи управління інвестиційним забезпеченням його діяльності. Запропоновані елементи механізму формування інвестиційної стратегії стартапу у деяких положеннях дублюються з етапами її розробки, оскільки повинні знаходитися у єдиній площині намірів та загальних інвестиційних цілей.

Таким чином, етапи розробки інвестиційної стратегії передбачають реалізацію наступних дій:

- визначення загального періоду формування інвестиційної стратегії стартапу;
- формування стратегічних цілей інвестиційної діяльності стартапу;
- обґрунтування стратегічних напрямів та форм інвестиційної діяльності стартапу;
- визначення стратегічних напрямів формування інвестиційних ресурсів стартапу;
- формування інвестиційної поведінки (політики) за основними напрямками інвестиційної діяльності стартапу;
- розробка показників оцінки результативності визначеної інвестиційної стратегії стартапу.

Результатом реалізації вищеперерахованих етапів є сформоване розуміння перспективного плану дій організації щодо забезпечення інвестиційної компоненти її діяльності. Нами акумульовано у єдину площину можливі альтернативи інвестиційних концепцій розвитку стартапу, їх інвестиційної поведінки та позиції у залежності від обраної стратегії розвитку (табл. 3.4).

Представлений у табл. 3.4 взаємозв'язок стратегічних складових інвестиційного забезпечення діяльності стартапу має на меті сформулювати багатовимірну позицію щодо управління стратегічно-теоретичною його компонентою.

Стратегія, що формується, повинна ґрунтуватися саме на наявному наборі ресурсів, який і ідентифікує оптимальність стратегічних рішень для конкретного стартапу. Успіх інвестиційної стратегії базується на накопиченні специфічних активів та здібностей та їх експлуатації унікальним чином відповідно до ринкової кон'юнктури. Доведено, що управління фінансуванням стартапу повинно носити стратегічний характер.

Поряд із проведенням детального фінансового аналізу запланованих інвестицій необхідно врахувати включену у ці інвестиційні рішення вартість опціонів. Особливого значення опціонна вартість набуває у ситуаціях, коли чиста приведена вартість проекту, розрахована із використанням норми дисконтування (що взята як величина середньозваженої вартості капіталу) наближається до нульового показника і незрозумілою стає доцільність використання інвестиційних ресурсів. Останнім часом аналітичні засоби оцінки опціонів досить активно розвиваються, тому їх доцільно включати у процедуру прийняття інвестиційних рішень.

Моделі стратегічної інвестиційної позиції стартапу [складено автором]

Види основних інвестиційних стратегій стартапу	Характер інвестиційної поведінки	Моделі стратегічної інвестиційної позиції стартапу		
		Найкраща	Базова	Прийнятна
Стратегія інвестиційної підтримки прискореного росту стартапу	Проактивна	«Сила і можливості»	«Стабільність і можливості»	«Сила та загрози»
<i>Інвестиції</i>		вище середньогалузових значень	вище середньогалузових значень	вище середньогалузових значень
<i>Темпи збільшення виручки</i>		На рівні 15 найбільших, за капіталізацією, стартапів	На рівні 15 найбільших, за капіталізацією, стартапів	На рівні 15 найбільших, за капіталізацією, стартапів
<i>Ринкова вартість</i>		Зростає швидше, ніж у середньому у 5 найбільших, за капіталізацією, стартапів	Зростає швидше, ніж у середньому у 10 найбільших, за капіталізацією, стартапів	Зростає швидше, ніж у середньому у 55 найбільших, за капіталізацією, стартапів
<i>Основні інвестори</i>		Бізнес-ангели, венчурні інвестори, IPO, мезонінне фінансування	Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове і мезонінне фінансування	Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове фінансування
Стратегія інвестиційного забезпечення стабільного зростання	Реактивна	«Стабільність і можливості»	«Сила та загрози»	«Стабільність та загрози»
<i>Інвестиції</i>		На рівні середньогалузових значень	На рівні середньогалузових значень	На рівні середньогалузових значень
<i>Темпи збільшення виручки</i>		На рівні 50 найбільших, за капіталізацією, стартапів	На рівні 50 найбільших, за капіталізацією, стартапів	На рівні 50 найбільших, за капіталізацією, стартапів
<i>Ринкова вартість</i>		Зростає на рівні середньогалузових значень	Зростає на рівні середньогалузових значень	Зростає на рівні середньогалузових значень
<i>Основні інвестори</i>		Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове і мезонінне фінансування	Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове фінансування	Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове фінансування, краудфандинг
Захисна інвестиційна стратегія	Оборонна	«Слабкі сторони та загрози»	«Слабкі сторони та можливості»	«Можливості і загрози»
<i>Інвестиції</i>		На рівні середньогалузових значень	На рівні середньогалузових значень	На рівні середньогалузових значень
<i>Темпи збільшення виручки</i>		Позитивні	Позитивні	Позитивні
<i>Ринкова вартість</i>		Не зростає	Не зростає	Не зростає
<i>Основні інвестори</i>		Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове фінансування	Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове фінансування, краудфандинг	Бізнес-ангели, венчурні інвестори, позикове фінансування, краудфандинг

Управління фінансуванням стартапу полягає у координації та погодженні діяльності щодо залучених до інвестиційного процесу ресурсів за всіма аспектами, що пов'язані з даним поняттям, а саме: їх формуванням, залученням, використанням, структурою, ефективністю. А з огляду на вищезазначене розуміння сутності інвестиційних ресурсів стартапу, ключовим фактором управління буде стратегія його розвитку, покладена в основу концепції створення вартості стартапу.

Методичний інструментарій системи управління фінансуванням діяльності стартапу поліваріантний, має системний характер і повинен застосовуватися в межах реалізації таких стадій (рис. 3.2):

На етапі визначення базових положень концепції створення вартості стартапу, основою якого, як нами зазначалося, є загальна стратегія його розвитку, нами передбачено курс на створення вартості, який має на меті переконати інвестиційне середовище в тому, що у найближчому майбутньому об'єкт його (середовища) інвестиційних вкладень стабільно приносить високі прибутки. Концепція створення вартості повинна акцентувати сильні сторони бізнесу та запевняти інвесторів у своїй довгостроковій ефективності, при цьому демонструючи план подальшого удосконалення бізнесу. Сучасні інвестори краще сприймають фінансово стійкі стартапу, чия історія підтверджувала б життєздатність обраної ними стратегії. Більше того, стартапіву потрібно продемонструвати на реальних прикладах, що певні стратегічні ініціативи принесли реальні фінансові «плоди».

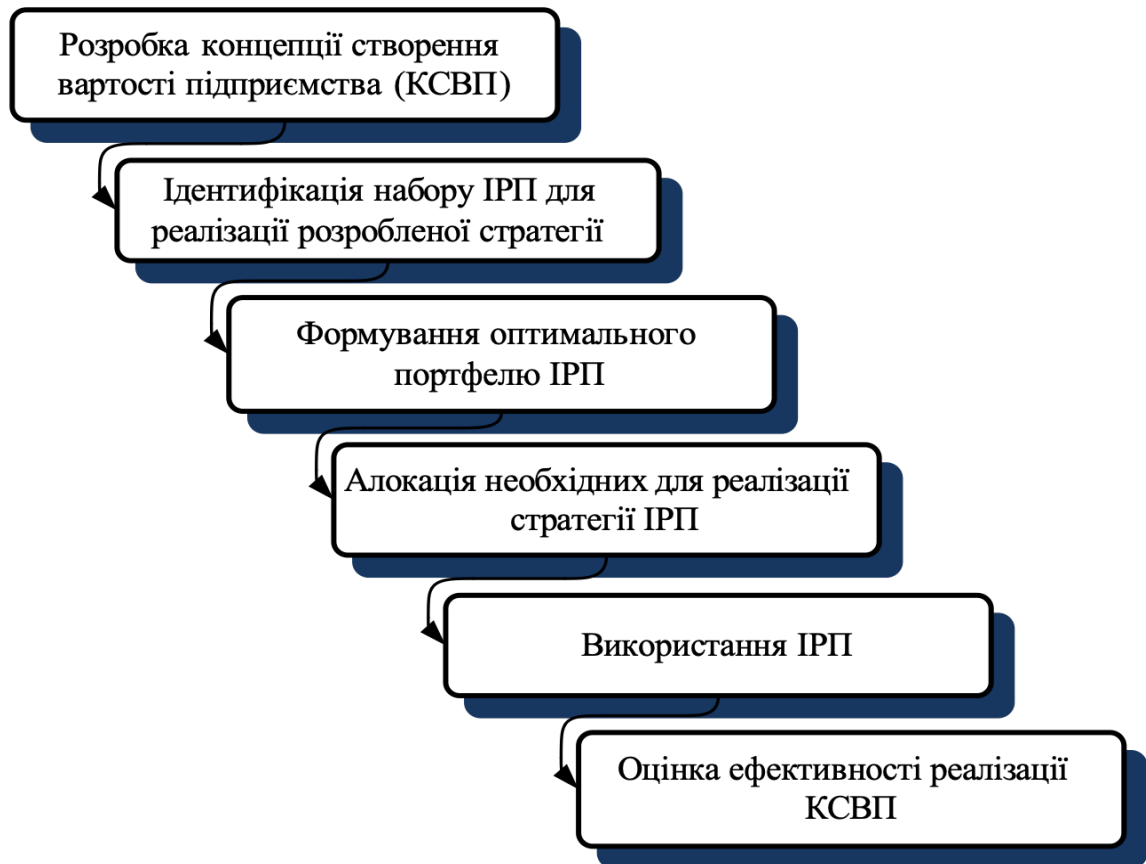


Рис. 3.2. Складові концепції створення вартості стартапу

Джерело: складено автором за [91]

Особливого значення, як нам вдалося виявити, цей постулат набуває для стартапів, вимогливість до яких підвищена з боку учасників ринку. Менеджерам необхідно виявити найважливіші фактори створення вартості – операційного чи стратегічного характеру і на їх основі розробити короткострокові плани підвищення ефективності. Зміст планів спрямований на досягнення раніше встановлених цілей чи скорочення різниці між галузевими стандартами при порівнянні своєї ефективності з ефективністю аналогічних компаній. Як правило, проведення змін і їх відображення у фінансових результатах займає строк від 1-го до 2-х років. Невід’ємною частиною концепції створення вартості є й чітке інформування потенційних інвесторів про власні ініціативи, схеми та строки їх реалізації.

Важливою в даному контексті досліджуваної проблематики є теза Дж. Барні про те, що конкурентна перевага має місце тоді, коли стартапіво реалізує таку концепцію створення вартості (використовуючи свої цінні та рідкісні організаційні ресурси), яка одночасно не може бути реалізована ніким з

її нинішніх або потенційних конкурентів [108]. Таким чином, цей постулат, на нашу думку, підтверджує раціональність припущення про провідну роль ресурсів стартапу у процесі стратегічного управління стартапом з метою підвищення його вартості.

Прийняття менеджментом компанії рішення про публічну модель діяльності майже автоматично визначає курс на постійне підвищення або максимізацію її ринкової капіталізації, що визначає наступні трансформаційні аспекти. У цьому контексті постає рішення про розробку відповідної концепції управління фінансуванням діяльності стартапу, елементом якої є визначення інвестиційних важелів управлінського механізму.

Процес створення та підвищення вартості, за результатами наших досліджень, здійснюється у 4 етапи (рис. 3.3):



рис. 3.3. Етапи створення і підвищення вартості стартапу на ринках капіталу

Джерело: розроблено автором

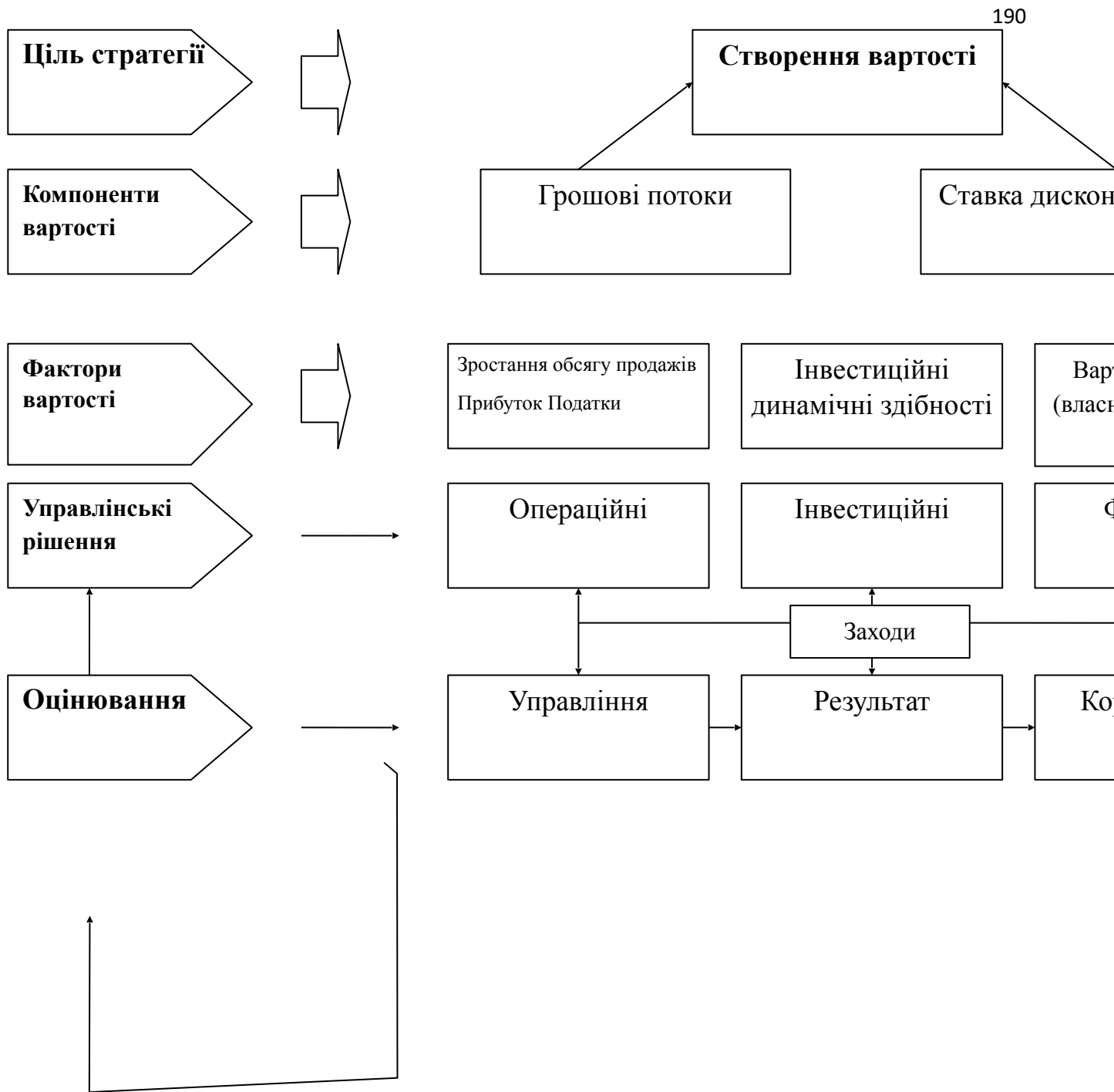


Рис. 3.4. Детермінанти створення та підвищення вартості стартапу

Джерело: розроблено автором

Приймаючи рішення про залучення венчурних інвестицій, стартапи відкривають собі доступ до ресурсів, що здатні забезпечити їх інвестиційні потреби у розвитку. У той же час, стартапи зобов'язуються відповідати наступним 3 групам критеріїв доцільності своєї презентації увазі венчурного інвестора (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Критерії інвестиційної привабливості стартапу для венчурних інвесторів

Вимоги до діяльності	Вимоги до корпоративного управління і засад ведення бізнесу	- Вимоги до стратегії розвитку
- Потенціал успішної діяльності зі значною часткою на профільному ринку;	- Чітка і прозора логіка організаційної структури стартапу;	- Професійна команда менеджерів;
- Стійкі конкурентні позиції;	- Регулярно оприлюднювала фінансова звітність, підготовлена у відповідності до МСБО (IFRS);	- Чітко сформульована стратегія (стратегія розвитку бізнесу);
- Зростаюча галузь/сектор;	- Розвинута культура управління та політика комунікації з інвесторами;	- Чітко сформульована фінансова стратегія, направлена на зростання ринкової капіталізації бізнесу.
- Рентабельність, співставна середній по галузі;	- Ефективна дивідендна політика.	-
- Позитивні фінансові та соціальні результати діяльності;	-	-
- Ефективна структура фінансування.	-	-

Джерело: складено автором за [96; 102]

Недотримання вищезазначених вимог призводить, у подальшому, до недооцінки стартапу на ринках капіталу, недоотриманні потенційно можливого обсягу інвестиційних ресурсів та погіршення привабливості стартапу та його репутації, як нездатної адекватно та ефективно управляти процесом залучення, а значить й фінансуванням своєї діяльності. Вищеназваними причинами ми обумовлюємо необхідність над ретельного всебічного аналізу активності стартапу та підготовчої роботи на досягнення відповідності встановленим вимогам для досягнення максимальної ефективності. Таким чином, ми пропонуємо орієнтовний набір ключових стратегічних показників оцінки ефективності у залежності від стратегічних намірів (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

**Система ключових стратегічних показників оцінювання
ефективності венчурного фінансування діяльності стартапів**

Орієнтація стратегічних намірів стартапу	Можливий склад ключових показників оцінки ефективності
На результати	Виручка, затрати, прибуток (операційний, чистий нерозподілений), грошовий потік (чистий, від операційної діяльності тощо), обсяги продажів
Вартість бізнесу	Ринкова капіталізація Середньозважена вартість капіталу Ринкова додана вартість Додана вартість для акціонерів
Ефективність повернення інвестованих ресурсів	Рентабельність інвестованого капіталу Рентабельність власного капіталу Рентабельність продажів Рентабельність активів Рентабельність інвестицій Обсяг інвестицій
Інновації	Показники, що застосовуються для оцінювання ефективності інвестицій у інноваційних розвиток: - чиста приведена вартість; - індекс дохідності; - внутрішня норма дохідності; - строк окупності; - коефіцієнт рентабельності інновацій; - частка інноваційних продуктів у загальному обсязі виручки.

Джерело: складено автором

У табл. 3.7 представлено орієнтовні значення основних показників діяльності для вітчизняних стартапів, для презентації на ринках капіталу з метою позиціонування на високому рівні інвестиційної привабливості. Дані узагальнено за результатами проведеного аналізу практики фінансування вітчизняних стартапів на ринках капіталу.

Таким чином, ми окреслили основні інвестиційні важелі управління фінансуванням діяльності стартапів та представили можливі альтернативи визначення ефективності його реалізації.

Процес відбору проектів венчурними інвесторами складається з ряду стадій:

1. Скринінг. Цей етап полягає в пошуку венчурними інвесторами стартап-проектів, який може здійснюватися за допомогою моніторингу ЗМІ, а також відвідувань різних тематичних виставок та ярмарків. Спочатку відбирається близько ста проектів, з яких, в кінцевому підсумку, для фінансування відбираються тільки одиниці.

2. Вивчення бізнес-плану. У більшості випадків, як такі дані, представлені в бізнес-плані, для венчурних інвесторів представляють мало інтересу, в зв'язку з їх «абстрактністю». Але, тим не менш, ця стадія дозволяє інвесторам зрозуміти два важливі аспекти, один з яких пов'язаний з перспективою розвитку ринку і частки в ній компанії. Другий аспект пов'язаний з розумінням якості команди менеджерів і їх здатності довести проект до стадії «виходу» венчурного інвестора з компанії.

3. Due diligence. Основна мета due diligence полягає в підтвердженні правдивості інформації, що міститься у всіх наданих документах.

**Орієнтовні нормативи діяльності стартапів на ринку України для
успішного залучення фінансування**

№ з/ п	Показники/мультиплікатори	Стадія життєвого циклу стартапу			Цільові значення для ринку України	
		Рання стадія/ Форму вання посівно го капітал у	Пізня стадія / Зрост ання	Вихід на ІРО	Рання стадія/ Формуванн я посівного капіталу	Пізня стадія/ Зростан ня
	Виручка від реалізації продукції/ послуг проекту	V	V V	V V V	З урахуванням середньогалузових і середньоринкових значень	
	Прибуток		V	V		
	Залучені інвестиції	V V	V V	V V		
	Ринкова вартість стартапу		V V	V V V	Від 10 млн. дол. США	Від 150 млн. дол. США
	Зміна прогнозованої вартості стартапу $Value_{postmoney} / Value_{premoney}$	V V	V V	V V	Більше 2	Більше 3,5
	Вартість стартапу «на виході»	V V	V V	V V	З урахуванням середньогалузових і середньоринкових значень	
	Чиста поточна вартість (NPV)	V	V	V		
	Внутрішня ставка доходності (IRR)	V	V	V	Вище середньогалузових і середньоринкових значень	
	Відношення капіталізації до виручки (Price/Sales)	V	V V	V V V	Більше 5	Більше 15
	Відношення капіталізації до прибутку (Price/Earnings)	V	V V	V V V	Більше 25	Більше 60
	Відношення капіталізації до EBITDA (Price/ EBITDA)	V	V V	V V V	Більше 15	Більше 25
	Відношення вартості до обсягу інвестицій (Price/ EBITDA)	V	V V	V V V	Від 3000 дол. США	Від 10 000 дол. США
	Рентабельність інвестованого капіталу (ROIC)	V	V V	V V V	Вище середньогалузових і середньоринкових значень	
	Залучення інвестицій на 1-го працівника	V	V V	V V	Від 100 тис. дол/ос.	Від 300 тис. дол/ ос.

	Відношення позикових коштів до EBITDA (Борг/ EBITDA)	V	V V	V V	З урахуванням середньогалузевих і середньоринкових значень
--	--	---	-----	-----	--

Джерело: розроблено автором

У разі, якщо бізнес-план проекту схвалений інвесторами, проводиться більш ретельний аналіз компанії, який може включати в себе наступні процедури:

- оцінка вартості бізнесу;
- оцінка ризиків, пов'язаних з проектом;
- аналіз фінансового стану проекту;
- оцінка перспектив бізнесу і конкурентного середовища;
- оцінка здатності менеджменту якісно управляти компанією;
- визначення можливих каналів просування продуктів на ринок;
- визначення можливості захисту інтелектуальної власності;
- визначення обсягів фінансування;
- визначення термінів і шляхів виходу з компанії.

По завершенню всіх вищенаведених стадій і процедур приймається остаточне рішення про фінансування стартапу і укладається договір. Ухвалення рішення венчурним інвестором про доцільність вкладення коштів в венчурний проект багато в чому ґрунтується саме на фінансових показниках діяльності компанії, тобто на оцінці стартапу.

На основі вищевикладеного сформулюємо основні правила для створення дієздатного та ефективного стартапу:

1. Доступність та прозорість інформації про інвесторів, інноваторів та керівників проектів в інформаційних мережах. Інформаційна система має містити загальну характеристику кожного з основних компонентів стартапу, їх сфери та напрями діяльності.

2. Взаємодія всіх ключових елементів системи для запуску стартапу. Ідея, яка є результатом інтелектуальної діяльності інноваторів, стає об'єктом зацікавленості інвестора. Коли креативна та інноваційна ідея отримує достатнє матеріальне забезпечення виникає необхідність ефективного управління процесом реалізації інноваційного проекту. Вона задовольняється за допомогою імплементації позиції CEO – керівника проекту, менеджера, який має певний досвід в інноваційній діяльності та володіє практичними навичками в обраній

сфері реалізації проекту.

3. Взаємовиигідне співробітництво всіх учасників проекту – власника, інноваторів та менеджера для досягнення синергетичного ефекту їх співпраці. Результат може бути досягнений тільки при наявності єдиного бачення кінцевого результату проекту і об'єднання усіх учасників проекту.

4. Розробка та дотримання ефективного бізнес-плану. При правильному підході до підготовки бізнес-плану він зможе стати не тільки формальним багатосторінковим документом, а й практичним керівництвом, покроковим мануалом в реалізації бізнес-ідеї, який дозволить проводити своєчасну оцінку результативності проекту, зможе направити команду на актуальний шлях розвитку, а також коригувати початкові плани в процесі реалізації проекту, відслідковувати вплив змін на прибутковість проекту, його рентабельність та інвестиційну привабливість.

5. Постійний моніторинг ринку, конкурентів, споживачів та попиту на розроблений інноваційний продукт. В сучасних умовах попит споживачів дуже чутливий, тому важливо враховувати всі потреби обраного сегменту ринку та керуватись ними при коригуванні якісних характеристик продукту, що створюється.

6. Максимізація зусиль на презентацію інноваційної бізнес-ідеї. Поточна концепція бізнес-ідеї з усіма розрахунками на основі аналізу особливостей розвитку галузі, в якій планується впровадити інноваційний проект, має бути доступна для сприйняття інших можливих контрагентів стартапу та відображати вигоди, що зацікавлять потенційних інвесторів.

7. Маркетинг майбутнього інноваційного продукту. Маркетинг інновацій в даному випадку, являє собою систематичну активність щодо розробки і просування на ринок товарів, послуг та технологій для задоволення потреб і запитів споживачів у більш ефективний, ніж у конкурентів, спосіб на основі підвищення потенціалу стартапу, пошуку нових напрямів та засобів його використання з метою отримання прибутку та забезпечення умов тривалого виживання й розвитку на ринку. Також сюди можна включити чітке масштабування власного проекту для залучення великої кількості лояльних користувачів і клієнтів, захоплених продуктом, використання краудфандингових

платформ (призначені для розміщення і просування проектів в інтернеті).

8. Залучення підтримки інформаційних соціальних мереж, для просування інноваційних ідей, інноваційних проектів та інноваційних продуктів. В цих питаннях найефективнішою є співпраця з громадськими організаціями, профільними асоціаціями та професійними об'єднаннями, через реєстрацію на їх сайтах, відвідування відкритих зустрічей, приймання участі в роботі комітетів, і по можливості особистого спілкуватися з засновниками та членами цих організацій. Для залучення інвесторів власник бізнес-проекту має відвідувати інвестиційні конференції, виставок і роад-шоу (серія виїзних зустрічей з інвесторами для просування проекту на ринок).

Необхідність розробки бізнес-плану для стартап-проекту можна проаналізувати через призму основних етапів його підготовки:

1. Розробка стратегії розвитку стартапу, зазначення складових його реалізації та бачення кінцевого результату проекту.

2. Аналіз ринку, вивчення його поточних тенденцій, рівня цін і конкуренції, а також оцінка місткості та перспектив розвитку ринку. Дослідження можна проводити на основі офіційних даних Державної Служби статистики, профільних міністерств, бази митної служби, а також інформації операторів ринку.

3. Підготовка фінансового плану, що має містити: бюджет первинних інвестицій; планові обсяги продажів; детальний перелік операційних витрат та їх планові розміри; плановий розрахунок виручки і грошового потоку; аналіз точки беззбитковості; розрахунок планових показників інвестиційної привабливості, прибутковості і рентабельності запланованого проекту і т.п.

4. Складання описової частини бізнес-плану на основі результатів проведеної роботи та отриманої інформації на другому та третьому етапах. При підготовці описової частини бізнес-плану доцільно використовувати рекомендації одного з існуючих міжнародних стандартів: UNIDO, ЄБРР, TACIS та ін. Важливо пам'ятати, що всі міжнародні стандарти побудови бізнес-планів носять рекомендаційний характер.

5. Розробка презентації стартапу для майбутніх бізнес-партнерів та інвесторів.

Дуже важливий аспект – відеопрезентація, вона повинна бути щирою і інформативною. Головним, що необхідно донести в презентації проекту, є його унікальність, прогресивна прибутковість, ефективність, конкурентоспроможність та довгостроковість.

Бізнес-план є рушійною силою розвитку стартапів, стадії якого зобразимо в табл. 3.8.

Таблиця 3.8

Особливості обґрунтування бізнес-плану за стадіями розвитку стартапу

Стадія стартапу	Характеристика
1	2
Pre — STARTUP стадія	
Стадія pre-seed	Існує ідея та визначено, що саме треба покупцям, проте ще немає чіткого уявлення про те, як цю ідею краще реалізовувати технічно і як її слід просувати, щоб вона приносила гроші, або ж є, але тільки в узагальненому вигляді.
Seed стадія	Вивчається ринок, складається план стартапу, складається і виконується технічне завдання, створюється і тестується прототип, йде пошук перших інвесторів та підготовка до пуску проекту.
Прототип	Створення технічного завдання та проектування інтерфейсів
Робочий прототип	Створення продукту або проекту з самими основними функціями
Альфа-версія проекту (продукту)	Продукт (проект) вже готовий, але ще не протестований. В процесі випробування, в інтерфейс вносяться деякі дрібні корективи, які не були враховані при розробці та створенні технічного завдання. Ведуться переговори з першими клієнтами.

Продовження табл. 3.8

1	2
Закрита бета-версія проекту (продукту)	Інноваційний проект вже має вигляд, близький до того, яким його задумували стартапери, у проекту (продукту) з'являється невелика кількість користувачів, запрошених засновниками стартапу для того, щоб випробувати сервіс і повідомити про недоробки і можливі поліпшення.

Публічна бета-версія проекту (продукту)	Ведеться помірно активне залучення користувачів, яким необхідні послуги, що пропонує проект. Часто публічна бета-версія відбувається шляхом розповсюдження обмеженої кількості запрошень. Також укладаються договори з першими клієнтами.
Запуск проекту в експлуатацію (продукту в виробництво)	
Startup стадія	Вирішальна стадія для будь-якого проекту - рання і пізня startup стадія - стадія запуску і початковий період його роботи.
Post STARTUP стадія	
Стадія зростання	Стартап займає на ринку стійке становище і впевнено рухається до завоювання ніші, яка була намічена на стадії написання бізнес-плану.
Стадія розширення	Стартап наблизився до виконання бізнес-плану на первинному цільовому ринку, і починає збільшувати кордон за рахунок завоювання інших ринків. Розширювати бізнес компанія може як одноособово, так і за рахунок покупки інших стартапів.
Стадія виходу	Вихід з бізнесу (частково або повністю) бізнес-ангелів та венчурних інвесторів, які раніше приймали участь у фінансуванні стартапу. Вихід може відбуватися через продаж фірми стратегічним інвесторам, через розміщення акцій компанії на біржі (вихід на IPO) і через приватне розміщення (продаж акцій стартапу). Венчурні фонди фінансують перспективні стартапи які на початковій стадії росту, як правило, завжди демонструють стрімке зростання, а до стадії виходу зростання стартапу уповільнюється в порівнянні з попередніми стадіями, хоча сам бізнес стає більш стабільним. Також одним з варіантів «виходу» стартаперів та інвесторів може бути припинення бізнесу і банкрутство стартапу.

Джерело: складено автором за [28-34]

Ефективна розробка бізнес-плану є важливим етапом успішної реалізації стартапу, який дозволяє оцінити успішність упровадження інноваційної бізнес-ідеї, її перспективність і прибутковість, а також виконати порівняння досягнутих фактичних результатів з плановими показниками та оперативно коригувати тактику ведення бізнесу.

3.3. Розробка програми розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні та її регламентація

Державне регулювання венчурної діяльності є невід'ємною складовою здійснення венчурного інвестування та розвитку венчурної індустрії в Україні (рис. 3.5.) [1, с. 60].

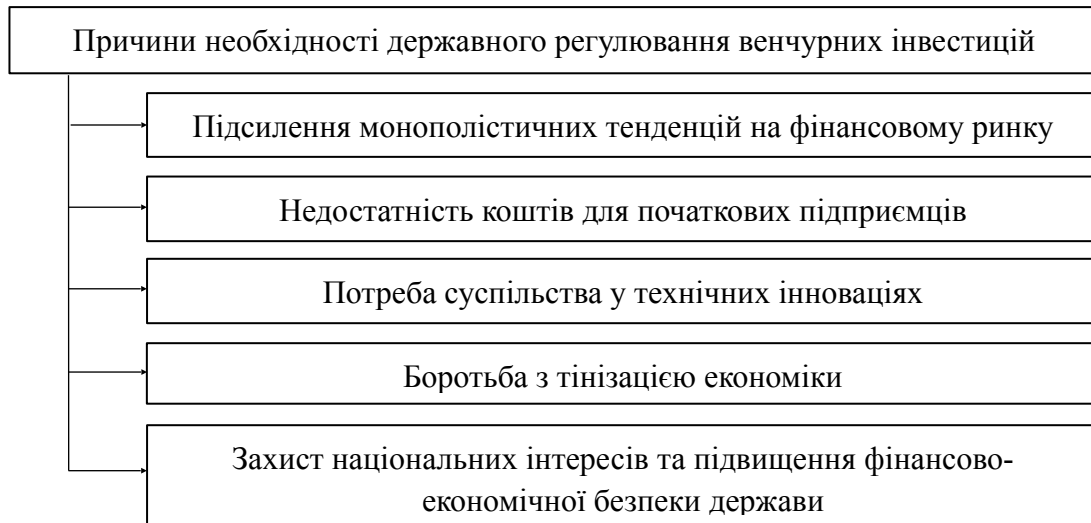


Рис. 3.5. Причини необхідності державного регулювання венчурних інвестицій

Джерело: [67, с. 114]

Метою державного регулювання венчурних інвестицій є створення сприятливих умов для розвитку венчурних інвестицій, захист інтересів учасників ходу венчурного інвестування та створення систематичності фінансового забезпечення венчурних вкладень.

Як відомо, економіка України характеризується низкою переваг, які можуть сприяти розвитку підприємницьких структур венчурного капіталу, а саме:

- наявність висококваліфікованої і творчої робочої сили;
- великі запаси матеріально-сировинних ресурсів;
- зручне географічне положення, що дає можливість використовувати у логістиці всі види транспорту;
- сприятливі кліматичні умови та інші [68, с. 67].

Разом з тим, можна нарахувати велику кількість перешкод, які гальмують розвиток венчурного підприємництва та венчурного інвестування.

Виходячи з функцій венчурного капіталу, доцільно перейти до розгляду цілей венчурного фінансування на двох рівнях (табл. 3.9):

- на національному рівні з позиції сприяння соціально-економічному розвитку країни;
- на рівні суб'єкта фінансування з позиції венчурного фонду або бізнес-ангела.

Таблиця 3.9

Основні цілі венчурного фінансування у контексті державних пріоритетів

Державні цілі та пріоритети	Цілі венчурного інвестора
1. Створення нових робочих місць та підвищення рівня життя населення	1. Отримання засновницького та підприємницького прибутку
2. Фінансове забезпечення динамічного розвитку конкурентоспроможної економіки з високотехнологічними галузями	2. Отримання домінуючого положення на ринках збуту товарів і послуг, в т. ч. природної монополії
3. Розвиток і впровадження передових досягнень науки і техніки	3. Соціальна відповідальність бізнесу
4. Отримання домінуючих позицій на існуючих міжнародних ринках збуту, а також створення нових, ексклюзивних продуктів з відповідним збором «перших вершків» на створених ринках	4. Отримання прибутку, який істотно вище, ніж при розміщенні коштів на банківському депозиті або інвестуванні у цінні папери. Прибутковість на рівні 20- 40% у рік
5. Позитивні трансформаційні процеси в економіці, що призводять до її більшої стійкості та структурованості	5. Можливість бути причетним до створення нової прогресивної технології, що зможе стимулювати науково-технічний прогрес країни

Розвиток венчурного фінансування сприяє досягненню та реалізації визначених державою цілей та завдань з огляду на функції, які виконує венчурний капітал в економіці. Створення нових робочих місць, розвиток технологій та становлення конкурентоспроможної економіки, які виступають пріоритетом у будь-якій економічній системі, можливі за умови сприяння становлення та розбудови венчурного фінансування, суб'єкти, якого на мікрорівні переслідують ціль отримання прибутку. Обіймання державою

домінуючих позицій на міжнародних ринках можливе за рахунок створення необхідних умов для успішного функціонування венчурних інвесторів.

У зв'язку з певною кореспонденцією державних пріоритетів та цілей венчурних фондів, слід відзначити, що особливість венчурного фінансування полягає в органічному поєднанні, з одного боку, інтересів держави, а з іншого – інвестора, що дозволяє, по-перше, максимізувати прибуток при наявності високого ризику втрати капіталу, по-друге, сприяти розвитку науково-технічного прогресу і конкурентоспроможних технологій створення і виробництва наукомісткої продукції.

Вище позначені цілі венчурного фінансування формують завдання, які необхідно вирішити для реалізації інтересів як держави, так і венчурного інвестора, що відображено в табл. 3.10.

Таблиця 3.10

Завдання венчурного фінансування у взаємозв'язку з державними пріоритетами

Державні завдання	Завдання венчурного інвестора (фонду)
1	2
1. Створення та реформування необхідним чином нормативно-законодавчої бази, яка виступає основою процесів венчурного фінансування в будь-якій економічній системі.	1. Передача накопиченого досвіду в частині організації процесів виробництва, менеджменту об'єктам венчурного фінансування.

Продовження табл. 3.10

1	2
2. Застосування фіскальних важелів, що стимулюють активізацію процесів венчурного фінансування: податкові пільги, кредити, преференції.	2. Розширення мережі ділових зв'язків об'єкта інвестування та виведення його на новий рівень розвитку.
3. Розширення спектру інструментів фондового ринку, необхідних для реалізації венчурних інвестицій.	3. Здійснення капіталовкладень і прийняття комерційних ризиків

4. Створення інформаційної підтримки венчурного фінансування шляхом проведення венчурних ярмарків і конференцій, інвестиційних форумів.	4. Комерціалізація науково-технічних розробок (науково-технічних проектів та результатів інтелектуальної діяльності).
5. Створення системи гарантій для венчурних інвесторів, що захищають їх капітал і авторські права.	5. Сприяння формуванню позитивного іміджу венчурного фонду та венчурних фірм.
6. Всебічний розвиток людського капіталу, який є ключовим елементом у будь-якій системі і, безумовно, відіграє важливу роль у венчурному фінансуванні, що потребує кваліфікованих і підготовлених до вимог ринку фахівців.	

В Україні сьогодні відомо не дуже багато проектів, які могли б зацікавити венчурного інвестора, це спричинено недостатньою кількістю невеликих інноваційних фірм, і в першу чергу – у сфері високотехнологічного бізнесу, або тим, що такі підприємства невідомі широкому загалу через відсутність відповідної інформації про їх діяльність та успішні проекти. Результати конкурсів інноваційних проектів, що протягом останніх років проводяться Міністерством освіти і науки, не є показовими, оскільки вони не стимулюють матеріально учасників належним чином, і тому беруть участь в них регулярно практично одні й ті ж самі організації. А тому інноваційні розробки оминають такі конкурси, а шукають своїх інвесторів через Інтернет-мережу чи інші канали комунікацій.

Успішне виконання завдань венчурним інвестором в процесі досягнення визначених цілей можливе за умови реалізації урядом окресленого кола задач, яке покликане створити необхідні сприятливі умови розвитку венчурного фінансування. На уряд покладається створення, що відповідає потребам часу та економіки нормативно-законодавчої бази, запровадження заходів з удосконалення фондового ринку, реформування податкової політики, створення системи гарантій. Спільним завданням як для держави, так і для венчурного інвестора є всебічний розвиток людського капіталу, який є рушійною силою будь-яких економічних процесів. За умови ефективної взаємодії та партнерства венчурних фондів та державних органів влади можливе прискорення трансформаційних процесів в економіці.

Однак при цьому в українському законодавстві досі немає поняття "стартап". Хоча воно може з'явитися найближчим часом. У Верховній Раді

zareestrowano zakonoprojekt №2615, yakim proponuetsya wvesti novu p'yatu grupu dlya sub'ektiv gospodaruwannya, yakі wkorystowuyut sprowshenu sistemu opodatkuwannya. Zawdannya zakonoprojektu – zabezpechiti podatkovu pidtrimku startapiv yak novoho, innowatsiynoho biznesu. Pri tshomu projekt proponue dositsh dwinu definiitsiu dlya startapu – "nowostworений sub'ekt gospodaruwannya (yuridichna osoba abo fizichna osoba-pidpriyemets'), yakий ще ne wiznachivsya z formoю opodatkuwannya". Tobto teoretichno startapom moze wvazhatysya i banal'nii znovu widkритий magazin. U switoviy zhe praktitsi startap - zhe molođa technologichna kompaniya, yaka pokazue duzhe khoroший zrostannya za klyuchovimi pokaznikami – audytoria, wirutka ta in. – za rakhunok yakoysh nowoi technologii, swogo nou-hau.

Osnovnim aspektom wrishennya problemy utworennya organizatsiyno-ekonomichnogo mekhanizmu funktsionuwannya ukraiyns'kogo rynku wenchurnogo kapitalu e formuwannya institutsiynih umow wenchurnogo inwestuwannya. Institutsionalne reguluwannya rynku wenchurnogo kapitalu predstavlyae protses spil'nogo wplywu institutiv derzhawnogo reguluwannya, institutiv samoreguluwannya ta institutiv publ'ichnogo kontrolyu, spryamovanih na uchasnykiv rynku wenchurnih kapitaliv.

Mozhna wiznachiti takі metody organizatsii institutsional'nogo reguluwannya:

- metody monitoringu sotsial'no-ekonomichnih parametrov;
- metody wiznachennya tsilei;
- metody obgruntuwannya risheń ta metody kontrolyu wikonannya funktsii uchasnykami protsesu [68, s. 68].

Proanalizuwavshi problemy, yakі galyumuyut rozwytok wenchurnogo finansuwannya witsiznyanoi innowatsiynoi diyal'nosti ta oznayomivshys' z poglyadami naukowtsiv shhodo shlykhiv iħ podolannya, na nashu dumku, dlya zabezpechennya efektywnogo wkorystannya naukowo-technologichnogo y intelektual'nogo potentsialu Ukrainy, pershocherowo neobkhidno wzhiti takі zakhody:

1. Neobkhidno udoskonaliti zakonodawstvo z wenchurnogo finansuwannya. Rozrobity Konceptsiyu rozwytku natsional'noi wenchurnoi indusrii, u yakii wesy

контроль та увагу приділяти формуванню та забезпеченню реалізації єдиної державної політики щодо захисту венчурних інвесторів, залучення інвестиційних капіталів і технологій, розвитку та діяльності ринку цінних паперів та їх похідних, обігу акцій на другорядному ринку та сприяти пристосуванню національного фондового ринку до міжнародних стандартів. Завданням уряду, в першу чергу, є чітке законодавче окреслення поняття венчурного фінансування і принципів та механізмів його виконання. Так, поняття «венчурне підприємництво» є в нормативно-правових актах України, проте в них немає визначення суті функцій, принципів діяльності венчурних компаній та фондів.

2. Переглянути та запровадити схеми податкового стимулювання інноваційної діяльності (рис. 3.6.).

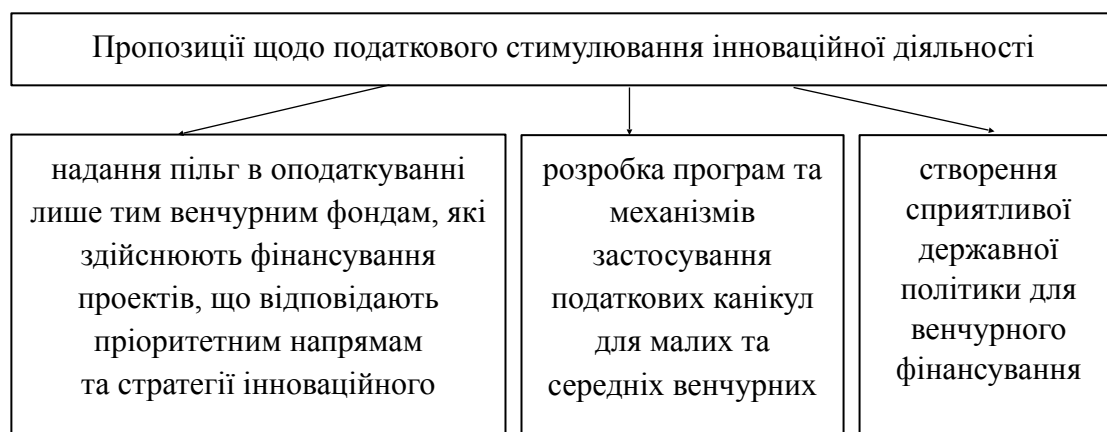


Рис. 3.6. Пропозиції щодо податкового стимулювання інноваційної діяльності

Джерело: [69, с. 65]

3. Впровадити фінансові стимули для інвестування до венчурних фондів, малих і середніх інноваційних фірм шляхом:

– зниження державою венчурних ризиків приватних інвесторів, у тому числі шляхом державних гарантій за кредитами венчурним фондам або новим малим компаніям (наприклад, у Франції – SOFARIS) та сприяння диверсифікації капіталів приватних венчурних фондів шляхом участі державного венчурного фонду в спеціально відібраних проектах;

– впровадження й розробки механізму державного страхування кредитів, що надаються ринковими фінансово-кредитними установами під реалізацію інноваційних проектів.

4. Врегулювати систему захисту інтелектуальної власності вітчизняних дослідників та підприємців та реалізовувати кейси на практиці по захисту прав інтелектуальної власності.

5. Створення необхідних умов для розвитку венчурного фінансування, вкрай важливого на ранніх стадіях розвитку фірм, що вимагає змін цивільного законодавства щодо закріплення прав власності бізнес-ангелів у венчурних проектах.

6. Сприяти розвитку інноваційної інфраструктури, важливим елементами якої є технопарки, бізнес-інкубатори, центри трансферту технологій та, звичайно, венчурні фонди; проведення інноваційних конкурсів, експертних рад, венчурних ярмарків національного та регіонального рівня. Необхідною умовою є поєднання всіх елементів інноваційної інфраструктури в інформаційну мережу, що дозволить взаємодіяти бізнесу й капіталу, авторам проектів з потенційними інвесторами та сприятиме встановленню між ними партнерських відносин, одержанню всебічної інформації про останні тенденції та перспективи венчурної індустрії, демонстрації можливостей інноваційного бізнесу.

7. Необхідним є створення системи коучинг-центрів з венчурного підприємництва з метою збільшення частки й обсягів залучення венчурних інвестицій у вітчизняні інноваційні компанії. Їхнім завданням є підготовка фахівців з венчурного підприємництва та формування Networking, тобто забезпечення високого рівня формальних і неформальних зв'язків представників венчурної індустрії.

Здійсненню заходів щодо розвитку вторинного фондового ринку має

сприяти держава, у тому числі біржової торгівлі цінними паперами венчурних підприємств, системи електронних торгів і інших механізмів ринку. Важливого значення набуває також розширення діяльності інформаційних і консалтингових фірм, венчурних ярмарків і виставок.

У процесі формування та використання венчурного капіталу в розвитку інноваційної активності господарських систем мають бути різноманітні підходи до визначення ролі держави. Держава використовує цілий арсенал інструментів, важелів та інших засобів впливу на інноваційний розвиток країни.

У широкому сенсі методи державного регулювання інноваційного процесу включають ті чи інші дії, починаючи з прогнозування і планування і закінчуючи прийняттям рішення по перетворенню, вдосконаленню функціонування інноваційних процесів і економіки загалом.

На рис. 3.7. представлено комплекс заходів державного регулювання венчурного інвестування в інноваційній сфері.



Рис. 3.7. Комплекс заходів державного регулювання венчурного інвестування в інноваційній сфері

Джерело: [69, с. 66]

Ефективне реформування економіки України можливе за умови пріоритетного розвитку науково-технічної сфери як головної рушійної сили економічного зростання.

Нерозвиненість ринку венчурного капіталу в Україні визначає потребу в розробці фінансово-організаційного механізму його формування. Цей механізм складається з трьох груп заходів (рис. 3.8).

Становленню і розвитку венчурного бізнесу має сприяти державна політика і повинна будуватися на принципах довгострокової та економічної зацікавленості у підвищенні ефективності господарювання та стабільності законодавства. З'являються нові суб'єкти підприємницької діяльності, з появою венчурного бізнесу, нові види юридичних осіб - венчурні підприємства і фонди венчурного капіталу. Тим не менш, законодавчих документів, які регулюють дану сферу діяльності, ще недостатньо.

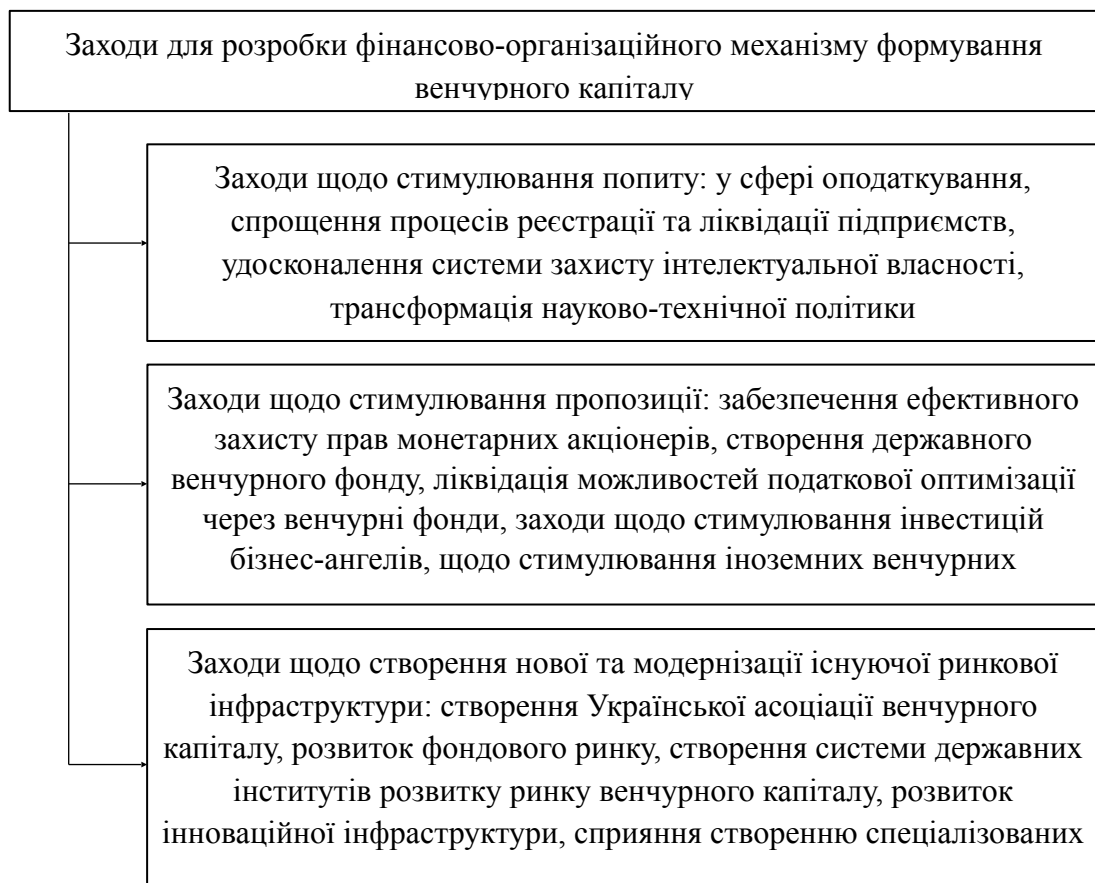


Рис. 3.8. Заходи для розробки фінансово-організаційного механізму формування венчурного капіталу

Джерело: складено автором на основі [26, с. 327]

Аналізуючи вищесказане, в Україні доцільно було б прийняти в даній сфері такі додаткові заходи:

- 1) про венчурні компанії та венчурні фонди розробити закон, в якому б визначався їх юридичний статус та були б передбачені певні гарантії і стимули;
- 2) слід передбачити надання пільг венчурним компаніям та фондам в законодавстві про оподаткування доходів підприємців і організацій;
- 3) в Законі України «Про акціонерні товариства» необхідно передбачити порядок розповсюдження акцій відкритих акціонерних товариств з правом на реєстрацію публічного випуску акцій венчурних інвесторів. Відсутність такого права робить механізм виходу з венчурного фінансування неісним;
- 4) змодельовати механізми регулювання інтелектуальною власністю, пов'язаних з використанням наукових відкриттів, охороною «ноу-хау» та кримінальною відповідальністю за розповсюдження комерційної таємниці;
- 5) змінити патентне законодавство і привести його у відповідність до вимог сучасних економічних відносин між новими підприємницькими структурами;
- 6) в антимонопольному законодавстві внести доповнення про те, що чинне законодавство не поширюється на сферу венчурного підприємництва.

Враховуючи вищесказане, умовою впровадження ефективної системи державного сприяння розвитку інноваційності венчурного підприємництва в нашій країні повинен стати прийом спеціального правового акту, який буде регулювати питання діяльності відповідних компаній, знищить існуючі в цій сфері суперечності та неоднозначності чинного законодавства. Як наслідок, можна стверджувати, що сьогодні вкрай необхідним є Закон України «Про венчурну діяльність в інноваційній сфері». При цьому необхідно врахувати специфіку наукової діяльності, її характер та здатність до самофінансування, визначення форм державної фінансової підтримки розвитку венчурних структур.

Для ефективного функціонування венчурної екосистеми необхідна наявність перспективних фінансових інструментів, економічно-ефективних процедур інвестування, цілеспрямованого прогнозування розвитку груп

галузей, а також вдосконалення правового регулювання цих процесів, підвищення ефективності взаємодії держави, бізнесу та науково-освітнього середовища (табл. 3.11).

**Прогноз розвитку українського ринку венчурного фінансування
стартапів: базовий сценарій**

Показники	Факт				Прогноз						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Загальна вартість угод з залучення ВК	88	259	336,9	509,9	780	975	1 219	1 523	1 904	2 380	2 975
Кількість угод	87	89	115	111	122	134	148	163	179	197	216
Середня вартість угоди	1,01	3,3	3,2	5,7	6,4	7,3	8,2	9,4	10,7	12,1	13,8
Середній чек на стадії зростання (Growth)			92	110	126,5	145	167	192	221	254	293
Загальна вартість 5 найбільших угод		162,8		444	663	829	1 036	1 295	1 619	2 023	2 529
Кількість виходів	8	19	8	29	10	32	14	34	18	39	25
Вартість угод M&A			25,2	460	312	390	488	609	762	952	1 190
Кількість угод			7	15	17	19	23	27	31	34	38
Інвестиції ангелів			0,9	6,1	39	49	61	76	95	119	149
Кількість угод			7	21	25,2	30	36	44	52	63	75
Приватний капітал				38,4	78	98	122	152	190	238	298
Кількість угод				11	12	13	15	16	18	19	21

Джерело: складено автором

Висновки до розділу 3

1. Процеси саморозвитку, що протікають в сфері венчурного інвестування, роблять можливим і доцільним застосування екосистемного підходу, в основі якого лежить дослідження взаємозв'язків еволюційної спрямованості між компонентами венчурної спільноти та її оточенням. Застосування такого підходу для вирішення проблеми низької інноваційної та інвестиційної активності в українському підприємницькому середовищі дозволяє моніторити на регулярній основі проблеми розвитку венчурного ринку, а також моделювати його довгострокові перспективи. На основі такого підходу у роботі запропоновано концепцію та методику аналізу екосистем венчурного фінансування, які передбачають параметричне оцінювання рівня розвитку екосистем за сіма компонентами, якими є: венчурний капітал, людський потенціал, стратегічні мережі, підприємницька культура, законодавство, інфраструктура та інформаційно-комунікаційні технології та ринковий потенціал. На макрорівні пропонується доповнити цей підхід: аналізом показників надходжень венчурних інвестицій, кількості стартапів, частки у ВВП, зайнятості та кількості працівників в сегменті стартапів та венчурного фінансування, ринкової капіталізації стартапів та її динаміка, кількості молодих компаній з капіталізацією більше 1 млрд дол. США, географічного охоплення стартап-активності за регіонами України, кількості іноземних інвесторів та частки закордонних інвестицій.

2. Для цілей менеджменту залучення венчурного фінансування можливо використовувати формування відповідної бізнес-моделі, що здатна відобразити особливості функціонування стартапу як системи, співвідношення її елементів, спосіб створення цінності, отримання прибутку й формування конкурентних переваг. Представлено дескриптивне визначення терміну «бізнес-модель результативного стартапу» як, насамперед, концептуального інструмента для дослідження

та формалізації логіки залучення венчурного інвестування. Формування бізнес-моделі результативного стартапу, а також ідентифікація її структурних компонентів, мають відбуватися із урахуванням специфіки його функціонування в межах сектору/галузі, оскільки така бізнес-модель визначає, як стартап формує конкурентні переваги за рахунок залучення венчурного інвестування і відображує набір рішень, які характеризують процес створення цінності для заінтересованих сторін.

3. Формування та упровадження стратегії венчурного фінансування може дозволити стартапу отримати внутрішні переваги порівняно із конкурентами для зміцнення своїх позицій на ринку. Запропоновано механізм формування інвестиційної стратегії стартапу, який містить розробку інвестиційної ідеології стартапу, визначення обмежень для досягнення цільових результатів венчурного фінансування стартапу, формулювання стратегічної мети та цілей залучення фінансування, розробку цільових нормативів фінансування за стадіями життєвого циклу стартапу. Запропоновано типологію стратегій фінансування стартапу, а саме стратегію підтримки прискореного росту, стратегію забезпечення стабільного зростання, реактивну стратегію.

4. У роботі обґрунтовано пропозиції щодо розробки програми розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні та здійснено сценарне планування розвитку українського ринку венчурного фінансування стартапів за базовим, помірковано-оптимістичним та оптимістичним сценаріями.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [75;

ВИСНОВКИ

1. Дослідження особливостей венчурного фінансування стартапів має міждисциплінарний характер та реалізується на стику теорій підприємництва, фінансів, економіки та менеджменту. Основними проблемними аспектами актуальних досліджень є обґрунтування ефективної структури джерел фінансування за стадіями життєвого циклу стартапу, управління взаємовідносинами підприємця та венчурного інвестора в умовах інформаційної асиметрії та агентських проблем, утворення стартапами специфічних активів та рент у сучасному цифровому середовищі, управління ризиками та вартістю стартапів, а також формуванню інструментарію забезпечення результативного розвитку стартапу з урахуванням відкритих і глобальних ринків.
2. Аналіз понятійного і категорійного апарату венчурного фінансування стартапів через розкриття змісту стартапу дозволяє визначити його як тимчасову організацію з високим інтелектуальним потенціалом, здатну сформувати стійку масштабовану бізнес-модель шляхом реалізації інноваційної ідеї. У процесі аналізу методичних аспектів венчурного фінансування за стадіями життєвого циклу стартапів виявлено відмінності стартапу від новостворених підприємницьких суб'єктів, систематизовано сукупність проявів ефектів венчурного фінансування, класифіковано його види, виявлено чинники венчурного інвестування та бар'єри залучення венчурних інвестицій.
3. Механізми фінансування стартапів мають суттєву специфіку у порівнянні з традиційним процесом інвестування, внаслідок чого венчурне фінансування здійснюється поетапно, відповідно до стадій життєвого циклу стартапів, що призводить до участі на різних етапах фінансування різних типів інвесторів. Здійснення процесу венчурного фінансування стартапів відбувається нерівномірно по етапах їх реалізації та у різних часових періодах, при цьому перехід від однієї стадії до іншої

протікає стрибкоподібно, що обумовлює дискретний характер залучення інвестицій та відповідного масштабування діяльності. Залежно від проаналізованих стадій життєвого циклу стартапу, якими є етапи формування початкового капіталу, залучення інвестицій для забезпечення зростання на ранній та пізній стадіях та вихід на публічні ринки, можна виокремити основні моделі фінансування стартапів з ідентифікацією на кожній стадії пріоритетних джерел фінансування, релевантних методів визначення ринкової вартості та притаманних ризиків.

4. За умов інформаційної асиметрії та короткого попереднього терміну існування стартапу, методи оцінювання його вартості та підбір релевантних фінансових метрик є важливим методичним аспектом, який безпосередньо впливає на залучення необхідного розміру інвестицій. Проаналізовано методичні підходи і моделі оцінювання стартапу, а саме методи опціонів, традиційні та модифіковані методи дисконтованих грошових потоків, сценарного аналізу, аналізу «дерева рішень», фінансові показники і моделі визначення структури та вартості капіталу. У дисертаційній роботі запропоновано методичний підхід до оцінювання вартості стартапу через використання системи мультиплікаторів за етапами життєвого циклу стартапу та стадією залучення фінансування та підвищення на цій основі інвестиційної привабливості стартапу для венчурного капіталу.

5. Із застосуванням кількісних та якісних методів проаналізовано динаміку та особливості венчурного фінансування в Україні та його особливості в контексті глобального інвестиційного ринку стартапів. Позиції України досліджено з урахуванням місця країни в всесвітніх рейтингах StartupBlink, Global Innovation Index, Global Services Location Index, HackerRank. Виявлено, що, хоча упродовж останніх років спостерігається стабільне зростання українського сегменту венчурного фінансування, загальний розмір венчурного фінансування залишається відносно низьким і становить з урахуванням інвестицій, залучених стартапами походженням з України за кордоном, за даними за 2019 рік близько 510 млн дол. США, що складає 2,5% від загального розміру

інвестицій в країні за цей період. На ринку діє близько 50 активних інвесторів, кількість значних за розміром угод упродовж останніх років коливається на рівні 5. Основними секторами, в яких спостерігається найбільша кількість профінансованих українських стартапів, виступають онлайн послуги, веб сервіси, електронна торгівля. На основі аналізу динаміки кількості суб'єктів венчурного фінансування, рівня інвестиційної активності, показників залучення інвестицій за стадіями життєвого циклу стартапів доведено, що український ринок прямих і венчурних інвестицій залишається недостатньо розвиненим, характеризується порівняно невеликим обсягом акумульованого капіталу, назначними фінансовими активами діючих учасників.

6. Аналіз інвестиційної результативності українських стартапів з використанням мультиплікаторів оцінювання ринкової вартості та інвестиційної активності довів неоднорідність стартапів і значний відрив трьох крупних компаній від решти. Лідери венчурного інвестування (Gitlab, Bitfury, Grammarly), успішно залучають інвестиції на світових ринках, їх капіталізація становить більше 1 млрд дол. США, інвесторами стають іноземні венчурні фонди, а діяльність здійснюється глобально. Доведено, що чинником успішної бізнес-моделі українського стартапу має бути орієнтація на глобальний ринок, готовність до масштабування на міжнародному рівні, навички і компетентності участі у транскордонних проектах для отримання фінансування. Українськими стартапами також активно використовуються можливості залучення фінансування через краудфандингові платформи та криптовалюти.

7. Виявлено, що в Україні представлено всі компоненти інфраструктури підтримки венчурного фінансування, а саме бізнес-інкубатори, бізнес-акселератори, краудфандингові платформи, венчурні студії, інноваційні парки, профільні об'єднання, стратегічні мережі і платформи для пошуку венчурного фінансування, конференції, форуми та ярмарки стартапів, що уможлиблює подальший розвиток національної екосистеми венчурного підприємництва на засадах точкового впливу для

усунення наявних невідповідностей вимогам глобальної конкурентоспроможності.

8. У роботі проаналізовано зарубіжний досвід створення результативних механізмів підтримки венчурного інвестування та охарактеризовано ефективні напрями державної політики в галузі венчурного інвестування, якими є заходи зі створення інноваційного клімату та стимулювання підприємництва, розвиток системи пільгового кредитування новостворених підприємств, державне страхування позик, гнучке оподаткування діяльності стартапів. Доведено, що специфічними проблемними аспектами українського ринку венчурного фінансування є: непублічність значної кількості угод, нестача капіталу на внутрішньому ринку й відсутність дешевих грошей, що критично впливає на фінансування стартапів на ранніх стадіях їх життєвого циклу, мала кількість реальних інвесторів, менший рівень захисту їх прав, відсутність належної податкової підтримки, що в сукупності стимулює українських підприємців реєструвати свої стартапи в інших юрисдикціях. Дослідження законодавчо-нормативного регулювання функціонування суб'єктів венчурного фінансування в Україні та аналіз результатів діяльності Українського фонду стартапів уможливили обґрунтування напрямів покращення чинного законодавства у сфері розвитку венчурного бізнесу.

9. Процеси саморозвитку, що протікають в сфері венчурного інвестування, роблять можливим і доцільним застосування екосистемного підходу, в основі якого лежить дослідження взаємозв'язків еволюційної спрямованості між компонентами венчурної спільноти та її оточенням. Застосування такого підходу для вирішення проблеми низької інноваційної та інвестиційної активності в українському підприємницькому середовищі дозволяє моніторити на регулярній основі проблеми розвитку венчурного ринку, а також моделювати його довгострокові перспективи. На основі такого підходу в роботі запропоновано концепцію та методику аналізу екосистем венчурного фінансування, що передбачають параметричне оцінювання рівня розвитку

екосистем за сіма компонентами, якими є: венчурний капітал, людський потенціал, стратегічні мережі, підприємницька культура, законодавство, інфраструктура та інформаційно-комунікаційні технології та ринковий потенціал. На макрорівні пропонується доповнити цей підхід аналізом показників надходжень венчурних інвестицій, кількості стартапів, частки у ВВП, зайнятості та кількості працівників в сегменті стартапів та венчурного фінансування, ринкової капіталізації стартапів та її динаміка, кількості молодих компаній з капіталізацією більше 1 млрд дол. США, географічного охоплення стартап-активності за регіонами України, кількості іноземних інвесторів та частки закордонних інвестицій.

10. Для цілей менеджменту залучення венчурного фінансування можливо використовувати формування відповідної бізнес-моделі, що здатна відобразити особливості функціонування стартапу як системи, співвідношення її елементів, спосіб створення цінності, отримання прибутку й формування конкурентних переваг. Представлено дескриптивне визначення терміну «бізнес-модель результативного стартапу» як, насамперед, концептуального інструмента для дослідження та формалізації логіки залучення венчурного інвестування. Формування бізнес-моделі результативного стартапу, а також ідентифікація її структурних компонентів, мають відбуватися із урахуванням специфіки його функціонування в межах сектору/галузі, оскільки така бізнес-модель визначає, як стартап формує конкурентні переваги за рахунок залучення венчурного інвестування і відображує набір рішень, які характеризують процес створення цінності для заінтересованих сторін.

11. Формування та упровадження стратегії венчурного фінансування може дозволити стартапу отримати внутрішні переваги порівняно із конкурентами для зміцнення своїх позицій на ринку. Запропоновано механізм формування інвестиційної стратегії стартапу, який містить розробку інвестиційної ідеології стартапу, визначення обмежень для досягнення цільових результатів венчурного фінансування стартапу, формулювання стратегічної мети та цілей залучення фінансування, розробка цільових нормативів фінансування за стадіями життєвого циклу

стартапу. Запропоновано типологію стратегій фінансування стартапу, а саме стратегію підтримки прискореного росту, стратегію забезпечення стабільного зростання, реактивну стратегію. У роботі обґрунтовано пропозиції щодо розробки програми розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні та здійснено сценарне планування розвитку українського ринку венчурного фінансування стартапів за базовим, помірковано-оптимістичним та оптимістичним сценаріями.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Букало А.М. Венчурні фонди в активізації інноваційної діяльності корпоративного сектору України. *Проблеми науки*. 2011. № 8. С. 6-10.
2. Hardymon F., Nicholas T., Kind L. Arthur Rock. 2013. URL: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=44050> (дата звернення: 09.12.2019).
3. Аньшина В.М., Дагаева А.А. Инновационный менеджмент: концепции, многоуровневые стратегии и механизмы инновационного развития: учеб. пособ. Москва: Дело, 2007. 584 с.
4. Ивина Л.В., Воронцов В.А. Терминология венчурного финансирования: учеб. пособ. Москва: Академический Проект, 2002. 256 с.
5. Микитюк О.П. Особливості венчурного фінансування в Україні. *Фінанси України*. 2005. № 8. С.83-90.
6. Михайлова Л.І., Турчіна С.Г. Інноваційний менеджмент: навч. посібник. Київ: Центр учбової літератури, 2007. 248 с.
7. Михальський В.З. Проблеми і перспективи венчурного фінансування в Україні. *Вісник ЖДТУ*. 2011. № 2. (56). С. 212-214.
8. Пашко М.М. Фінансування інноваційної діяльності в Україні. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2008. № 9(88). С. 74-79.
9. Притуляк Н.М. Венчурне фінансування інноваційної діяльності (теоретичний аспект). *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. №8. С. 9-13.
10. Шило Л.А. Венчурне фінансування як форма нагромадження капіталу в системі управління потенціалом підприємства: монографія. Дніпропетровськ: ДПТ, 2010. 184 с.
11. Шотік Т.М. Венчурне підприємництво як складова інноваційної інфраструктури. *Вісник Національного університету «Львівська*

політехніка». Логістика. 2008. № 633. С. 805-814.

12. Валеев Э.Р. Венчурный капитал как фактор модернизации экономики. *Экономические науки. 2011. №12. С. 94-96.*

13. Головінов О.М. Венчурне фінансування як умова активізації інноваційної діяльності. *Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. Сер. Економічні науки. 2011. №3. С. 224-233.*

14. Никконен А.И. Венчурный капитал – катализатор развития инновационной экономики. *Инициативы XXI века. 2010. № 1. С. 1-5.*

15. Дучинська Н., Писарева М. Дослідження економічної природи венчурного капіталу. *Підприємництво, господарство і право. 2006. № 12. С. 179-183.*

16. Шевченко О.М. Венчурний капітал – основа механізму фінансування національних інноваційних процесів. *Інноваційна економіка. 2012. № 4. С. 52-56.*

17. Редіна Н.І., Пікуліна Н.Ю. Венчурний капітал у ринковій економіці: монографія. Дніпропетровськ: ДДФА, 2005. 124 с.

18. Кемпбелл К. Венчурный бизнес: новые подходы. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2004. 428 с.

19. Валеев Э.Р. Диалектика взаимосвязи венчурного капитала и становления инновационной экономики. *Экономические науки. 2011. №3 (76). С. 66-69.*

20. Калінеску Т.В., Антіпов О.М., Корецька-Гармаш В.О. Управління венчурним фінансуванням підприємств: монографія. Луганськ: Видавництво СНУ ім. В. Даля, 2009. 276 с.

21. Зражевець Є. Є. Історія походження венчурних інвестицій. *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Сер. Економічна. 2013. № 1068. С. 118-123.*

22. Буряк Л.Д., Павліковський А. М., Кремпова Н. Л. Венчурне інвестування як інструмент фінансування інноваційного розвитку суб'єктів малого підприємництва. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2015. № 4. С. 57-61.
23. Кочур Ю. Г. Форми і типи венчурних інвестицій. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. № 2. С. 162-169.
24. Гайдук Л.А. Венчурне інвестування як чинник розвитку інновацій у сфері малого бізнесу. *Наукові праці НДФІ*. 2011. Вип. 2. С. 18-24.
25. Венчурне інвестування: про стартапи, блокчейн проекти та IT&сферу. URL: <https://blog.liga.net/user/pmoroz/article/31422> (дата звернення: 21.12.2019).
26. Пілявоз Т.М. Венчурне підприємництво як напрямок мобілізації ресурсів ефективної господарської діяльності та розвитку підприємств. *Економічні, фінансово-облікові та правові проблеми діяльності підприємств*: монографія. Дніпро: Герда, 2016. С. 319-328.
27. Шипуліна Ю.С. Сучасні особливості розвитку венчурного інвестування на промислових підприємствах. *Економіка: реалії часу*. 2015. № 5. С. 210–214.
28. Попова Ю. М., Хавер А. К. Світові тенденції венчурного фінансування. *Вісник Харківського національного аграрного університету ім. В. В. Докучаєва. Сер. Економічні науки*. 2014. № 6. С. 152-156.
29. Кузьмін О. Є., Литвин І.В. Венчурний бізнес: навч. посіб. Київ: Видавництво «Знання», 2012. 350 с.
30. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 №2299-III зі змінами та доповненнями. URL: <https://zakon.rada.gov.ua> (дата звернення: 18.12.2019).
31. Лобас І.В. Зарубіжний досвід державної підтримки венчурного інвестування інноваційної діяльності. *Вісник Національної академії державного управління при Президентові України*. 2012. Вип. 1. С.

196-203.

32. Шарохина С.В. Организационные формы функционирования венчурного капитала. *Вестник Евразийской науки*. URL: <https://esj.today/PDF/01ECVN318.pdf> (дата звернення: 15.12.2019).
33. Ларионов Н.А. Развитие новых моделей венчурного финансирования. *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2013. № 3. С. 101–103.
34. Продіус І.П. Активізація інноваційної діяльності промислових підприємств на засадах венчурного інвестування. *Труды Одесского политехнического университета*. 2009. №2 (32). С. 230-236.
35. Кочур Ю. Г. Зарубежный опыт функционирования венчурных фондов. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 10. С. 9-14.
36. Аналітична платформа Startup Genome Report. URL: <https://startupgenome.com/reports/> (дата звернення: 5.10.2020).
37. Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу. URL: <http://www.uaib.com.ua/> (дата звернення: 18.12.2019).
38. База даних стартапів та нових підприємств URL: <https://ukraine.dealroom.co/dashboard> (дата звернення: 20.12.2020).
39. Сравнение экосистем венчурных инвестиций США, Европы, Азии и Украины. URL: <https://inventure.com.ua/> (дата звернення: 16.12.2019).
40. Васильчук І. Краудфандинг і краудінвестинг як фінансові інвестиції. *Ринок цінних паперів України*. 2013. № 11–12. С. 59–67.
41. Хау Дж. Краудсорсинг. Коллективный разум как инструмент развития бизнеса. Москва: Альпина Паблишер, 2012. 288 с.
42. Кушнір С.О. Краудфандинг як одна з реальних можливостей функціонування стартапів та перспективи його розвитку в Україні. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2015. Вип. 13. Ч. 3. С. 132–135.

43. Петрушенко Ю.М., Дудкін О.В. Краудфандинг як інноваційний інструмент фінансування проектів соціально-економічного розвитку. *Маркетинг і менеджмент інновацій*. 2014. № 1. С. 172–182.
44. Єлісєєва Л.В. Краудфандинг в Україні: проблеми та перспективи в контексті зарубіжного досвіду. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Сер. Економіка і менеджмент*. 2017. № 23. С. 8-11.
45. Гусева Д.Е. Краудфандинг: сущность, преимущества и риски. Современная наука: *Актуальные проблемы теории и практики*. Сер. *Экономика и Право*. 2014. № 9–10.
46. Тульчинська С.О., Солосіч О.С., Голуб М.О. Особливості краудфандинг як різновиду інвестування. *Сучасні проблеми економіки і підприємництва*. 2017. №19. С. 132 – 140.
47. Іващенко А.І., Поліщук Є.А., Дибя О.М. Перспективи розвитку краудфандингу в Україні як інструменту залучення коштів для підприємств малого та середнього бізнесу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 21. С. 34–39.
48. Марченко О.С. Краудфандинг: соціально-економічний зміст та види. *Вісник Національного університету «Юридична академія України імені Ярослава Мудрого»*. 2013. № 4 (15). 26–34.
49. Тягунова З.О., Бондаренко В.М. Краудфандинг: світовий досвід та практика. *Інноваційна економіка*. 2015. № 3 (58). С. 25–32.
50. Васильєв О.В., Матющенко С.С. Краудфандинг – сучасний інструмент фінансування розвитку інтелектуального капіталу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 18. С. 36 – 40.
51. Щегловська Т.В., Кокорська О. І. Краудфандинг у світовому медіапросторі. *Вісник студентського наукового товариства Донецького національного університету імені Василя Стуса*. 2018. Т. 1. Вип. 10. С. 123–127.

52. Корнух О.В., Донських Ю.А. Краудфандинг як інноваційне джерело фінансування в Україні. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=6686>. (дата звернення: 22.12.2019).
53. Абакуменко О.В., Куценко Б.І. Краудфандинг як інструмент фінансування інноваційно-технологічних проектів. *Чернігівський науковий часопис. Сер. І. Економіка і управління*. 2016. № 1 (7). С. 52–60.
54. Волосович С.В., Василенко А.В. Краудфандинг як інноваційний метод фінансування проектів. *Modern Economics*. 2017. №4 С. 13–19. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/modecon_2017_5_4 (дата звернення: 05.04.2020).
55. Краудінвестинг або краудфандинг: чи є перспективи розвитку в Україні? URL: <http://nardepjournal.com/article/2013/95/kraudinvesting-abokraudfanding-chi-e-perspektivi-rozvitku-v-ukraini>. (дата звернення: 23.12.2019).
56. Воробьева О.И., Миньков С.Л. Краудфандинг: интернет-сервис народного финансирования. *Современные наукоемкие технологии*. 2014. № 5. Ч.2. С. 66–68.
57. Ковальчук К.Ф., Козенкова Н.П. Мережеві методи фінансування діяльності інноваційних підприємств. *Економічний вісник*. 2017. №4. С. 142–153.
58. Санин М.К. История развития краудфандинга. Классификация видов. Анализ перспектив развития и преимуществ. *Научный журнал НИУ ИТМО. Сер. Экономика и экологический менеджмент*. 2015. № 4. С. 57–63.
59. Миляев К.В., Жданова О.А. Роль крауд-сервисов и пирингового кредитования в развитии венчурной экосистемы России. *Аудитор*. 2016. № 8. С. 48–53.
60. Рукавишников С.В. Краудфандинг в системе предпринимательства, его виды и используемые технологии. *Вестник университета*. 2017. № 2. С. 189–193.
61. Что такое краудфандинг. URL: <http://crowdsourcing.ru/article/>

what_is_the_crowdfunding. (дата звернення: 23.12.2019).

62. Краудфандинг в Україні: с миру по доллару. URL: https://inventure.com.ua/news/ukraine/kraudfanding_v_ukraine_s_miru_po_dollaru. (дата звернення: 23.12.2019).

63. Щетинина Е.А. Акционерный краудфандинг как альтернативная модель финансирования бизнеса на раннем этапе развития и стартапов: международные подходы. *Экономический вектор*. 2016. № 1. С. 22–27.

64. Казакова А.М. Венчурное инвестирование инновационных проектов: современные тенденции его развития на примере Российской Федерации и Соединенных Штатов Америки. *Вестник Евразийской науки*. 2018. № 5. Т. 10. URL: <https://esj.today/PDF/02ECVN518.pdf> (дата обращения: 21.12.2019).

65. Гулькин П. Г. Венчурное финансирование: разные страны - разные подходы. URL : <http://www.deloshop.ru/?id=226&lid=18&laid=546&getcont=82&nocont=1> (дата звернення: 25.12.2019).

66. Шатирко Д.В. Зарубіжний досвід регулювання венчурного інвестування. *Економічний форум*. 2014. № 4. С. 56-64.

67. Шевченко О.М. Організаційні форми венчурного фінансування та особливості їх прояву в різних країнах світу. *Економіка і регіон*. 2013. № 2. С. 21-27.

68. Удовиченко В. П. Зарубіжний досвід венчурного інвестування інвестиційно-інноваційної моделі розвитку аграрної економіки. *Український журнал прикладної економіки*. 2016. Т. 1. № 2. С. 115-123.

69. Поляк М.М. Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного інвестування в Україні. *Держава та регіони*. 2013. № 5. С. 113–116.

70. Лях І.І. Роль механізму венчурного фінансування в підтримці національної інноваційної системи України. *Стратегічні пріоритети. Сер. Економіка*. 2015. № 4. С. 66-72.

71. Онищенко В.В. Державне регулювання та підтримка венчурного підприємництва в процесі розвитку економіки. *Наукові праці НДФІ*. 2014. Вип. 4. С. 64-71.
72. Куніцин О.М. Правове регулювання у сфері венчурного бізнесу в Україні. *Управління розвитком*. 2014. № 6. С. 59-62.
73. Рапута К.О. Аналіз динаміки венчурного фінансування стартапів в Україні. *Evropský časopis ekonomiku a managementu*. 2020. Vol. 6. Is. 5. P. 108-116. (Республіка Словаччина).
74. Рєпіна І. М., Рапута К.О. Розвиток венчурного бізнесу в Україні. *Економіка та підприємництво*. 2018. № 40. С. 34-42.
75. Рапута К.О. Напрями вдосконалення механізму венчурного фінансування стартапів в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 2. С. 56-63.
76. Рапута К. О. Венчурне фінансування стартапів в Україні. *Економіка підприємства: теорія і практика*: зб. матеріалів VI Міжнар. наук.-практ. конф., 13 жовт. 2016 р. Київ : КНЕУ, 2016. С. 58-59.
77. Рапута К. Венчурне фінансування: ключові переваги та недоліки. *Інноваційне підприємництво: стан та перспективи розвитку*: зб. матеріалів II Всеукр. наук.-практ. конф., 29–30 берез. 2017 р. Київ : КНЕУ, 2017. С. 263-265. (0,2 д.а.).
78. Рєпіна І.М., Рапута К.О. Факторний аналіз передумов розвитку венчурного бізнесу в Україні. *Economy of enterprise: theory and experience* : collection of materials of the VII International Scientific and Practical Conference, 12 october 2018, Kyiv, Krakow, Praha, Nairobi. Krakow; Nairobi (IDIA), 2018. P. 118–120.
79. Raputa Kate, Riepin Sergii. Venture investment as one of the tools for the development of the country's economy. *Strategies for Entrepreneurship for Sustainable Development of Small and Medium-Sized Innovative Entrepreneurship*: International Conference. Riga: Baltic International Academy, 2019. P. 43-48.

80. IPO и стоимость российских компаний: мода и реалии / Балашов В.Г., Ириков В.А., Иванова С.И., Марголит Г.Р. Москва: Дело, 2008.
81. Budyldina N. Entrepreneurial universities and regional contribution. *International Entrepreneurship and Management Journal*. 2018. № 14(2). P. 265–277.
82. Антонюк Л.А., Поручник А.М. Венчурний капітал: Зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні: Монографія. Київ: КНЕУ, 2000
83. Бланк І.А. Інвестиційний менеджмент: навч. курс. 2-е вид., перероб. і доп. Київ: Ельга, Ника-Центр, 2006. 552 с.
84. Бондар М.І. Інвестиційна діяльність: методика та організація обліку і контролю: монографія. Київ: КНЕУ, 2008. 256 с.
85. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент. СПб.: Питер, 2000. 160 с.
86. Брейли Р, Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. 7-е изд. Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004.
87. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. М.: Олимп Бизнес Букс. – 2008, с. 352.
88. Гитман Л., Джонк М. Основы инвестирования / пер. с англ. Москва: Дело, 1997. 992 с.
89. Гэлбрейт Дж. К. Экономические теории и цели общества / пер. с англ. / Дж.К. Гэлбрейт; под ред. Н.И. Иноземцева, А.Г. Милейковского. Москва: Прогресс, 1979. 406 с.
90. Джонсон Дж., Шоулз К., Уитингтон Р. Корпоративная стратегия: теория и практика. 7-е изд. / пер. с англ. Москва: ООО «И.Д. Вильямс», 2007. 800 с.
91. Донал Р., Караколев Т., Тюилье Д. Не продешевить при размещении. *Вестник McKinsey&Company*. 2005. № 12. С. 19-29.
92. Катькало В.С. Эволюция теории стратегического управления. 2-е изд. СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издат.дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2008. 548 с.

93. Кларк Дж.Б. Распределение богатства / пер. с англ.; ред. Л.П. Кураков. Москва: Гелиос АРВ, 2000. 368 с.
94. Котельников В.Ю. Венчурное инвестирование от А до Я: как сделать проект привлекательным для инвестора: полное пошаговое руководство. Москва: Эксмо, 2009.
95. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. / пер. с англ. Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 576 с.
96. Кояма Х., Тассел Р. Капіталовкладення: як зекономити 25%. *Вісник McKinsey&Company*. 2002. № 1. С. 131-147.
97. Міжнародна інвестиційна діяльність: підручник / Д.Г. Лук'яненко, Б.В. Губський, О.М. Мозговий та ін.; за ред. д-ра екон. наук, проф. Д.Г. Лук'яненка. Київ: КНЕУ, 2003. 387 с.
98. Лукашев А. В, Могин А.Е. IPO I от O: пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007.
99. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: навч. посіб. Київ: ЦУЛ, 2004. 376 с.
100. Пересада А.А. Інвестування: навч. посібник. Київ: КНЕУ, 2004. 250 с.
101. Портер М.Е. Конкурентное преимущество: как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость / пер. с англ. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2005. 715 с.
102. Тюільє Д., Аузан В. Достукатися до інвестора. *Вісник McKinsey&Company*. 2005. № 12. С. 87-95.
103. Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация» / пер. с англ. Ю.Е.Благова, В.С. Катькало, Д.С. Славнова и др. СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996. 702 с.
104. Шарп У., Алексанлер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / пер. с англ. Москва: ИНФРА-М, 2004. 1028 с.
105. Alain Fayolle. In the field of entrepreneurship in the study of the entrepreneurial process: some ideas and avenues of research, 6th international conference francophone SMEs. HEC Montreal, Canada, 2002.

106. Ansoff H. I. The emerging paradigm of strategic behavior. *Strategic management journal*. 1987. № 8(6). P. 501–515.
107. Barneto P., Gregorio G. Finance – Manual and applications, Dunod. 2007.
108. Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*. 1991. № 17(1). P. 99– 120.
109. Boeker W. 1997. Strategic change: The influence of managerial characteristics and organizational growth. *Academy of Management Journal*. 1997. № 40 (1). P. 152-170
110. Bosma N. The global entrepreneurship monitor (GEM) and its impact on entrepreneurship research. 2013.
111. Working the crowd: Improvisational entrepreneur - ship and equity crowdfunding in nascent entrepreneurial ventures / Brown R., Mawson S., Rowe A. & Mason C. *International Small Business Journal*. 2018. № 36(2). P. 169–193.
112. Bygrave and Hofer W.D. Bygrave, C.W. Hofer. Theorizing about entrepreneurship. *Entrepreneurship theory and practice*. 1991. P. 13-12.
113. Canals J. Managing corporate growth. New York: Oxford University Press, 2000.
114. Cooper A.C. & E.J.G. Gascon. Entrepreneurs, processes of founding a new-firm performance. In Sexton and Kasarda (Eds.) *The state of entrepreneurship*. Boston: PWS_Kent Publishing Copmany, 1992. P. 301-340.
115. Cooper S. Y. & Park J. S. The impact of incubator' organizations on opportunity recognition and technology innovation in new, entrepreneurial high-technology ventures. *International Small Business Journal*. 2008. № 26(1). P. 27–56.
116. Eisenhardt K. Agency and institutional explanation of compensation in retail sales. *Academy of Management Journal*. 1988. № 31. P. 488-511.
117. Fama E.F. & Miller M. H. The theory of finance. New York: Holt, Rinehart and . 1972.
118. Filion L.J. The field of entrepreneurship: history, development trends, notebook search no. 91.01, HEC Montréal, 1997. 36 p.
119. Foundations and Trends in Entrepreneurship. № 9(2). P. 143–248.

120. Fried V. H. & Hisrich R. D. The venture capitalist: A relationship investor. *California Management Review*. 1995. № 37(2). P. 101-114.
121. Garner W.B. A framework for describing the phenomenon of new venture creation. *Academy of Management Review*. 1985. № 10. P. 696-706.
122. Grant R. M. The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation. *California Management Review*. 1991. № 33(3). P. 114–135.
123. Gumpert D. E. Burn your business plan! What investors really want entrepreneurs from, Needham, my: Lauson Publishing Co. 2002.
124. Hannan M. T. & Freeman J. Organizational Ecology. Cambridge: Harvard University , 1989.
125. Hsu D. H. What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *The Journal of Finance*. 2004. № 59(4). P. 1805–1844.
126. Jobard J.P., C. Vailhen, 'Finance', in the Duff a. (ED). Encyclopedia of management and dumanagement. Dalloz, 1999. P. 613 - 626.
127. Kaplan S. N. & Stromberg P. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. Working paper, University of Chicago, 1999.
128. Liu Y., Schøtt T., & Zhang C. Women's experiences of legitimacy, satisfaction and commitment as entrepreneurs: embedded in gender hierarchy and networks in private and business spheres. *Entrepreneurship & Regional Development*. 2019. № 31. P. 293–307.
129. Ohlson J. A. On the theory of forecast horizon in equity valuation. *Journal of Accounting Research*. 1999. № 37(2). P. 437-450.
130. Penrose E. T. The theory of the growth of the firm. New York, John Wiley, 1959.
131. Petersen M. A. & Rajan R. G. The effect of credit market competition on lending relationships. *Quarterly Journal of Economics*. 1995. № 110. P. 407-444.
132. Pfeffer J. & Salancik G. R. The external control of organizations. New York: Harper and Row.
133. Porter M.E. Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors. New York: Free Press, 1980.

134. Verstraete T. Proposal of a framework for entrepreneurship research. Editions of the ADREG. 2002. URL: <http://www.editions-adreg.net> (дата звернення: 24.10.2020).

135. Verstraete T., Fayolle A. Paradigms and entrepreneurship. *Journal of entrepreneurship*. 2005. Vol. 4. № 1. URL: <http://www.revue-entrepreneuriat.com> (дата звернення: 24.10.2020).

136. Gimeno, Folta, Cooper, & Woo. Survival of the Fittest? Entrepreneurial Human Capital and the Persistence of Underperforming Firms Author(s). *Administrative Science Quarterly*. 1997. № 42(4). URL: https://www.researchgate.net/publication/268056850_Survival_of_the_Fittest_Entrepreneurial_Human_Capital_and_the_Persistence_of_Underperforming_Firms_Authors (дата звернення: 24.10.2020).

137. Максимова В.Ф. Теорія зростання фірми Е. Пенроуз (1959). *Мікроекономіка*. 2018. URL: https://stud.com.ua/110545/ekonomika/ponyattya_firma_teorii_evolutsiynoyi_ekonomiki (дата звернення: 24.10.2020).

138. Jensen and Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. P. 305 – 360.

139. Lex Donaldson and James H. Davis. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*. 1991. Vol. 16. Is. 1. P. 49-64. URL: https://econpapers.repec.org/article/saeausman/v_3a16_3ay_3a1991_3ai_3a1_3ap_3a49-64.htm (дата звернення: 24.10.2020).

140. Теорія Міллера і Модільяні (1958). *Вікіпедія*: веб-сайт. URL: https://ru.wikipedia.org/wiki/Гипотеза_Модильяни_—_Миллера (дата звернення: 15.02.2021).

141. Jensen and Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. Is. 4. P. 305-360. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X#bBIB46> (дата звернення: 15.02.2021).
142. Bergmann and Hege. Venture capital financing, moral hazard, and learning. *Journal of Banking & Finance*. 1998. Vol. 22. Is. 6-8. P. 703-735. URL: https://econpapers.repec.org/article/eejbfina/v_3a22_3ay_3a1998_3ai_3a6-8_3ap_3a703-735.htm (дата звернення: 15.02.2021).
143. Huyghebaert and Van De Gucht. The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-Ups. *European Financial Management*. 2007. Vol. 13. No. 1. P. 101-133. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=955556 (дата звернення: 15.02.2021).
144. Stieglitz and Weiss. Credit Rationing in Markets With Imperfect Information. *American Economic Review*. 1981. № 71(3). P. 393-410. URL: https://www.researchgate.net/publication/4733120_Credit_Rationing_in_Markets_With_Imperfect_Information (дата звернення: 18.03.2021).
145. Mac an Bhaird. Resourcing Small and Medium Sized Enterprises. URL: <https://www.springer.com/gp/book/9783790823981> (дата звернення: 18.03.2021).
146. Shane & Venkataraman. The promise of entrepreneurship as a field of research. 2000. URL: <https://www.jstor.org/stable/259271?seq=1> (дата звернення: 18.03.2021).
147. Hellman & Puri. Venture-Capital financing and the Growth of Startup Firms. 1999. URL: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.195.5930&rep=rep1&type=pdf> (дата звернення: 18.03.2021).
148. Gompers and Lerner. The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15. No. 2. P. 145-168. URL: <https://www.jstor.org/stable/2696596?seq=1> (дата звернення: 18.03.2021).

149. Cox and Camp. Survey of Innovative Practices: 1999 Executive Report. Kansas City: Kauffman Center for Entrepreneurial Leadership. URL: <https://silo.tips/download/larry-william-cox-associate-professor-of-entrepreneurship> (дата звернення: 18.03.2021).
150. Baron Burton & Hannan. Labor Pains: Change in Organizational Models and Employee Turnover in Young, High-Tech Firms. *American Journal of Sociology*. 2001. № 106(4). URL: https://www.researchgate.net/publication/37156100_Labor_Pains_Change_in_Organizational_Models_and_Employee_Turnover_in_Young_High-Tech_Firms (дата звернення: 18.03.2021).
151. Shleifer & Vishny. A Survey of Corporate Governance. *The journal of finance*. 1997. Vol. LII. No. 2. URL: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf> (дата звернення: 18.03.2021).
152. Gulati, Nohria та Zaheer. Strategic networks. 2000. URL: [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200003\)21:3%3C203::AID-SMJ102%3E3.0.CO;2-K](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/(SICI)1097-0266(200003)21:3%3C203::AID-SMJ102%3E3.0.CO;2-K) (дата звернення: 18.03.2021).
153. Williamson. Transaction-Cost Economics: The Governance Of Contractual Relations. *The Journal of Law and Economics*. 1979. № 22(2). P. 233-61. URL: https://www.researchgate.net/publication/24100525_Transaction-Cost_Economics_The_Governance_Of_Contractual_Relations (дата звернення: 18.03.2021).

ДОДАТКИ

Додаток А

Етапи аналізу вартості стартапу з боку засновників

№	Е т а п и визначен ня вартості стартапу	Підетапи	Ключові активи	Коментарі	Альтернативні методики
1.	Самостій ний скрінінг	1.1.Уточнення/ Ідентифікація наявних активів	Власне програмне забезпечення продукт Н а д х о д ж е н н я грошових коштів патенти К л і є н т и / користувачі П а р т н е р с ь к і відносини	Рівень доходу багатьох стартапів на початковому етапі, як правило, недостатній для підтримки зростання компанії. Таким чином, додатково до виручки (або замість неї) необхідно визначити ключові показники ефективності (KPI), які допоможуть більш грамотно сформулювати оцінку.	Якщо активів немає або вони дуже ограничені, показники KPI також відсутні (наприклад, стартап ще нічого не випускає), можна використовувати інструментарій довільної оцінки, наприклад, метод Гая Кавасакі.
		1.2. Формування KPI, що відбиватимуть зміну доходної частини стартапу	темпи зростання користувачів (в місяць / тиждень) показник ефективності по клієнтам кількість рефералів щоденна статистика		
		1.3. Оцінка власної команди	наявність досвіду і здібностей цінується інвесторами. Завдання цього аналізу в тому, щоб розписати досвід і переваги цієї групи людей як злагодженого і професійно працює організму.	Хороша команда може пройти довгий шлях розвитку, перш ніж стане висококласною командою професіоналів.	

2.	метод оцінки в залежності від бізнес-моделі	Стартап без доходів	<i>Метод Беркуса. Метод підсумовування факторів ризику</i>	Дейв Беркус - бізнес-ангел, розробив спосіб оцінки стартапів ранній стадії. Метод підсумовування факторів ризику передбачає виділення груп ризиків. Кожній категорії ризику присвоюється клас ++, +, 0 (нейтральний), - або -. Оцінка проводиться за шкалою: ++ = додати до вартості дол. США 500 тисяч + = Додати дол. США 250 тисяч 0 = без змін - = відняти дол. США 250 тисяч - = відняти дол. США 500 тисяч	Метод скоринга Калькулятор компанії Cayenne Consulting
----	---	---------------------	--	---	---

		О ц і н к а стартапу зі стабільним зростанням доходів	Розрахувати рівень потенційного річного доходу (RRR), який визначається обсягом виручки за останній місяць, помноженим на 12. Проаналізувати криву зростання за період існування компанії для розрахунку щомісячного / щотижневого темпу зростання виручки. Розрахувати рівень скоригованого потенційного річного доходу (RRR), який визначається обсягом виручки за останній місяць з урахуванням темпів зростання, екстрапольовані на весь рік. Помножити останній отриманий показник рівня потенційного річного доходу (RRR) на 10, щоб отримати приблизне значення оцінки вартості.	Необхідно показати інвесторам, що стійкий дохід знижує фінансові ризики компанії, збільшуючи при цьому перспективу прибуткового розвитку. Більшість інвесторів налаштовані на 10-20- тикратному повернення вкладених інвестицій (ROI). Отже, рівень доходу компанії і відповідна бізнес- модель дозволять продемонструвати цю можливість.	Д л я підтвердження даних по відкоригованого потенційному річному доходу (RRR), інвестори з а х о ч у т ь ознайомитися з д о к а з а м и повторюваного реального процесу продажів. В е т о м в и п а д к у в а ж л и в и м и с т а ю т ь с у м и в и т р а т н а залучення нових клієнтів (CAC). Цей показник знижує ризик невідповідності розрахункового підсумкового рівня річного доходу
--	--	--	--	--	--

		Реверсивний факторинг Попередня оцінна вартість компанії п р о т и післяінвестиційне оцінки вартості компанії Попередня оцінка компанії - це її поточна оцінка до м о м е н т у інвестування, яке приймається за відправну точку. Доінвестиційна оцінка - це предмет обговорення, післяінвестиційне - конкретний розрахунок. <i>Післяінвестиційне оцінка вартості компанії</i> = Попередня оцінна вартість компанії + Гроші (інвестиції).	Післяінвестиційне оцінка вартості компанії важлива з двох причин. По-перше, вона встановлює рівень поточної вартості компанії відразу після о т р и м а н н я фінансування, що впливає на ціни випуску опціонів на акції, а також на вартість існуючих акцій. По-друге, визначає, як будуть розраховуватися м а й б у т н і післяінвестиційне оцінки. Якщо компанія продовжує зростати і досягає своїх цілей, то попередня доінвестиційна оцінка перед наступним раундом фінансування позначить вищий рівень за рахунок попереднього інвестування. Якщо немає, то стартап може зіткнутися з горизонтальним рухом ціни за акцію або з «знижувальним раундом», що не дуже добре для проекту і його інвесторів.	Постановк а цілей власником компанії Багато інвесторів, що вкладають гроші в стартапи на ранній стадії розвитку, прагнуть отримати у власність певний відсоток цієї компанії. Я к щ о п р о е к т знаходиться за межами зони к о м ф о р т у інвесторів, м о ж л и в о , підприємець з а х о ч е відкоригувати свої показники або знайти іншого інвестора.
--	--	--	---	---

3.	Оцінка планів стартапа	Стандартний метод оцінки компанії і метод венчурного капіталіста	Оцінка компанії проводиться за представленими нижче моделям, де NPV - це сьогоднішня вартість компанії, Cash In і Cash Out - вкладення і майбутні доходи інвестора відповідно, r - встановлена ставка прибутковості, p - ймовірність успіху, T - час до виходу з інвестиції в роках. $NPV = -Cash\ In + \frac{Cash\ Out * p(success)}{(1+r)^T}$ Перша модель оцінює стартап в наступному порядку: спершу наводимо плановані доходи в величину прогнозованих, потім визначаємо нинішню вартість компанії з урахуванням бажаної річної ставки дохідності. $NPV = -Cash\ In + \frac{Cash\ Out}{\frac{(1+r)^T}{p(success)}}$ Друга модель - це математична варіація першої моделі, однак за змістом підприємець спершу адаптує свою бажану ставку прибутковості до коефіцієнта ймовірності успіху.	Друга модель частіше зустрічається в мові венчурних інвестицій, від цього може створитися помилкове враження, що венчурний капітал вимагає завищену прибутковість від цільової компанії. На основі другої формули, виводиться метод оцінки компанії, котрий застосовують безпосередньо венчурними інвесторами, де Hurdle rate - доповнена коефіцієнтом ймовірності встановлена ставка прибутковості, Exit valuation - прогнозований дохід інвестора на етапі виходу з інвестиції. $Hurdle\ rate = \frac{1+r}{\frac{1}{p^T}} - 1$ $NPV = \frac{Exit\ valuation}{(1 + hurdle\ rate)^T}$ Спершу розраховується необхідна до окремої компанії річна ставка прибутковості. Далі, розраховуємо сьогоднішню вартість виходячи з планів підприємця.	Коли компанія представляє свій бізнес-план інвестору, сторони розглядають його по-різному. Для інвестора, плани стартапу не підкріплені попередніми успіхами, тому є прогнозом, має статистичну по ринку та індустрії ймовірність успіху. Оцінюючи стартап, інвестор часто застосовує ті ж методи, що і для оцінки зрілої компанії, але при цьому додатково може вводити коефіцієнт ймовірності успіху, часто виникає з його досвіду.
----	------------------------	--	---	---	---

Додаток Б

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У зарубіжному виданні:

1. Рапута К.О. Аналіз динаміки венчурного фінансування стартапів в Україні. *Evropský časopis ekonomiky a managementu*. 2020. Vol. 6. Is. 5. P. 108-116. (Республіка Словаччина). (0,9 д.а.).

У наукових фахових виданнях:

2. Репіна І. М., Рапута К.О. Розвиток венчурного бізнесу в Україні. *Економіка та підприємництво*. 2018. № 40. С. 34-42. (0,9 д.а., особисто автору – 0,5 д.а.: проаналізовані ключові фактори, які впливають на розвиток венчурного фінансування).

3. Рапута К.О. Напрями вдосконалення механізму венчурного фінансування стартапів в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 2. С. 56-63. (0,8 д.а.).

В інших виданнях:

4. Рапута К. О. Венчурне фінансування стартапів в Україні. *Економіка підприємства: теорія і практика*: зб. матеріалів VI Міжнар. наук.-практ. конф., 13 жовт. 2016 р. Київ : КНЕУ, 2016. С. 58-59. (0,2 д.а.). (форма участі – очна).

5. Рапута К. Венчурне фінансування: ключові переваги та недоліки. *Інноваційне підприємництво: стан та перспективи розвитку*: зб. матеріалів II Всеукр. наук.-практ. конф., 29–30 берез. 2017 р. Київ : КНЕУ, 2017. С. 263-265. (0,2 д.а.). (форма участі – очна).

6. Репіна І.М., Рапута К.О. Факторний аналіз передумов розвитку венчурного бізнесу в Україні. *Economy of enterprise: theory and experience* : collection of materials of the VII International Scientific and Practical Conference, 12 october 2018, Kyiv, Krakow, Praha, Nairobi. Krakow; Nairobi (IDIA), 2018. P. 118–120. (0,2 д.а., особисто автору – 0,1 д.а.: запропоновано систему оцінки факторів та проаналізовано фактори розвитку венчурного бізнесу в Україні). URL.: <https://ir.kneu.edu.ua:443/handle/2010/30588> (дата звернення: 23.02.2021). (форма участі – заочна).

7. Raputa Kate, Riepin Sergii. Venture investment as one of the tools for the development of the country's economy. *Strategies for Entrepreneurship for*

Sustainable Development of Small and Medium-Sized Innovative Entrepreneurship: International Conference. Riga: Baltic International Academy, 2019. P. 43-48. (0,4 д.а., особисто автору – 0,3 д.а.: розглянуто та проаналізовано механізм розвитку венчурного фінансування в різних країнах та запропоновано можливі шляхи для розвитку венчурного фінансування). URL: https://ndipzir.org.ua/wp-content/uploads/2019/Ryha_09.10.19/Ryha_09.10.19_9.pdf (дата звернення: 23.02.2021). (форма участі – заочна).

Вих № 24/03 від 25.01 2021 р.**ДОВІДКА**

про використання результатів дисертаційного дослідження
Рапути Катерини Олегівни
 на тему **«Розвиток венчурного фінансування стартапів в Україні»**

Спеціалістам ТОВ «Інвестиційна венчурна група» (LLC «Investment Venture Group») було надано для розгляду матеріали дисертаційного дослідження Рапути К.О. на тему «Розвиток венчурного фінансування стартапів в Україні». В ході ознайомлення з даною науковою працею особливий інтерес викликали такі представлені в ній нові результати:

- методичний підхід до розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання, яка містить фінансовий капітал, мережеві зв'язки, людські ресурси, підприємницьку культуру, ринковий потенціал, законодавчу базу, інфраструктуру й інформаційно-комунікаційні технології та визначення набору відповідних параметрів за кожним компонентом, ідентифікацію необхідних заходів для їх покращення;
- методичний підхід до оцінювання вартості стартапу через використання системи мультиплікаторів за етапами життєвого циклу стартапу та стадією залучення фінансування та підвищення на цій основі інвестиційної привабливості стартапу для венчурного капіталу;
- методичний інструментарій оцінювання ефективності залучення венчурного фінансування для масштабування бізнес-ідеї на основі побудови матриці результативності фінансування та забезпечення швидких темпів зростання стартапу.

Апробація окремих аналітичних інструментів, запропонованих Рапутою К.О. показала доцільність їх використання в межах профільної діяльності ТОВ «Інвестиційна венчурна група» (LLC «Investment Venture Group»).

У цілому результати проведеного дослідження дають підстави заключити, що розроблені Рапутою К.О. методичні підходи до розвитку венчурного фінансування стартапів мають суттєву практичну цінність і можуть бути рекомендовані для широкого використання суб'єктами підприємства, фінансовими установами, венчурними компаніями та регуляторними органами держави.

Директор



Олейніков О.О.

Вхр: 19.02.2021

ДОВІДКА

**про використання окремих пропозицій та положень,
запропонованих Рапутою Катериною Олегівною у дисертаційному
дослідженні на здобуття наукового ступеня доктора філософії за
спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність» у
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима
Гетьмана» на тему «Розвиток венчурного фінансування стартапів в
Україні»»**

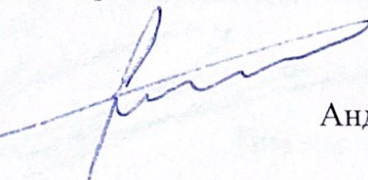
Представлені у дисертаційному дослідженні Рапути К.О. результати мають наукову новизну, теоретичну цінність та практичну значущість які витікають з комплексної розробки теоретико-методичних засад управління розвитком венчурного фінансування вітчизняних стартапів.

Важливими прикладними результатами дослідження є:

- методичний підхід до розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання, яка містить фінансовий капітал, мережеві зв'язки, людські ресурси, підприємницьку культуру, ринковий потенціал, законодавчу базу, інфраструктуру й інформаційно-комунікаційні технології та визначення набору відповідних параметрів за кожним компонентом, ідентифікацію необхідних заходів для їх покращення;
- методичний підхід до оцінювання вартості стартапу через використання системи мультиплікаторів за етапами життєвого циклу стартапу та стадією залучення фінансування та підвищення на цій основі інвестиційної привабливості стартапу для венчурного капіталу;
- методичний інструментарій оцінювання ефективності залучення венчурного фінансування для масштабування бізнес-ідеї на основі побудови матриці результативності фінансування та забезпечення швидких темпів зростання стартапу.

Впровадження означених розробок у практику діяльності мережі академічних стартап-інкубаторів УЕР на методичному рівні забезпечує розвиток екосистеми молодіжного підприємництва.

Генеральний директор УЕР



Андрій ЗАІКІН

“ЗАТВЕРДЖУЮ”
Проректор з науково-педагогічної
роботи ДВНЗ «Київський
національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»
Колот А.М.
2021/р.

“ЗАТВЕРДЖУЮ”
Проректор з наукової
роботи ДВНЗ «Київський
національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»
Антонюк Л.Л.
2021/р.

ДОВІДКА
про використання у навчальному процесі результатів дисертації
Рапути Катерини Олегівни
на тему «РОЗВИТОК ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ
СТАРТАПІВ В УКРАЇНІ»

Результати дисертаційного дослідження Рапути Катерини Олегівни на тему «Розвиток венчурного фінансування стартапів в Україні» використані для вдосконалення методичного забезпечення навчального процесу на кафедрі бізнес-економіки та підприємництва при викладанні навчальних дисциплін «Підприємництво», «Інноваційне підприємництво» та тренінг-курсу «Start-up». Нові положення стосуються:

- подальшого розвитку понятійно-категорійного апарату венчурного фінансування стартапів через розкриття його змісту, відмінностей від новостворених підприємницьких суб'єктів, систематизацію сукупності проявів ефектів венчурного фінансування, виявлення чинників венчурного інвестування та бар'єрів залучення венчурних інвестицій;
- удосконалення бізнес-моделі результативного стартапу на основі формування його конкурентних переваг для залучення венчурних інвестицій за рахунок створення більшої цінності для стейкхолдерів, розробку ефективної моделі комерціалізації та формування інтелектуального потенціалу;
- розробленого автором методичного підходу до розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання.

завідувач кафедри
бізнес-економіки та
підприємництва, доктор
економічних наук, професор



I.M. Репіна

ДОВІДКА
про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Рапути Катерини Олегівни
на тему «Розвиток венчурного фінансування стартапів в Україні»

Представлені у дисертації на здобуття наукового ступеня доктора філософії за спеціальністю 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність» Рапутою Катериною Олегівною висновки і пропозиції мають наукову новизну, теоретико-методичну та прикладну цінність для суб'єктів підприємницької діяльності та венчурних інвесторів.

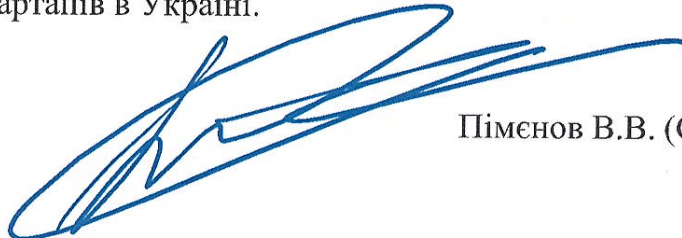
Зокрема, запропонований автором методичний підхід до розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання, гармонізує протиріччя між фінансовим капіталом, мережевими зв'язками, людськими ресурсами, підприємницькою культурою, ринковим потенціалом, законодавчою базою та інфраструктурою, що забезпечують бізнес-акселерацію.

Крім того запропонований методичний підхід до оцінювання ефективності залучення венчурного фінансування для масштабування бізнес-ідеї на основі побудови матриці результативності фінансування та забезпечення швидких темпів зростання стартапу скеровує управлінську діяльність на пошук дієвих механізмів прийняття рішень за умови обмеження фінансових можливостей внаслідок кризи, що має місце у вітчизняній економіці внаслідок боротьби з Covid 19.

Заслужовують на увагу прикладні аспекти розробки інвестиційної стратегії стартапу та релевантних технологій залучення венчурних інвестиційних ресурсів на глобальних та публічних ринках капіталу залежно від стадії життєвого циклу стартапу із використанням специфічних форм фінансування (бізнес-ангели, венчурні інвестори, зовнішнє, мезонінне фінансування, краудфандінг, криптовалюти).

Впровадження означених розробок у практику діяльності компанії CITY PROFIT дає можливість переглянути інструментарій управління венчурним фінансуванням стартапів в Україні.

13.01.2021



Піменов В.В. (CITY PROFIT)



вул. Пушкінська 31-В, офіс 9,
м.Київ, 01004, Україна,
+38 044 444 55 99

info@cmc-ukraine.com
cmc-ukraine.com

Вих.№ 25-1/11-2020 від 25 листопада 2020 року

ДОВІДКА
про використання результатів дисертаційної роботи
Рапути Катерини Олегівни
на тему «Розвиток венчурного фінансування стартапів в Україні»

Членами Всеукраїнської асоціації консультантів з управління «СМС-Ukraine» було розглянуто методичні рекомендації щодо розвитку екосистем венчурного фінансування стартапів на основі семикомпонентної моделі їх стимулювання, розроблені Рапутою К.О.

За результатами зазначеного розгляду експерти дійшли висновку, що запропоновані Рапутою К.О. положення, висновки і рекомендації слугують методичною платформою для розробки заходів щодо розвитку венчурного фінансування стартапів в Україні та можуть бути рекомендовані для широкого застосування суб'єктами підприємництва в ході пошуку джерел фінансування проектів розвитку. Запропонований методичний підхід дозволяє комплексно проаналізувати рівень розвитку екосистеми венчурного фінансування за такими складовими як фінансовий капітал, мережеві зв'язки, людські ресурси, підприємницька культура, ринковий потенціал, законодавча база, інфраструктура й інформаційно-комунікаційні технології. Розроблений методичний підхід містить відповідні індикатори та їх вагомість для проведення оцінки за кожним компонентом, а також ідентифікацію необхідних заходів для покращення значень отриманих в результаті оцінки параметрів.

За висновками експертів Всеукраїнської асоціації консультантів з управління «СМС-Ukraine» впровадження наведених вище методичних рекомендацій дасть змогу підвищити обґрунтованість інвестиційних рішень венчурними компаніями та забезпечить фінансову підтримку вітчизняним стартапам.

Віце-президент ГО «ВАКУ»



Е.М.Файзулліна