

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ННІ ФЕМ ІМ. ОЛЕГА БАЛАЦЬКОГО
КАФЕДРА ФІНАНСІВ І ПІДПРИЄМНИЦТВА

До захисту допускається
Завідувач кафедри, проф.
_____ В.М. Боронос
« ____ » _____ 20__ р.

МАГІСТЕРСЬКА РОБОТА

НА ТЕМУ:

Аналіз венчурного фінансування бізнесу і стартапів

Освітній рівень «Магістр»

Спеціальність 076 «Підприємництво, торгівля та біржова діяльність»

Науковий керівник роботи: _____
(підпис)

В.М. Боронос
(ініціали, прізвище)

Студент: _____
(підпис)

П.М. Рубанов
(ініціали, прізвище)

Група:

П.м-91ан

Суми 2020

ЗАВДАННЯ

РЕФЕРАТ

Магістерська робота : 53 стор., 9 рис., 7 табл., 34 джерел.

Об'єктом дослідження є венчурне фінансування як елемент системи забезпечення інноваційного розвитку.

Предмет дослідження – фінансові відносини, що виникають між підприємцями, венчурними капіталістами і державними інституціями у процесі фінансування стартапів і нового бізнесу.

Метою роботи є аналіз факторів розвитку і регулювання системи венчурного фінансування інноваційних проєктів і підприємств у сучасних економічних умовах.

Методи дослідження, які використовувалися в процесі дослідження та обробки даних: методи аналізу і синтезу, логічного узагальнення, структурний/вертикальний і часовий/горизонтальний аналіз.

У першому розділі охарактеризовані основні суб'єкти і стадії венчурного фінансування, розглянуті форми стартового венчурного фінансування і його характеристики, проведено порівняння характеристик фондів венчурного капіталу і прямих інвестицій.

У другому розділі проведений аналіз сучасних тенденцій розвитку венчурного фінансування у США, Європі, світі, досліджено вплив пандемії COVID-19, проаналізовано стан і розвиток венчурного фінансування в Україні.

У третьому розділі проведений аналіз законодавства України щодо функціонування венчурних фондів; проаналізовано законодавство ЄС щодо фондів венчурного капіталу; проведений порівняльний аналіз регулювання діяльності венчурних фондів в Україні і ЄС; розглянуті підходи до стимулювання венчурного фінансування в Україні.

ВЕНЧУРНЕ ФІНАНСУВАННЯ, СТАРТАП, ФОНД ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ, СТАДІЇ ФІНАНСУВАННЯ, ПАНДЕМІЯ COVID-19.

Зміст

| | |
|--|----|
| ВСТУП..... | 5 |
| 1 ХАРАКТЕРИСТИКА І РІЗНОВИДИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ..... | 8 |
| 1.1 Суб'єкти і стадії венчурного фінансування | 8 |
| 1.2 Форми стартового венчурного фінансування і його характеристики | 13 |
| 1.2.1 Ангельське фінансування..... | 15 |
| 1.2.2 Краудфандингове фінансування..... | 16 |
| 1.2.3 Фінансування компаніями з венчурним капіталом | 18 |
| 1.2.4 Фінансування через кредитні картки для малого бізнесу..... | 20 |
| 1.2.5 Кредити для малого бізнесу | 20 |
| 1.3 Порівняння характеристик фондів венчурного капіталу і прямих інвестицій | 22 |
| 2 АНАЛІЗ СТАНУ І ДИНАМІКИ РИНКУ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ | 26 |
| 2.1 Аналіз світових тенденцій розвитку венчурного фінансування і впливу пандемії COVID-19 | 26 |
| 2.2 Аналіз стану і розвитку венчурного фінансування в Україні | 34 |
| 3 РЕГУЛЮВАННЯ НАПРЯМІВ ПОЛІПШЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ФОНДІВ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ | 39 |
| 3.1 Аналіз законодавства України щодо функціонування венчурних фондів | 39 |
| 3.2 Аналіз законодавства ЄС щодо фондів венчурного капіталу | 41 |
| 3.3 Порівняльний аналіз регулювання діяльності венчурних фондів в Україні і ЄС..... | 44 |
| 3.4 Підходи до стимулювання венчурного фінансування в Україні | 46 |
| ВИСНОВКИ..... | 48 |
| ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ | 50 |

ВСТУП

Актуальність дослідження. Процес підтримки високотехнологічних стартапів і бізнесів можна розглядати як інноваційну екосистему, основними елементами якої є центри розвитку технологій (університети, високотехнологічні компанії, інфраструктура трансферу технологій), система організаційного та фінансового забезпечення їх впровадження (державні інноваційно-дослідницькі фонди, технопарки, бізнес-інкубатори, бізнес-ангели, венчурні інвестори/фонди тощо).

В Україні існують і розвиваються деякі елементи такої системи (науковий потенціал, інфраструктура найбільш раннього фінансування інноваційних розробок), однак залученість приватного капіталу до венчурного фінансування є недостатньою, особливо на етапах, де залучаються кошти фондів венчурного капіталу. Саме тому проблеми пов'язані з венчурним фінансуванням потребують детального дослідження з урахуванням поточної ситуації в Україні і світі, зарубіжного досвіду регулювання венчурних інвестицій.

Різні аспекти системи венчурного фінансування у своїх роботах досліджували багато автори, серед яких M. Anwar, W. Bradley, G. Duruflé, T. F. Hellmann, J. Jeong, J. Kim, J. Lerner, R. Nanda, G. Piacentino, H. Son, K. Tajeddini, R. Ullah, K. E. Wilson, Л. Антонюк, В. Аньшин, М. Бутко, С., Валдайцев, А. Дагаєв, Л. В. Дейнеко, Л.Л. Жданова, Л. О. Збаразька, О. Пепело, А. Поручник, М. Є. Рогоза, Е. І. Шелудько, І. А. Шовкун та інші.

В той же час, недостатньо дослідженими залишаються питання системного аналізу і стимулювання різних форм венчурного фінансування у поточних умовах.

Метою роботи є аналіз факторів розвитку і регулювання системи венчурного фінансування інноваційних проектів і підприємств у сучасних економічних умовах. В рамках досягнення поставленої мети у роботі вирішуються такі основні завдання:

- охарактеризувати основних суб'єкти і стадії венчурного фінансування;

- розглянути форми стартового венчурного фінансування і його характеристики;
- провести порівняння характеристик фондів венчурного капіталу і прямих інвестицій;
- провести аналіз сучасних тенденцій розвитку венчурного фінансування у США, Європі, світі;
- дослідити вплив пандемії COVID-19 на венчурне фінансування;
- проаналізувати стан і розвиток венчурного фінансування в Україні;
- провести аналіз законодавства України і ЄС щодо функціонування венчурних фондів;
- розглянути підходи до стимулювання венчурного фінансування в Україні.

Об'єктом дослідження є венчурне фінансування як елемент системи забезпечення інноваційного розвитку.

Предмет дослідження – фінансові відносини, що виникають між підприємцями, венчурними капіталістами і державними інституціями у процесі фінансування стартапів і нового бізнесу.

Методи дослідження, які використовувалися в процесі дослідження та обробки даних: методи аналізу і синтезу, логічного узагальнення, структурний/вертикальний і часовий/горизонтальний аналіз.

У першому розділі охарактеризовані основні суб'єкти і стадії венчурного фінансування, розглянуті форми стартового венчурного фінансування і його характеристики, проведено порівняння характеристик фондів венчурного капіталу і прямих інвестицій.

У другому розділі магістерської роботи проведений аналіз сучасних тенденцій розвитку венчурного фінансування у США, Європі, світі, досліджено вплив пандемії COVID-19, проаналізовано стан і розвиток венчурного фінансування в Україні.

У третьому розділі проведений аналіз законодавства України щодо функціонування венчурних фондів; проаналізовано законодавство ЄС щодо

фондів венчурного капіталу; проведений порівняльний аналіз регулювання діяльності венчурних фондів в Україні і ЄС; розглянуті підходи до стимулювання венчурного фінансування в Україні.

Інформаційною основою роботи є наукові праці, дані оглядів вітчизняних і зарубіжних асоціацій, періодичні джерела, вітчизняне і європейське законодавство, Інтернет ресурси.

1 ХАРАКТЕРИСТИКА І РІЗНОВИДИ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

1.1 Суб'єкти і стадії венчурного фінансування

Венчурне фінансування є важливою складовою інноваційного розвитку економіки країни, оскільки стимулює розвиток високотехнологічних і ризикових бізнесів, допомагає перетворити новітні дослідницькі розробки у конкурентоспроможну і швидко масштабовану продукцію.

На рисунку 1.1 відображено основні різновиди суб'єктів, що здійснюють інвестиції у венчурні проєкти і бізнеси (ВП і ВБ). На ранніх етапах венчурних проєктів і бізнесу фінансування здійснюють здебільшого неінституційні інвестори, як правило за рахунок особистих коштів фізичних осіб або підконтрольних їм юридичних осіб. Таке фінансування відбувається або одноосібно інвестиційним ангелом чи групою ангелів, або за участі багатьох менш кваліфікованих і більш дрібних приватних інвесторів, кошти яких збирають з використанням краудфандингових платформ. Неформальні венчурні інвестори зазвичай здійснюють інвестування в менших обсягах ніж формальні венчурні інвестори. Однак це інвестування здійснюється на ранніх етапах з підвищеними ризиками і накладними витратами, коли формальні інвестори не можуть і не бажають інвестувати свої кошти.

На ринках формального венчурного капіталу залучаються кошти фондів венчурного капіталу (ВК, venture capital (VC) funds) (або венчурних фондів, ВФ); фондів прямих/приватних інвестицій (ФПІ, private equity (PE) funds); фондів венчурного капіталу або прямих інвестицій в рамках бізнес-інкубаторів; компаній венчурного капіталу [24, 27].

Прямі інвестиції (ПІ) передбачають входження в акціонерний або статутний капітал непублічної компанії, через здійснення інвестицій або надання довгострокового боргового фінансування з можливістю (опціоном) конвертації в акції цієї компанії [27].

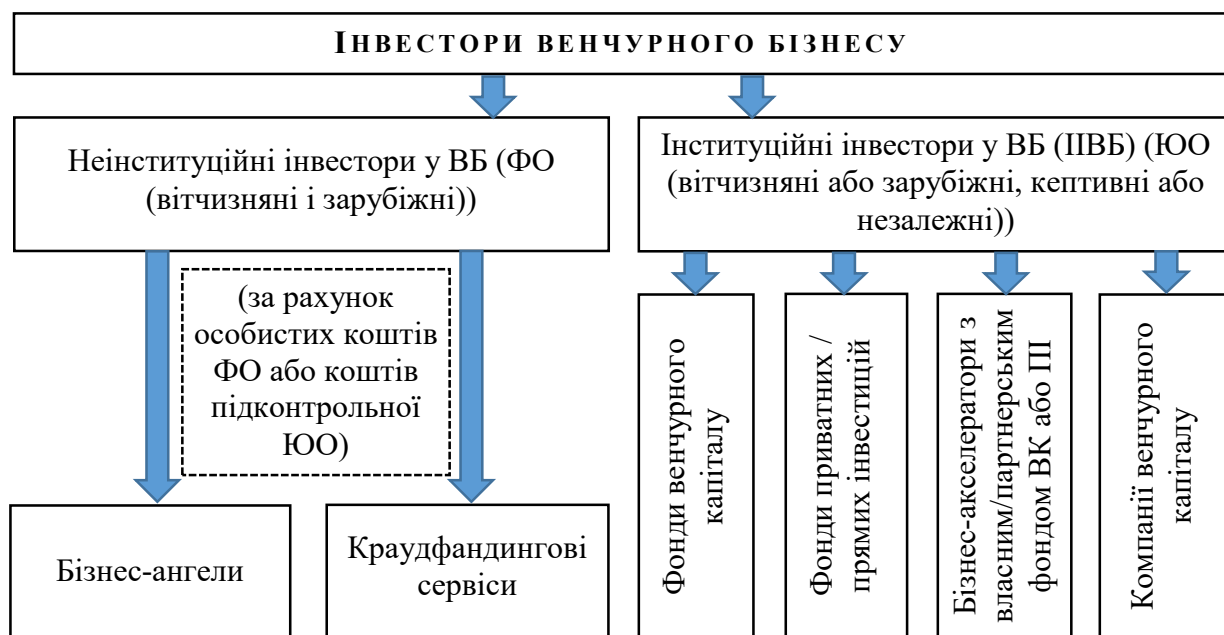


Рисунок 1.1 – Види венчурних інвесторів

Джерело: складено автором

Кептивний (корпоративний) фонд створюється за рахунок коштів компанії-засновниці фонду з метою отримання синергетичного ефекту від взаємодії фонду і компанії засновниці та пошуку і придбання в інтересах компанії нових технологій [27].

Класифікація стадії венчурного фінансування відбувається у відповідності до поточного стану розвитку бізнес-процесів всередині компанії (див табл.1.1).

Таблиця 1.1 – Стадії венчурного фінансування і їх характеристика

| Вид довго строкової стадії | Стадія фінансування | Характерні ознаки стадії |
|----------------------------------|-------------------------------------|--|
| венчурний етап | посівна | – відсутність або лише початок реєстрації юридичної особи; – відсутність або часткова сформованість команди |
| | стартап | – наявність зареєстрованої юридичної особи; – наявність повністю сформованої команди |
| | рання стадія або раннього зростання | – наявність завершеного маркетингового дослідження; – початок виробництва продукції |
| венчурний етап або етап зрілості | розширення | – зростання обсягів виробництва і супутніх фінансових показників |
| етап зрілості | пізня стадія | – трансформація у велику компанію з ознаками публічної; |

| | | |
|--|--|---|
| | | <ul style="list-style-type: none"> – інвестовані кошти спрямовується на рефінансування боргу; – реінвестування коштів на придбання компаній-дистриб'юторів для ефективного продажу готової продукції або компаній-постачальників комплектуючих, матеріалів тощо; – реінвестування коштів для підвищення капіталізації і на підготовку до продажу |
|--|--|---|

Джерело: складено за [24, 27].

Стадії венчурного фінансування високотехнологічних стартапів і бізнесів у відповідності до стадій розвитку бізнесу наведено на рисунку 1.2. Життєвий цикл інноваційної компанії показаний у формі кривої Джей (*J-curve*), яка відображає динаміку зміни грошового потоку.

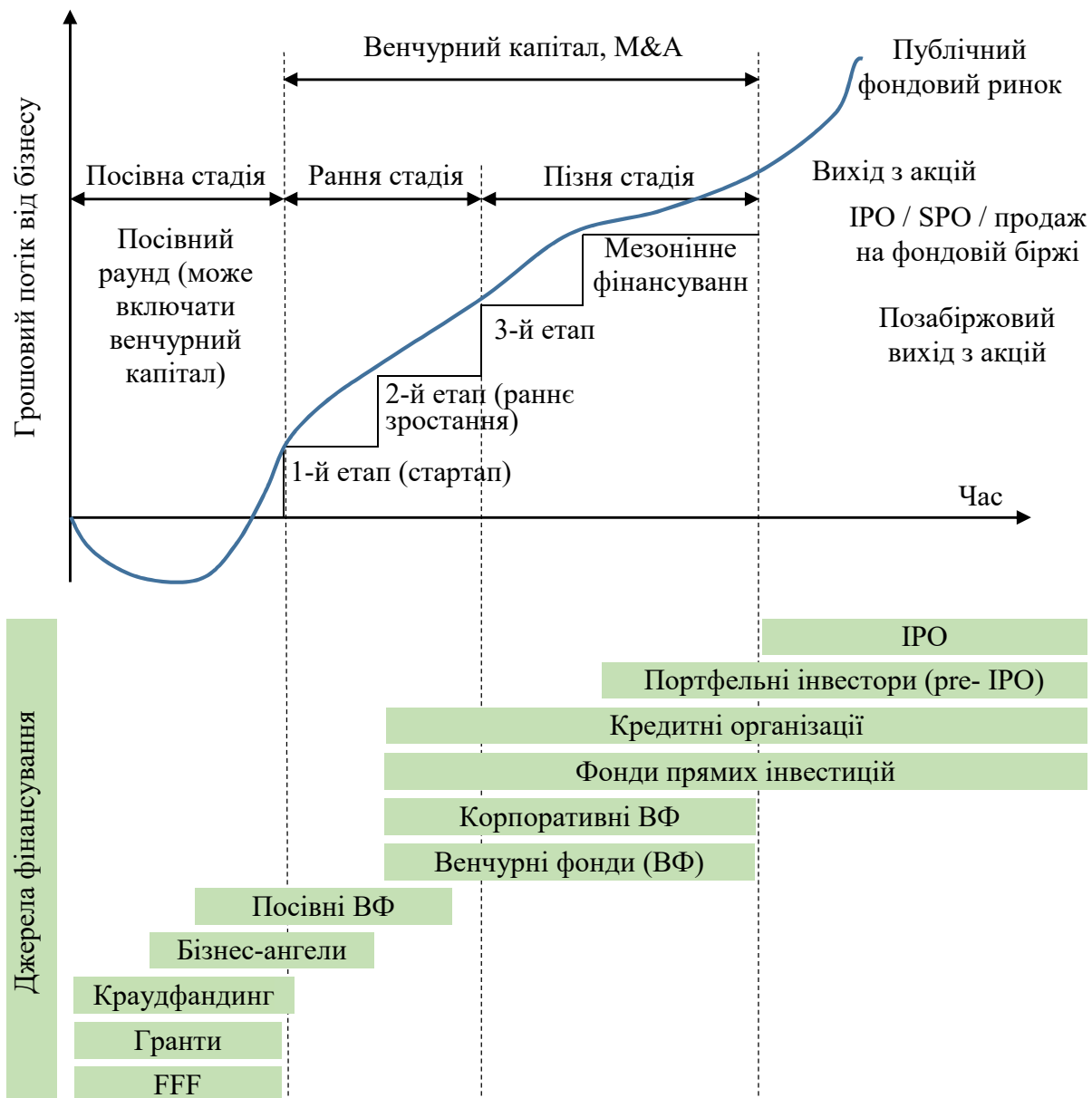


Рисунок 1.2 – Раунди фінансування високотехнологічних стартапів і бізнесів

Різні етапи венчурного фінансування мають наступну інтерпретацію [5, 14, 27]:

– *передпосівна стадія (pre-seed round/stage)* – це фінансування за рахунок власних коштів, іноді з залученням коштів друзів, знайомих тощо;

– *посів (seed round/stage)* – це фінансування, яке надається для дослідження, створення лабораторного прототипу, оцінки і розробки початкової концепції, бізнес-дії, коли бізнес ще не досяг фази стартапу;

– *бізнес-ангельський раунд (business angel round/stage)* – це фінансування з акцентом на менторство з боку бізнес-ангела, який надає організаційну підтримку проекту. Цей раунд часто розглядається як різновид посівного (seed) раунда.

– *раунд А, стадія стартапу (start-up)* – це фінансування розробки продукту (промислового прототипу у сфері технологічних чи медичних проєктів або α -версії у сфері ІТ-проєктів) і початкового маркетингу (запуску продажів на ринку). При цьому фірма може знаходитися у процесі створення або може працювати у цьому бізнесі короткий час, але без продажу своєї продукції на комерційній основі. Наявність значних витрат і обмежене надходження виручки через відсутність сформованої клієнтської бази і каналів реалізації продукції формує більшу потребу у фінансуванні, порівняно з попереднім етапом. Але через надмірні ризики цього етапу для великих компаній і фондів основними інвесторам виступають бізнес-ангели і посівні венчурні фонди, які готові прийняти ризики технічної реалізації і незатребуваності продукту ринком, профінансувати підготовку комерційного продукту (який вже протестований, має схвальні відгуки від споживачів і по якому готується поставка першої партії);

– *раунд В, рання стадія (early-stage) або раннього зростання (early growth)* – це фінансування фірм, які завершили розробку продукту і потребують додаткових коштів для запуску дрібносерійного виробництва, початку комерційного виробництва і продажу. На цьому етапі вони ще не приносять прибутку і тому до цієї стадії раунду В доходить лише 1 із 50 бізнесів, які

існували на стадії попереднього раунду А. Основними джерелами фінансування виступають інституційні інвестори, такі як фонди венчурного капіталу (VC) і прямих інвестицій (PE), великі корпорації тощо. До ранньої стадії відносять раунди, які класифікуються як серія А (етап/стадія 1) і серія В (етап/стадія 2) за серією акцій, випущених в рамках фінансування або за строком існування компанії до початку фінансування, попередньою історією фінансування, юридичним статусом компанії, задіяними інвесторами тощо;

– *пізня стадія (late-stage)* – це фінансування, яке включає раунди, які позначаються як серії С (етап/стадія 3), D (етап/стадія 4) і наступні;

– *стадія/раунд С, розширення/експансія* – це фінансування фірми, яка є беззбитковою або торгує прибутково для зростання і розширення, включаючи вихід на зарубіжні ринки, диверсифікацію виробництва на основі модифікації або створення нового продукту. Капітал може використовуватися для фінансування збільшення виробничої потужності і присутності на ринку, або розвитку продукції і/або для забезпечення додаткового оборотного капіталу, що формує високу потребу у фінансуванні. До фінансування з боку інституційних інвесторів попереднього етапу долучаються банківські установи і портфельні інвестори (зокрема pre-IPO фонди);

– *стадія раунду D* пов'язана з виходом інвестора з капіталу компанії, наприклад, шляхом продажу стратегічному чи фінансовому інвестору, менеджерам фірми, проведення публічного розміщення акцій / IPO, ліквідації компанії;

– *мостове (bridge)* фінансування – це фінансування, яке надається фірмі у період переходу від приватної власності до публічної акціонерної компанії;

– *вторинна купівля/ заміщення капіталу* – це придбання існуючих акцій однієї фірми у іншій організації, яка займається прямими інвестиціями, або у іншого акціонера;

– *порятунок/ розвертання* – це фінансування, яке надається існуючій фірмі, яка має складності у торгівлі;

– *рефінансування банківського боргу* – це зниження у фірми рівня

фінансового важеля;

– *викуп менеджментом* (management buyout) – це фінансування, яке забезпечує можливість для менеджерів і інвесторів придбати існуючу лінію продуктів або бізнес шляхом викупу контрольного пакету акцій;

– *придбання акцій менеджментом* – це фінансування для надання можливості менеджеру або групи менеджерів ззовні придбати фірму за підтримки прямих інвестицій від інвесторів;

– *венчурна купівля акцій*, які котируються – це покупка біржових акцій з метою делістинга цієї фірми;

– *інші придбання біржових акцій* – придбання акцій на публічному фондовому ринку;

На практиці застосовують більш ємні категорії етапів фінансування [5]:

– *стартап*, – коли на практиці використовується для позначення стартапа і іншої ранньої стадії;

– *експансія* – іноді використовується для позначення розширення, bridge-фінансування або рефінансування банківського боргу;

– *викупи* – іноді використовується для позначення викупу менеджментом, купівлі менеджментом або венчурної купівлі біржових акцій.

Враховуючи те, що потреба у капіталі зростає від стадії до стадії венчурного проєкту, у кожному раунді фінансування можуть залучатися різні інвестори, які були залучені на попередніх і поточному етапі.

1.2 Форми стартового венчурного фінансування і його характеристики

Окрім наявності комерційно привабливої бізнес-ідеї, одним з найважливіших елементів успішної реалізації стартапу є спроможність його ініціаторів залучити достатнє фінансування для початку і розвитку бізнесу. Найбільш поширеним є фінансування нової компанії за рахунок власного

капіталу або позики грошей у сім'ї чи друзів, але існують і інші можливості фінансування стартапу.

Для запуску бізнесу підприємець може отримати фінансування від друзів, знайомих, сім'ї, засновників/"дурнів" готових інвестувати у високоризиковий новий проєкт (позначається як FFF – friends, family, and founders/"fools") та інвестиційних ангелів. У цей період підприємець потребує значного фінансування за відсутності або недостатності доходів від започаткованого бізнесу. Інвестиційними ангелами називають професійних індивідуальних інвесторів, які фінансують підприємців до початку отримання фінансування від інституційних джерел венчурного капіталу [5].

На останньому етапі відбувається вихід інвесторів з капіталу підприємства через біржовий фондовий ринок або через позабіржові операції. Вихід з акціонерного капіталу з використанням фондової біржі може передбачати:

1) проведення первинного публічного розміщення акцій (Initial Public Offering, IPO) для максимального збільшення капіталізації компанії;

2) проведення публічного розміщення акцій, які належать існуючим акціонерам (засновникам компанії бо венчурним фондам) (secondary public offering, SPO);

3) продаж наявних акцій на фондові біржі.

Позабіржовий вихід з акцій передбачає такі можливості:

- продаж стратегічному інвестору;
- продаж іншому інвестиційному фонду;
- продаж менеджерам;
- продаж компанії (через зворотній викуп акцій);
- повний або частковий продаж активів компанії.

Основними варіантами отримання стартового фінансування є наступні [10]: ангельське фінансування, краудфандингове фінансування, фінансування компаніями з венчурним капіталом, фінансування через кредитні картки для малого бізнесу, кредити для малого бізнесу.

Ангельське фінансування

Зазвичай інвесторами-ангелами є фізичні особи, які інвестують в стартапи або компанії на ранніх стадіях їх розвитку в обмін на частку в акціонерному капіталі. Наприклад, бізнес ангелом для Google був співзасновник компанії "Sun Microsystems" Енді Бехтолшайм (Andy Bechtolsheim), який надав 100 тисяч долларов на цей бізнес-проект, коли його засновники ще навіть не створили юридичної особи [5]. Успішними стартапами, які отримували фінансування від бізнес-ангелів також були такі відомі зараз компанії, як Uber, WhatsApp і Facebook. Типовий обсяг інвестиції ангела у стартап складає від 25000 до 100000 доларів, але може бути і вищим [10].

Головними питаннями, які турбують інвестиційних ангелів є наступні [10]:

- якість, ентузіазм, відданість справі і добросовісність засновників;
- ринкові можливості і потенціал масштабування бізнесу;
- наявність чіткого і продуманого бізнес-плану, та будь-які попередні ознаки того що план почав здійснюватися.
- цікава для виробників чи споживачів технологія, інтелектуальна власність;
- прийнятна оцінка з обґрунтованими строками, враховуючи що інвестори-ангели, інвестуючи на ранніх стадіях проекту, коли ризик найбільший, хочуть в якості компенсації мати більш низьку початкову оцінку;
- спроможність залучення додаткових раундів стартового фінансування, потрібного для подальшого успішного розвитку бізнес-проекту.

Оскільки інвестиційні ангели мають схильність інвестувати лише у добре знайомі їм сектори економіки, найкращим способом пошуку ангельського інвестора через зв'язки у певному секторі є рекомендація від іншого колеги-підприємця, юриста чи бухгалтера, друга ангела, через мережу ангелів-інвесторів у LinkedIn, венчурних капіталістів і інвестиційних банкірів, краудфандингові сайти (такі як Kickstarter і Indiegogo) [10].

Найкращими ангелами-інвесторами є досвідчені підприємці з успішним минулим досвідом управління інвестиціями, оскільки окрім наявності грошових

коштів для інвестицій вони додатково дають інші важливі переваги для реалізації стартапів, зокрема [5, 10]:

- володіють спеціалізованими здібностями з розпізнавання підприємницьких талантів і потенційно привабливих бізнес-проектів;
- наявність контактів з венчурними капіталістами;
- наявність контактів стратегічними партнерами;
- надання порад і консультацій;
- довіра завдяки зв'язкам з цим інвестором;
- наявність контактів з потенційними клієнтами;
- наявність контактів з потенційними співробітниками
- наявність контактів з юристами, банками, бухгалтерами, інвестиційними банкірами;
- знання ринку і вдалих стратегій аналогічних компаній.

Краудфандингове фінансування

Краудфандинг – це спосіб залучення фінансування від великої кількості інвесторів, як правило через популярні спеціалізовані web-майданчики. Краудфандинг дозволяє підприємцям залучити стартове фінансування власного бізнесу (від тисяч до мільйонів доларів) та одночасно допомогти у просуванні на ринок нових товарів чи послуг. Особи, які зацікавлені у реалізації певного стартапу здійснюють внесок у відповідний бізнес-проект в обмін на винагороду у формі пріоритету отримання продуктів чи послуг, отримання знижки чи іншого бонусу (rewards-based crowdfunding), або частки в акціонерному капіталі (equity crowdfunding) чи прибутку у цьому бізнесі [10, 16, 17].

До венчурного фінансування найбільш наближені умови акціонерного краудфандингу, який передбачає фінансування в обмін на отримання частки у акціонерному капіталі [11, 12].

Разом з тим, існують характеристики, які відрізняють краудфандинг від фінансування з боку бізнес-ангелів і венчурного капіталу чи інших способів альтернативного фінансування [17, 25]:

- використовується для ранніх стадій реалізації нових проєктів, починаючи з етапу започаткування бізнесу чи появи бізнес-ідеї;
- дозволяє ініціатору отримати фінансові ресурси і зберегти контроль над бізнесом, оскільки, як правило, жоден з великої кількості дрібних інвесторів не отримує частки власності, достатньої для встановлення контролю над бізнесом;
- спрощений, швидкий і зрозумілий для підприємця чи стартапера інтерфейс краудфандингових платформ, який передбачає лише розміщення на відповідному веб-майданчику інформації стосовно проєкту;
- максимальна доступність фінансування для найбільш географічно віддалених учасників в умовах глобалізованого інтернет-середовища;
- отримання зворотної реакції від ринку (споживачів) стосовно привабливості і перспективності проєкту на поточному етапі фінансування і її врахування на наступних стадіях залучення капіталу. Ця інформація є цікавою як для ініціаторів бізнес-проєкту (засновників), так і для ангелів і венчурних інвесторів, які враховують сприйняття ринком і, відповідно, успішність онлайн-фінансування в рамках своєї можливої подальшої участі у проєкті.

Наведені переваги краудфандингового фінансування призводять до збільшення фінансування проєктів бізнес-ангелами і фондами венчурного капіталу за посередництва краудфандингових платформ [18]. Причому у Європі, зокрема у Великобританії, більш активне онлайн-фінансування здійснюється фізичними особами, тоді як у США більшу частку складають кошти інституційних інвесторів (інвестиційних фондів).

Успішному краудфандинговому проєкту для залучення максимальної кількості інвесторів потрібна наявність як цікавої історії і опису щодо створюваного продукту (товару, послуги) та компанії, так і пропозиція достатньо вагомої винагороди за інвестиційний внесок учасників. Краудфандингове фінансування з винагородою/заохоченням найбільш привабливе для стартапів, оскільки не потребує надання частини власності чи сплати процентів і основної суми, як при кредитуванні. Відсутність фінансових зобов'язань, окрім мінімальних витрат, пов'язаних з наданням певного бонусу або знижки, при такій

формі краудфандингу додатково формує співтовариство зацікавлених споживачів, що сприяє популяризації на ринку нових товари чи послуг, і одночасно слугує об'єктивним індикатором затребуваності і перспективності стартапу [10]. Для стартапів з українською юрисдикцією саме ця форма краудфандингу є привабливою через ризики недружнього поглинання при різних варіантах акціонерного і позикового фінансування.

Разом з тим, за користування послугами краудфандингового web-майданчика компанія чи стартап, що залучають кошти сплачують певну суму за перерахування коштів від учасників-донорів, або за обробку даних, або сплачують відсоток від суми зібраних грошових коштів. До найбільш популярних у світі інтернет-сайтів краудфандингового фінансування відносяться наступні [10]:

- «Kickstarter» (<https://www.kickstarter.com/>);
- «Indiegogo» (<https://www.indiegogo.com/>);
- «Crowd Supply» (<https://www.crowdsupply.com/>);
- «Crowdfunder» (<https://www.crowdfunder.com/>);
- «Fundly» (<https://fundly.com/>);
- «Crowdcube» (<https://www.crowdcube.com/>);
- «SeedInvest» (<https://www.seedinvest.com/>);
- «GoFundMe» (<https://www.gofundme.com/>);
- «iFundWomen» (<https://ifundwomen.com/>).

Фінансування компаніями з венчурним капіталом

Отримати венчурне фінансування доволі складно оскільки венчурні інвестори вкладають кошти в стартапи, які мають високий потенціал зростання та вже продемонстрували свою дієздатність, наприклад, вже мають робочий прототип продукту чи продемонстрували дострокове сприйняття споживачами і клієнтами [10].

Основними критеріями, якими керуються венчурні капіталісти при початковому відборі об'єктів фінансування є наступні [10]:

– галузь і сектор економіки (найбільш популярними є ІТ (програмне забезпечення), виробництво цифрових носіїв інформації, напівпровідникова промисловість, мобільний зв'язок і пристрої, послуги з надання у користування програмного забезпечення (SaaS – Software as a Service), біотехнології, сектор споживання тощо);

– стадія розвитку стартапу або бізнесу (рання пасивна стадія або раунди серія А чи більш пізні раунди);

– географічне розташування (вітчизняні технопарки і промислові майданчики, Силіконова долина, Нью-Йорк тощо).

Основні умови, які знаходять своє відображення в угоді венчурного фінансування включають наступне [10]:

- оцінка вартості компанії;
- сума необхідних інвестицій;
- форма венчурних інвестицій (як правило з використанням конвертованих привілейованих акцій);

- пріоритет при ліквідаційній процедурі у разі акціонерного фінансування, тобто першочергове право на повернення інвестицій при продажі бізнесу або його ліквідації;

- участь у Раді директорів або отримання у ній права спостерігача;
- дозвіл на право вето для інвестора з питань майбутнього акціонерного фінансування, продажу компанії або внесення змін у статутні документи;

- переважне право на участь майбутньому фінансуванні;
- право на періодичне отримання фінансових звітів та іншої внутрішньої інформації;

- захист від розмивання інвестованого капіталу у разі, якщо наступні раунди фінансування відбуваються при зниженій оцінці;

- право на викуп, якщо воно передбачене;
- першочергове право купівлі акцій засновників;
- право втягування (drag-along rights), коли компанія має право примусити міноритарних акціонерів голосувати за продаж компанії, якщо цей продаж був

схвалений певним мажоритарним відсотком акціонерів;

– реєстраційні права, які надають право інвестора вимагати від компанії реєстрації власних акцій у державного регулятора (наприклад, SEC у США) при публічному розміщенні цих акцій.

Фінансування через кредитні картки для малого бізнесу

На споживачів з сектору малого бізнесу може бути зорієнтована частина емітентів кредитних карток. Перевагою є спрощена процедура отримання кредитної карти для малого бізнесу. Разом з тим, процентні та комісійні платежі за кредитною картою можуть бути доволі високими. За такої форми фінансування будь-які відтермінування платежів або дефолти за кредитною бізнес-карткою будуть безпосередньо впливати на особистий кредитний рейтинг підприємця. Найбільшими кредиторами малого бізнесу, наприклад є такі американські емітенти карток як Capital One, Wells Fargo, Chase, Bank of America и American Express [10].

Новою тенденцією є поява нового типу емітентів кредитних карток для малого бізнесу, які не вимагають наявності особистих гарантій, тобто відсутній вплив на особисту кредитну історію. Наприклад, американська фінансово-технологічна компанія «Brex Inc.» пропонує кредитну карту з підвищеним лімітом для малого бізнесу, який працює у сфері технологій на ранніх стадіях реалізації проєктів [10].

Кредити для малого бізнесу

Кредитування розвитку малого бізнесу доступні з традиційних і альтернативних джерел. В залежності від потреб бізнесу, строку позик і конкретних умов кредитування можна виділити наступні форми кредитування малого бізнесу [10]:

– кредитна лінія для малого бізнесу, коли малий бізнес, маючи кредитний ліміт (наприклад, на рівні 100 тис.дол. у США), може отримати кредитні кошти у випадку необхідності, що дозволяє оптимізувати грошові потоки компанії і

компенсувати непередбачувані витрати. Як правило, відкриття кредитної лінії і її щорічне продовження вимагає певних витрат, але проценти сплачуються лише у разі зняття коштів кредитної лінії. Проценти можуть сплачуватися щомісяця, тоді як основна сума боргу часто амортизується протягом кількох років;

– фінансування дебіторської заборгованості. Дебіторська кредитна лінія, яка забезпечена дебіторською заборгованістю (accounts receivable – AR) компанії, дозволяє отримувати фінансування одразу після виникнення дебіторської заборгованості, під змінну відсоткову ставку;

– кредити на поповнення оборотних коштів. Цей механізм використовується для фінансування поточної бізнес-діяльності і компенсації коливань доходів і витрат. Такі запозичення, як правило, тривають від місяця до року. У практиці фінансування малого бізнесу у США обсяг подібних кредитів коливається від 5 до 100 тис. дол.;

– термінові кредити для малого бізнесу. Такі забезпечені і незабезпечені кредити, як правило, передбачають фіксовану суму кредитування (наприклад, у США – на рівні 250 тис.дол.) під фіксовану або плаваючу відсоткову ставку та можуть використовуватися для фінансування поточних бізнесових операцій, значних разових капітальних витрат та розширення/масштабування бізнесу;

– кредити державних і міжнародних структур. Завдяки гарантії і цільовій спрямованості кредитних програм цих структур умови погашення і рівень відсоткової ставки є більш вигідними у порівнянні зі звичайними комерційними позиками. Разом з тим, процедура отримання кредитів строго регламентована і вимагає більших витрат часу. Для прикладу, у США сума подібних позик з боку Управління у справах малого бізнесу (Small Business Administration – SBA) коливається у межах від 30 тис. до 5 млн дол. США;

– кредити на обладнання. Таке фінансування дає можливість для малого бізнесу придбавати обладнання, транспортні засоби і програмне забезпечення через цільовий кредит або договори лізингу. Як правило, від бізнесу вимагається початковий внесок на рівні 20 % від вартості обладнання, а у якості забезпечення кредиту виступає вартість самого обладнання. Для прикладу, у США сума таких

кредитів коливаються від 5 до 500 тис. дол. і вони надаються під фіксовану або змінну відсоткову ставку.

Кредити малому бізнесу дуже поширені і можуть бути класифіковані за типами кредиторів [10]:

– прями онлайн-кредитори, які спрощують і прискорюють доступ до кредитів шляхом використання онлайн-сервісів. У розвинених країнах, наприклад, у США, діють такі сайти, як «Fundera» і «LendingTree», що надають доступ бізнесу до короткострокових позик з боку кількох кредиторів на суми від 5 до 500 тис.дол.;

– великі комерційні банки (у США це Wells Fargo, JP Morgan и Citibank), які діють за чіткими процедурами, що вимагають дещо більших витрат часу на оформлення фінансування;

– місцеві банки на рівні громад. Особливістю цих кредиторів є орієнтація на цільове кредитування саме місцевих підприємств і бізнесів;

– веб-сайти з peer-to-peer кредитування. Ці сайти відіграють роль ефективного посередника (з мінімальними бар'єрами для взаємодії) між індивідуальними і інституційними кредиторами з одного боку та дрібними позичальниками з іншого. Зокрема, у США діють спеціалізовані у цьому напрямку сайти, такі як Prosper, LendingClub і Funding Circle;

– банківські кредити малому бізнесу на основі ресурсів і гарантій з боку державних і міжнародних структур. Така підтримка забезпечує надання пільгових ставок кредитування для підтримки бізнесу.

1.3 Порівняння характеристик фондів венчурного капіталу і прямих інвестицій

На рисунку 1.3 відображена посередницька функція фондів венчурного капіталу (VC funds) і прямих/приватних інвестицій (private equity funds) [5].

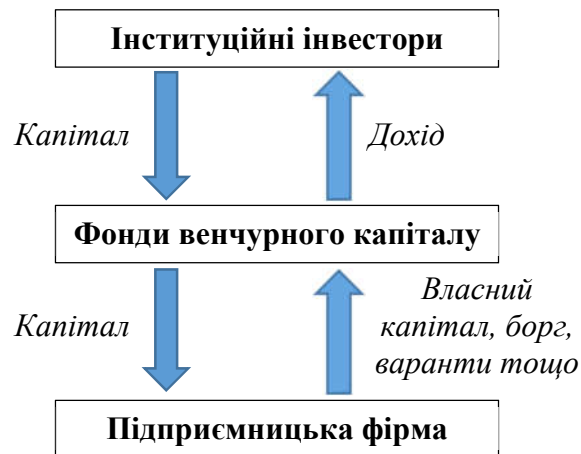


Рисунок 1.3 – Фінансове посередництво венчурного капіталу

Хоча поняття «венчурний капітал» (venture capital) і «приватний власний/акціонерний капітал» (private equity) можуть використовуватися як взаємозамінні, вони є різними за своєю суттю. Оскільки прямі інвестиції часто поєднуються з пізніми стадіями венчурного фінансування, можуть виникати складності при визначенні конкретних раундів фінансування [14]. У разі фінансових інвестицій, коли купується міноритарний пакет акцій компанії, це повинно ідентифікуватися як раунд зростання прямих інвестицій, а не раунд венчурного фінансування.

Венчурні інвестиції відносяться до окремого випадку прямих інвестицій у компанії, які знаходяться на венчурних стадіях розвитку та можуть мати такі характерні ознаки [24, 27]:

- наявність додаткових прав венчурного інвестора у корпоративному управлінні для забезпечення стратегічної і контролюючої функції;
- високий потенціал зростання доходності (з очікуваною внутрішньою нормою доходності більше 15%);
- обсяги фінансування в окремому раунді інвестицій не перевищують 100 млн дол. США;
- відсутні обмеження щодо розміру придбання частки капіталу у компанії;
- темпи зростання продажів перевищують темпи зростання ринку;
- інвестиції спрямовуються переважно на розробку нових продуктів і

технологій, розвиток бізнесу з використанням нових бізнес-моделей, а не на викуп акцій існуючих акціонерів з метою підвищення ефективності і стимулювання росту бізнесу, як це роблять фонди прямих інвестицій;

– з моменту створення компанії пройшло кілька років, не більше 5 років - для бізнесу у сфері промислових і інформаційно-комунікаційних технологій, не більше 7 років - у секторі біо-медичних технологій.

Капітал венчурних фондів формується з коштів інституційних інвесторів і, як правило, складає не менше 50 млн доларів США, часто перевищуючи 100 млн доларів США. Венчурні фонди інвестують в нові створювані бізнеси, як правило, не менше 1 млн доларів США і до 20 мільйонів доларів [5]. На відміну від них капітал фондів прямих інвестицій набагато більший і може перевищувати 10 млрд доларів. Фонди прямих інвестицій інвестують у вже діючі компанії.

Венчурне фінансування здійснюється через позабіржові (прямі) інвестиції в акціонерний капітал з підвищеним рівнем ризику (через відсутність достатнього забезпечення). Для зменшення цього ризику венчурний інвестор окрім фінансування венчурним капіталом активно залучається до управління і використовує свій власний людський капітал, через що венчурні інвестиції часто називають "розумними" грошима [24].

Венчурний капітал іноді називають «грошима винаходів» [5]. Менеджери венчурних фондів надають підприємницьким фірмам ресурси з високою доданою вартістю, оскільки підвищують вартість своїх підприємницьких інвестицій надаючи фінансові, адміністративні, маркетингові і стратегічні консультації, сприяючи створенню мережі підтримки підприємницької фірми від бухгалтерів, юристів, інвестиційних банкірів і спеціалізованих організацій з цієї ж сфери бізнесу. З точки зору інноваційності, рентабельності і динаміки зростання цін на акції під час публічного виходу на фондовий ринок підприємницькі фірми які використовували венчурний капітал показують в середньому значно кращі результати ніж фірми, які його не використовували.

Враховуючи те, що фонди венчурного капіталу і приватних інвестицій вкладають кошти, як правило, на строк від двох до шести років, венчурне

товариство створюється на десятилітній період з можливістю продовження ще на 3 роки. Таким чином керуючий фондом протягом перших кількох років обирає об'єкт інвестицій, а потім протягом наступних років існування фонду ці інвестиції здійснюються [5].

Оскільки підприємницькі фірми, як правило, не можуть сплачувати проценти за заборгованість перед фондом або виплачувати дивіденди, прибуток від інвестицій отримується у формі прибутку в результаті виходу з капіталу (продажу своєї частки). Додатково венчурний фонд отримує значні права на грошовий потік через контроль акціонерного/власного капіталу та пріоритет на випадок ліквідації фірми. Також венчурний фонд, як правило, отримує право вето і контроль за рішеннями менеджерів фірми [5].

Умови фінансування залученням венчурного капіталу і прямих інвестицій відрізняється, перш за все, стадією розвитку підприємницької фірми в яку ці фонди інвестують. Венчурний капітал стосується інвестицій у фірми на більш ранній стадії (посівній або стартапа), тоді як приватні інвестиції – це більш широке поняття, яке включає в себе інвестиції на більш пізній стадії, а також інвестиції у викуп акцій і поворотні інвестиції (коли ціна акції тимчасово опустилася нижче її реальної вартості). Термін приватні інвестиції охоплює усі етапи інвестиції включаючи венчурний капітал [5].

2 АНАЛІЗ СТАНУ І ДИНАМІКИ РИНКУ ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

2.1 Аналіз світових тенденцій розвитку венчурного фінансування і впливу пандемії COVID-19

Як показують результати дослідження Boston Consulting Group серед ТОП-10 найбільш інноваційних компаній 2020 року (з поміж 162 компаній світу) найбільшу частку складають компанії ІТ-сектору (див. таблицю 2.1) [3].

Таблиця 2.1 – Рейтинг 10-ти найбільш інноваційних компаній світу

| Місце | 2019 | 2020 |
|-------|--------------------------------|--------------------------------|
| 1 | Alphabet (власник Google) (ІТ) | Apple (частково ІТ) |
| 2 | Amazon (ІТ) | Alphabet (власник Google) (ІТ) |
| 3 | Apple (частково ІТ) | Amazon (ІТ) |
| 4 | Microsoft (ІТ) | Microsoft (ІТ) |
| 5 | Samsung | Samsung |
| 6 | Netflix (ІТ) | Huawei |
| 7 | IBM (ІТ) | Alibaba (ІТ) |
| 8 | Facebook (ІТ) | IBM (ІТ) |
| 9 | Tesla | Sony |
| 10 | Adidas | Facebook (ІТ) |

Джерело: складено за [3]

Більшість стартапів в основному також розвивається у сфері ІТ-технології. Особливо ця тенденція посилилась в умовах кризових явищ, пов'язаних з COVID-19, що дало поштовх ще більш масштабному використанню ІТ-технології. Крім того у цій сфері спостерігається тенденція у орієнтації лідерів галузі на придбання вже готових до впровадження ІТ-продуктів, які вже пройшли перші етапи венчурного фінансування, замість їх самостійної розробки.

Разом з тим, високотехнологічні гіганти, намагаючись з одного боку диверсифікувати свою діяльність в умовах антимонопольних обмежень для їх інвестицій, а з іншого – відстежувати і впроваджувати новітні розробки, щоб залишатись конкурентоспроможними на швидко оновлюваному ринку інноваційних технологій, створюють власні фонди венчурного капіталу. Так,

зокрема, Facebook у червні 2020 року повідомив про створення багатомільйонного венчурного інвестиційного фонду, який буде фінансувати у незначних частках капіталу ті стартапи, що працюють з соціальними додатками, щоб своєчасно підтримувати і викуповувати перспективні ІТ-розробки. Метою венчурного фонду є своєчасне виявлення нових тенденцій і потенційних конкурентів, які можуть швидко створити значні загрози для компанії Facebook [9]. Раніше відбір і фінансування перспективних стартапів Facebook здійснював через стартап-акселератори і за результатами проведення хакатонів (hackathons, форумів розробників програмного забезпечення). Раніше, у 2007 році Facebook разом з компаніями венчурного капіталу "Accel" і "Founders Fund" заснували венчурний фонд "fbFund" на 10 млн доларів для фінансування стартапів додатків на платформі "Фейсбук". Інші великі технологічні компанії, зокрема такі ІТ-гіганти, як Intel, Microsoft, Google, Qualcomm та інші мають власні внутрішні (корпоративні) венчурні фонди. Зокрема, Alphabet (Google) також залучається до венчурного фінансування, але на основі кількох створених корпоративних венчурних компаній, таких як "Gradient Ventures".

У загальносвітовому масштабі медіанний розмір угод за етапами венчурного фінансування не зазнав суттєвих змін. Середня за останні 5 років угода на етапі ангельських інвестицій складає 0,92 млн дол. або 7,5% від суми середньорічних медіан усіх трьох етапів (від 12,26 млн дол.) (див.табл. 2.2). На етапі раннього венчурного фінансування середнє значення медіани складає 3,5 млн дол. і має вагу 28,5%. Найбільший розмір угоди спостерігається на пізньому етапі, – 7,84 млн дол. та вагою цього етапу фінансування 63,9% [14].

Таблиці 2.2 – Динаміка медіанного розміру угоди венчурного фінансування за стадіями

| Джерела/стадії фінансування | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020* | Середнє | |
|-----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|
| | млн дол. | млн дол. | млн дол. | млн дол. | млн дол. | млн дол. | % |
| У всьому світі | | | | | | | |
| Інвестиційні ангели/seed | 0,7 | 0,8 | 1 | 1 | 1,1 | 0,92 | 7,5% |
| Ранній венчурний капітал | 2,7 | 3 | 3,8 | 3,5 | 4,5 | 3,50 | 28,5% |
| Пізній венчурний капітал | 6,5 | 6,6 | 8,3 | 8,3 | 9,5 | 7,84 | 63,9% |
| Разом | 9,9 | 10,4 | 13,1 | 12,8 | 15,1 | 12,26 | 100,0% |

| США | | | | | | | |
|--------------------------|------|-----|------|------|------|-------|--------|
| Інвестиційні ангели/seed | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,06 | 6,6% |
| Ранній венчурний капітал | 4,5 | 5,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 5,50 | 34,3% |
| Пізній венчурний капітал | 8,3 | 9,0 | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 9,46 | 59,1% |
| Разом | 13,7 | 15 | 17,1 | 17,2 | 17,1 | 16,02 | 100,0% |
| Європа | | | | | | | |
| Інвестиційні ангели/seed | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 0,76 | 11,8% |
| Ранній венчурний капітал | 1,3 | 1,3 | 1,8 | 1,9 | 2,7 | 1,80 | 27,9% |
| Пізній венчурний капітал | 2,8 | 2,9 | 3,5 | 4,4 | 5,9 | 3,90 | 60,4% |
| Разом | 4,6 | 4,8 | 6 | 7,1 | 9,8 | 6,46 | 100,0% |

Примітка: (*) Дані 2020 року станом на (30.09.20)

Джерело: складено і розраховано за [14].

Як показує рисунок 2.1, більш швидке зростання медіани венчурний угод протягом 5 років спостерігається для пізньої стадії венчурного фінансування, що може свідчити про поступову переорієнтацію венчурного капіталу на компанії, які знаходяться на пізніх стадіях фінансування. Незважаючи на те, що цей показник у Європі має відносно кращу динаміку, за абсолютним значенням він все ще залишається нижче від середнього світового рівня і медіанних значень венчурних угод у США.

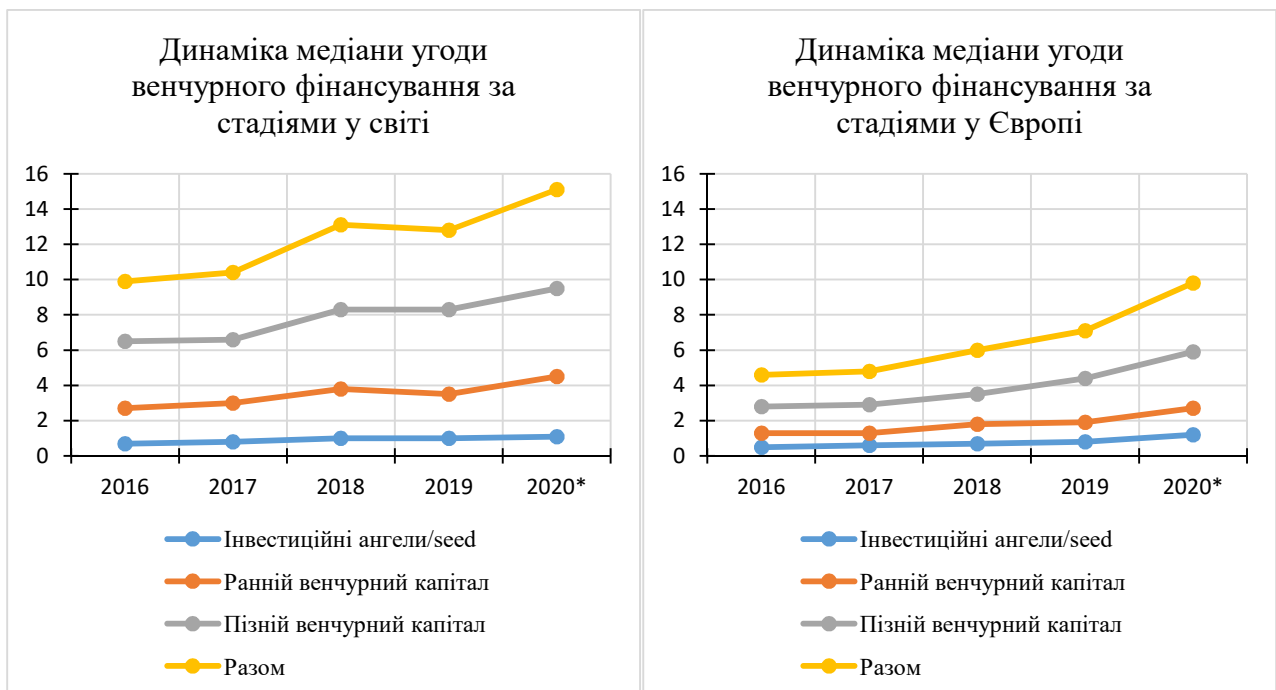


Рисунок 2.1 – Динаміка медіани угоди венчурного фінансування за стадіями у світі і Європі

Джерело: складено за [14].

Наведена на рисунку 2.1 динаміка щодо обсяг венчурного фінансування, що здійснене вперше свідчать, що у сфері венчурного фінансування у світі спостерігається падіння останні 2 роки. Така динаміка свідчить про наявність інших фундаментальних макроекономічних факторів, окрім наслідків COVID-19, які почали впливати з другого кварталу 2020 року. Беручи до уваги те, що дані за 2020 рік відображають обсяг венчурних інвестицій лише станом на 21.09.20 (за 3 квартали 2020 року), можна стверджувати, що прискорення падіння обсягів венчурного фінансування не відбувається. Для Європи обсяги залишаються на стабільному, хоч і значно нижчому ніж у США рівні.



Рисунок 2.2 – Обсяг угод венчурного фінансування,
що були здійснені вперше, млрд дол.

Примітка: (*) Дані за 2020 рік – станом на 30.09.20;

Джерело: складено за [14].

Хоча в цілому не спостерігається прямий зв'язок між рівнем впливу COVID-19 на країну і обсягом венчурного фінансування, але в таких країнах як Китай і Іспанія (які першими зазнали економічних втрат через COVID-19) за

перше півріччя 2020 року венчурне фінансування впало, відповідно, на 33% (більше ніж 8 млрд дол.) і 55% порівняно з 1-м півріччям 2019 року, і стало найнижчим за останні 5 років [19]. Разом з тим, при загальній тенденції поступового зменшення венчурного фінансування у світі, деякі регіони і країни (Массачусетс у США (плюс 24% півріччя до півріччя), Індія (забезпечила майже +8% для всієї Азії завдяки індійському проєкту “Reliance Jio” з розгортання 4G-мережі на суму 15,2 млрд дол.), Індонезія, Ізраїль, Австралія і Нова Зеландія (сумарне зростання на 50%), Франція, Бельгія, Бразилія) продемонстрували його зростання. Все це свідчить про наявність інших факторів впливу на активність венчурного фінансування, відмінних від фактору пандемії. Наведений вище приклад реалізації індійського проєкту “Reliance Jio” з провадження зв'язку 4-го покоління демонструє, як в певних випадках пандемія (через зростання потреби у швидкісних дистанційних каналів зв'язку) може стимулювати розвиток високотехнологічних інновацій і залучення відповідного венчурного фінансування. З іншого боку, економіки зазначених країн з стабільним або зростаючим венчурним фінансуванням відчули вплив пандемії пізніше, порівняно з Китаєм і Іспанією, що означає можливість впливу її негативних наслідків для венчурного фінансування у більш віддаленій перспективі.

Згідно даних "Crunchbase" обсяг венчурного фінансування у глобальному масштабі у першому півріччі 2020 року скоротився на 6% порівняно з аналогічним періодом 2019 року [19]. При цьому на раунди пізніх стадій і технологічного зростання припало 66% загального обсягу піврічного фінансування 2020 року, в той час як у першому півріччі 2019 року їх частка складала 59 відсотків.

Про вагомість впливу інших, ніж пандемія, факторів на розвиток венчурного фінансування свідчать різні відносні масштаби його розвитку в різних країнах. Наприклад, за 1-ше півріччя 2020 року венчурне фінансування у США обсягом 64,7 млрд доларів забезпечило 97% його обсягів у всій Північній Америці, а Бразилія забезпечила 90% венчурного фінансування усієї Південної Америки [19]. Одночасно ці країни, разом з Індією лідирували за кількістю

випадків зараження COVID-19.

За першу половину 2020 року венчурне фінансування у Європі скоротилося на 20% відносно першої половини 2019 року. Найбільше скорочення відбулося у Великобританії і Іспанії, тоді як фінансування у Франції і Бельгії було на високому рівні [19].

Обсяги венчурного фінансування у країнах з найбільшою кількістю захворювання на COVID-19 наведені у таблиці 2.3. Дані свідчать, що найбільші темпи падіння венчурного фінансування у першій половині 2020 року спостерігались в Китаї (–26,6 млрд дол. відносно середнього піврічного рівня за останні 2 роки). По інших країнах з найвищим рівнем коронавірусного захворювання спостерігається різнонаправлена тенденція щодо венчурного фінансування.

Таблиця 2.3 – Обсяги венчурного фінансування у країнах з найбільшою кількістю захворювання на COVID-19

| Країна | Венчурне фінансування, млрд дол. | | | Кількість випадків COVID-19 | |
|-----------------|----------------------------------|--------------|-------|-----------------------------|---|
| | В середньому за 1 півр. 2018-19 | 1 півр. 2020 | Зміна | Загальна кількість, тис. | Питома кількість, тис. на 1 млн населення |
| США | 64,7 | 62,3 | -2,4 | 3805 | 11,495 |
| Бразилія | 0,6 | 0,8 | 0,2 | 2098 | 9,870 |
| Індія | 5,5 | 19,4 | 13,9 | 1118 | 0,810 |
| Велика Британія | 6,8 | 6,6 | -0,2 | 297 | 4,375 |
| Іспанія | 0,6 | 0,3 | -0,3 | 265 | 5,668 |
| Франція | 2,5 | 2,8 | 0,3 | 214 | 3,279 |
| Німеччина | 2,8 | 2,4 | -0,4 | 203 | 2,423 |
| Канада | 2 | 1,6 | -0,4 | 112 | 2,968 |
| Індонезія | 1,3 | 2,5 | 1,2 | 88 | 0,322 |
| Китай | 43,8 | 17,2 | -26,6 | 85 | 0,059 |

Джерело: складено і розраховано за даними [19, 4].

Дані таблиці 2.4 показують, що обсяг венчурних угод має більш значну коливаність (середньгеометрична зміна за останні 5 років склала 11,9%), тоді як кількість угод за той же період 2015–19 років загалом зменшилась і коливалась значно менше (середньгеометричне значення зміни кількості угод було

від'ємним і склало $-1,5\%$).

Таблиці 2.4 – Зміна обсягів венчурного фінансування компаній у світі, що здійснене вперше

| Показник | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020* | Середнє за 2015-19 |
|----------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------------------|
| Обсяг угод, млрд дол. | 15,6 | 27,6 | 22,0 | 20,8 | 36,3 | 27,4 | 14,4 | 26,8 |
| Відносна зміна обсягу угод, % | – | 76,9% | -20,3% | -5,5% | 74,5% | -24,5% | -47,4% | 11,9%** |
| Кількість угод | 8,313 | 9,627 | 8,553 | 8,188 | 8,494 | 7,724 | 4,224 | 8,517 |
| Відносна зміна кількості угод, % | – | 15,8% | -11,2% | -4,3% | 3,7% | -9,1% | -45,3% | -1,5%** |

Примітки: (*) Дані за 2020 рік станом на 30.09.20;

(**) – середньгеометричні величини

Джерело: складено за [14].

Така динаміка пояснюється переважаючою часткою ІТ-технологій у венчурному фінансуванні, насиченістю світових фінансових ринків грошовою ліквідністю, компенсаційними фіскальними і грошово-кредитної стимулами і триваючим зростанням фондових ринків (у тому числі шляхом активізації проведення IPO). Це також пов'язано з певною ізольованістю венчурних проєктів від негативних наслідків карантинних заходів, про свідчить сфера діяльності високотехнологічних компаній, які залучили найбільші обсяги венчурного капіталу на пізніх стадіях протягом 3-го кварталу 2020 року (див. табл. 2.5).

В цілому спостерігається тенденція прискорення розвитку цифрових технологій у зв'язку з триваючою пандемією, що простимулювало інвестиції, зокрема у роздрібний Інтернет-продаж, фінтех (FinTech), венчурну медицину (BioTech), освітні технології (EdTech) тощо. Саме довгострокова перспектива карантинних заходів сприяє просуванню венчурних інвестицій у бізнес-проєкти, які розширюють цифрові канали обслуговування споживачів, підвищують продуктивність праці за рахунок створення віддалених робочих місць,

дозволяють компаніям ефективно аналізувати поведінку споживачів. Серед венчурних проєктів які залучили найбільше фінансування у третьому кварталі 2020 року були: проєкт у сфері технології здоров'я (wealthtech) (з залученням 1,2 млрд доларів компанію Robinhood), проєкт з впровадження альтернативної моделі платежів (з залученням 500 мільйонів доларів компанією Affirm), проєкт створення цифрового банку Chime з фінансуванням на 435 мільйонів доларів, проєкт компанії Palantir Technologies щодо аналізу даних на суму 549 мільйонів доларів і послідуєчим проведенням IPO, проєкт Інтернет-торгівлі зі створення цифрового C2C-маркетплейсу від компанії OfferUp, яка залучила 453 мільйонів доларів [14].

Таблиця 2.5 – Топ 10 компаній за обсягами венчурного фінансування у світі у третьому кварталі 2020 року

| Компанія | Обсяг фінансування | Країна | Сфера діяльності | Стадія фінансування |
|-------------|--------------------|--------------|----------------------------------|---------------------|
| SpaceX | 1,9 млрд дол. | США | Космічні технології | Пізня стадія |
| Weltmeister | 1,5 млрд дол. | Китай | Автомобільна | Серія D |
| Flipkart | 1,3 млрд дол. | Індія | Роздрібний Інтернет-продаж | Корпоративне |
| JD Health | 830 млн дол. | Китай | Роздрібний Інтернет-продаж | Серія B |
| Robinhood | 660 млн дол. | США | Фінтех | Серія G |
| Klarna | 650 млн дол. | Швеція | Фінансове програмне забезпечення | Пізня стадія |
| CureVac | 632.8 млн дол. | ФРН | Винахід ліків | Пізня стадія |
| Northvolt | 600 млн дол. | Швеція | Енергетична | Пізня стадія |
| Robinhood | 600 млн дол. | США | Фінтех | Серія F |
| Revolut | 580 млн дол. | Вел.Британія | Фінтех | Серія D |

Джерело: складено за [14]

В умовах зосередженості венчурних інвесторів на угодах більш пізніх стадій, компанії, які знаходяться на ранніх стадіях мають прикласти зусилля, щоб довести свою ефективність, провести оптимізацію витрат і демонструвати адаптованість до умов триваючої пандемії. Протягом трьох кварталів 2020 року у сфері венчурного фінансування спостерігається рекордна кількість так званого "сухого порошу" (Dry Powder) [14], що означає наявність значних резервів грошових і неризикових високоліквідних активів для підтримки венчурних

проектів в складних економічних умовах.

2.2 Аналіз стану і розвитку венчурного фінансування в Україні

Як показують статистичні дані по українському ринку управління активами як і у попередні періоди за 12 останніх кварталів кількість нових венчурних фондів продовжувала зростати (рис. 2.3). За цей 3-річний період середньоквартальний приріст кількості ВІФ склав майже +25 фондів, або середньорічний приріст +99 фондів. Зокрема, у третьому кварталі 2020 року були створені і визнані 58 ВФ, абсолютна більшість з яких зареєстровані у формі КІФ (55 фондів).

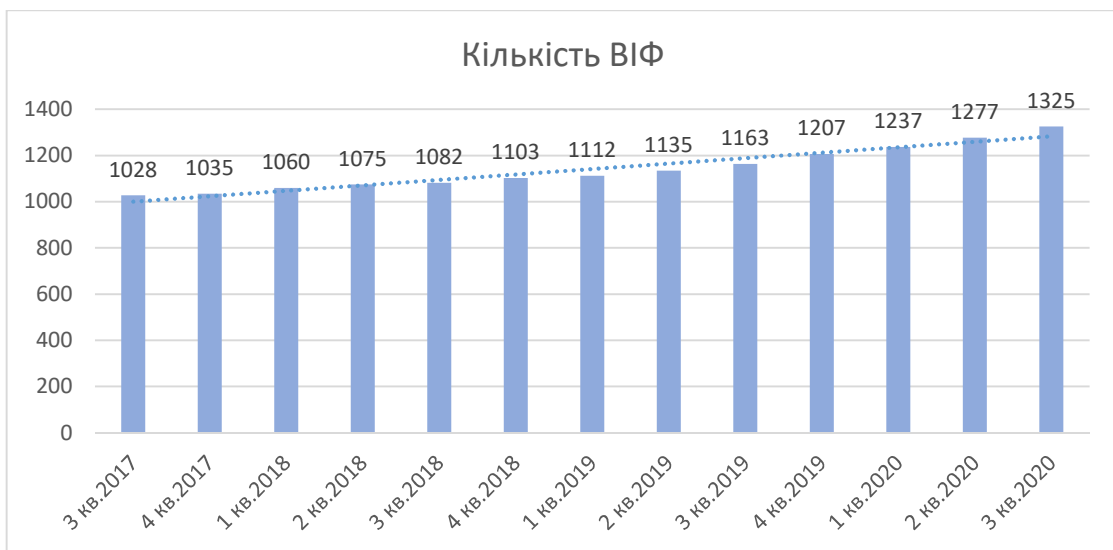


Рисунок 2.3 – Квартальна динаміка кількості венчурних інвестиційних фондів в Україні за 2017-20 роки

Джерело: побудовано за [23]

Вартість активів в управлінні венчурних інвестиційних фондів за рік зросла на 18,3% і склала на кінець третього кварталу 2020 року 378,796 млрд грн (див. рис. 2.4).



Рисунок 2.4 – Частки венчурних і невенчурних ІСІ за вартістю активів в управлінні станом на 30.09.2020 року

Джерело: побудовано за [34]

Вартість чистих активів (ВЧА) венчурних ІСІ (ВІФ) за останній рік зросла на 17,3% і станом на 30.09.2020 року чисті активи ВІФ склали 294,390 млрд грн, що відповідає 95,1% від ВЧА усіх ІСІ (відкритих, закритих, інтервальних).

Незважаючи на значні обсяги і динаміку зростання капіталу залученого до ВІФ, цей потенціал фінансування високотехнологічних стартапів і бізнесу не використовується за призначенням.

Реальний стан українського ринку венчурного фінансування високотехнологічних стартапів відображають дані української асоціації венчурного капіталу і прямих інвестицій (UVCA). Останніми роками в Україні відбувається стрімке зростання обсягу венчурного фінансування стартапів і ІТ-компаній (див. рис. 2.5, 2.6) і у 2019 році він досяг 510 мільйонів доларів, перевищивши результат 2018 року на 51,3 %. При цьому кількість угод в 2019 році навіть знизилась до 111 від рівня 115 угод у 2018 році.

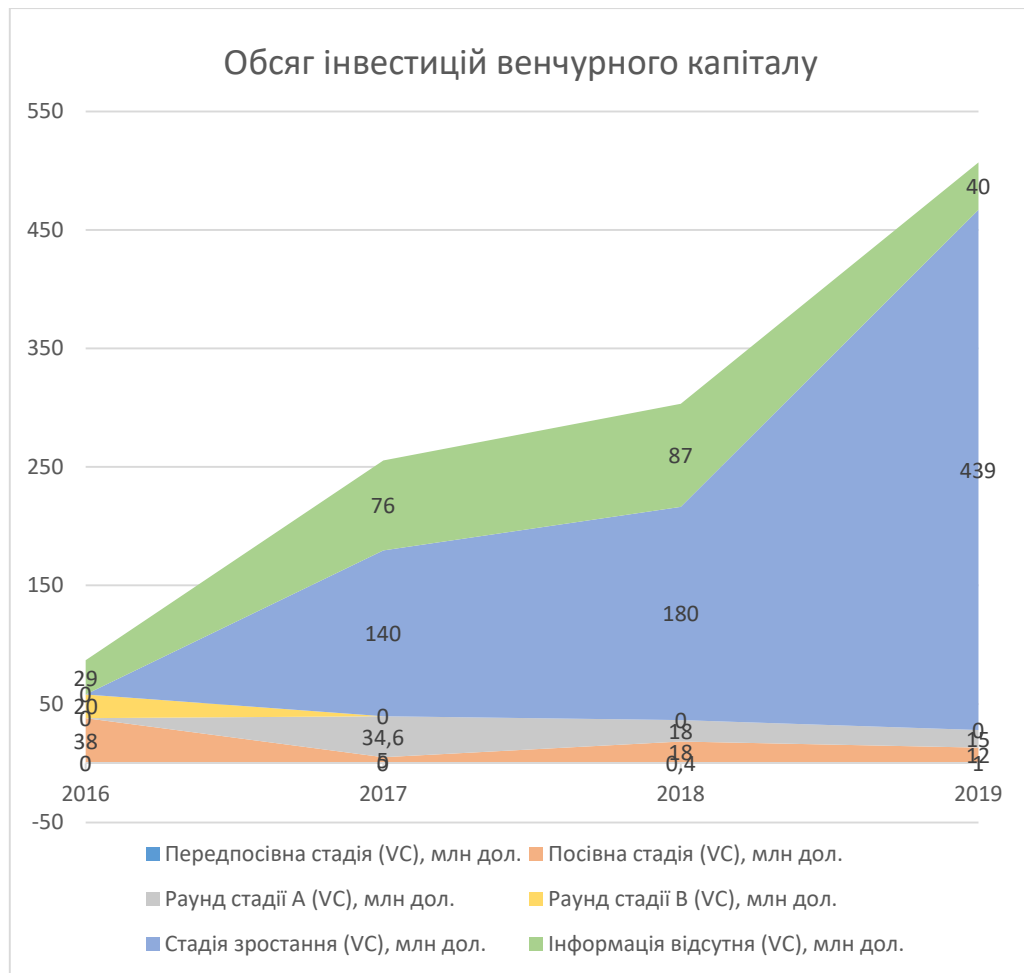


Рисунок 2.5 – Динаміка обсягу інвестицій венчурного капіталу по стадіям фінансування за 2016-2019 роки

Джерело: побудовано за [20].

Обсяг 10 найбільших угод збільшився майже вдвічі до 456 млн дол. При цьому левову частку фінансування становив капітал залучений з США.

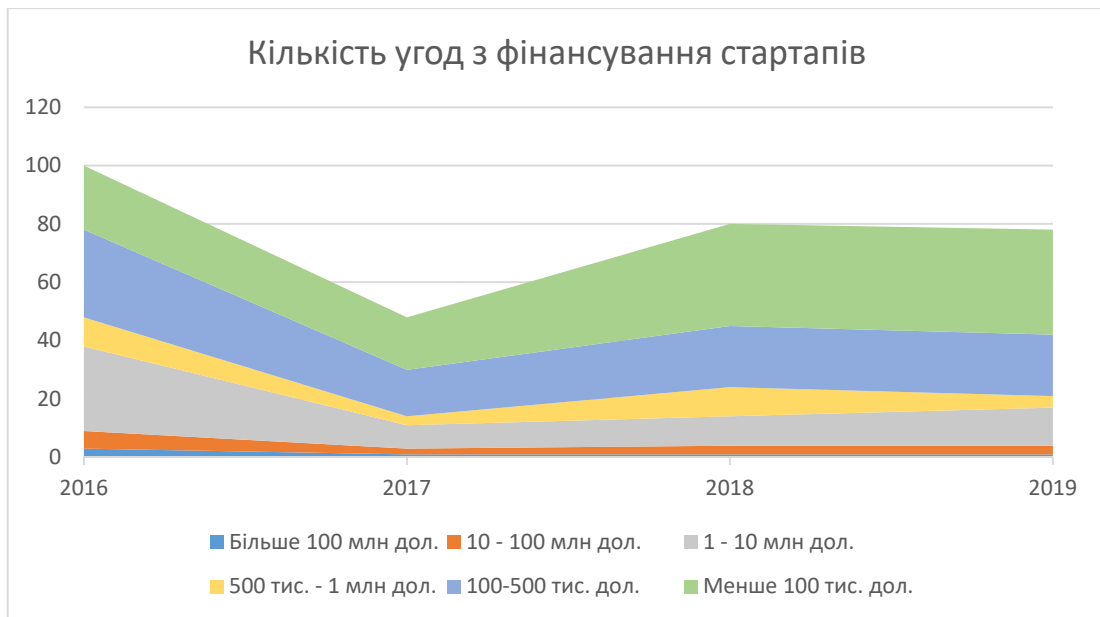


Рисунок 2.6 – Динаміка кількості угод фінансування стартапів

Джерело: побудовано за [20]

Найбільші інвестиції венчурного капіталу здійснювались на стадії зростання (див. рис. 2.5). Зокрема, до проєктів з найбільшими угодами у 2019 році з цим раундом фінансування відносяться «GitLab» (268 млн дол.), «Grammarly» (90 млн дол.), «People.ai» (60 млн дол.), «JiJi.ng» (21 млн дол.).

Значно меншим за обсягом було фінансування проєктів на етапі раунду А (на загальну суму 15 млн дол.), куди із ТОП-10 увійшли «Allset» (5 млн дол.), «Unstoppable Domains» (4 млн дол.), «MyCredit» (3 млн дол.) та «AllRight» (1,5 млн дол.).

Ще меншим було фінансування посівної стадії венчурних інвестицій, яке становило 12 млн дол, що менше на 6 млн дол від обсягів фінансування у 2018 році. З посівним фінансуванням до ТОП-10 проєктів увійшли «PromoRepublic» (2,3 млн дол.) та «RetargetApp» (1,5 млн дол.).

Також у 2019-му році відбулися 29 виходів з проєктів українських інвесторів з середньою сумою угоди 5,7 млн дол, що більше на 78%.

На першому місці за обсягом і кількістю угод знаходяться українські компанії-розробники програмного забезпечення, на другому – онлайн-сервіси.

У цілому, наведена статистика свідчить про наявність значного потенціалу

залучення венчурного фінансування українськими стартапами, зокрема у сфері розробки програмного забезпечення, онлайн-сервісів і апаратних (хардверних) продуктів.

3 РЕГУЛЮВАННЯ НАПРЯМІВ ПОЛІПШЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ФОНДІВ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ

3.1 Аналіз законодавства України щодо функціонування венчурних фондів

Згідно закону України "Про інститути спільного інвестування" (статті 7) до венчурного фонду (ВФ) / венчурного інвестиційного фонду відносять закритий недиверсифікований фонд, який здійснює залучення коштів виключно шляхом приватного розміщення своїх цінних паперів (ЦП) серед юридичних і фізичних осіб [31]. Таким чином, венчурний інвестиційний фонд є корпоративним фондом (стаття 11) і не може бути біржовим інвестиційним фондом (статті 7, 11). При цьому згідно статті 4 учасниками венчурного фонду можуть бути лише ті фізичні особи, які придбали цінні папери фонду за їх номінальною вартістю на суму не менше 1500 мінімальних місячних зарплат, встановлених на 1 січня 2014 року, тобто у розмірі 1827000 грн (1218 грн * 1500).

На відміну від інших корпоративних фондів ВФ мають можливість надавати позики за рахунок власного капіталу у формі договорів позики коштів (у т.ч. процентні та безпроцентні, з пов'язаними особами КУА фонду, – стаття 64), векселів, заставних, договорів відступлення прав вимоги й інших формах (статті 14, 48), але лише тим юридичним особам, в яких фонд володіє не менше 10 %-ми їх статутного капіталу. До складу наглядової ради венчурного фонду можуть входити представники або пов'язані особи компанії з управління активами (КУА) фонду (стаття 35) [31]. Також, на відміну від інших інститутів спільного інвестування (ІСІ) недиверсифікованого виду для венчурних фондів знято обмеження щодо не перевищення 50 %-ї частки вартості сумарних інвестицій в об'єкти нерухомості та позабіржові цінні папери (стаття 48), і його активи на 100% можуть складатися лише з грошових коштів, нерухомості, корпоративних прав, небіржових цінних паперів (у т.ч. векселів, ощадних (депозитних) сертифікатів), прав вимог.

Законом дозволено інвестувати кошти ВФ в ЦП, які були емітовані

пов'язаними особами КУА, зберігачем ЦП фонду, депозитарієм, оцінювачем майна та аудитором фонду; в іноземні ЦП, які не пройшли лістинг на провідних іноземних біржах; в корпоративні, іпотечні і муніципальні облигації з кредитним рейтингом нижче інвестиційного рівня за Національною рейтинговою шкалою; у поточні і депозитні рахунки (включаючи рахунки у банківських металах) банківських установ з кредитним рейтингом нижче інвестиційного рівня; у сертифікати фондів операцій з нерухомістю (стаття 48). На відміну від інших ІСІ винагорода для КУА венчурного фонду може визначатися не лише як відсоток вартості чистих активів (ВЧА), але й як відсоток приросту ВЧА фонду, який знаходиться в управлінні (стаття 65).

У цілому даний закон «Про інститути спільного інвестування» не визначає венчурний фонд з точки зору спрямованості його діяльності на фінансування високоризикового інноваційного бізнесу, а розглядає "венчурність" лише у контексті ризиковості політики інвестування ІСІ. Потреба у розробці і впровадженні цього закону була пов'язана з необхідністю обмежити перш за все фізичних осіб від значних ризиків при спільному інвестуванні їх коштів, що було використано лобістами великого бізнесу для оптимізації (перш за все податкової) власних бізнес процесів. Як результат, створені у великій кількості венчурні фонди не забезпечують фінансову підтримку високотехнологічних (інноваційних) проєктів і бізнесів.

Діяльність венчурних інвестиційних фондів (ВІФ) стимулюється здебільшого через податковий механізм. Так, згідно статті Податкового Кодексу (КПУ, пп. 141.6.1.), яка регулює специфіку оподаткування ІСІ, до яких відносяться і корпоративні венчурні фонди, усі доходи від операцій з активами венчурного фонду, включаючи отримані відсотки за надані позики, лізингові/орендні платежі, роялті, звільняється від оподаткування [28]. Такий режим оподаткування фактична створює своєрідний офшор всередині країни і дозволяє підвищувати рентабельність шляхом капіталізації прибутку без його проміжного оподаткування. Оподатковується лише дохід інвестора венчурного фонду, отриманий після його закриття [33].

Причому підприємства-позичальники, які є по відношенню до венчурного фонду пов'язаними особами (оскільки фонд, як зазначалося вище, володіє від 10% до 100%-ми власного капіталу позичальника) також користуються податковою пільгою, зменшуючи базу оподаткування податком на прибуток на величину витрат по сплаченим фонду процентам за позику. Максимальний ефект «податкового щита» досягається, коли діяльність венчурного фонду (через підконтрольну КУА) і діяльність підприємств, яким надає позики фонд контролюється одним власником. Якщо свідомо завищену (для максимізації податкової пільги) відносно середньоринкового рівня відсоткову ставку за позику може опротестувати податковий орган при перевірці, то обсяги такого самокредитування (з одночасною мінімізацією податку для підприємств-позичальників фонду) фактично не обмежуються.

В таких умовах стимулом для створення венчурного фонду в Україні стає мінімізація оподаткування підприємств, які користуються позиками венчурного фонду. Як результат, в Україні спостерігається триваюче збільшення кількості і активів венчурних фондів, які створюються для обслуговування звичайної виробничо-комерційної діяльності, не пов'язаної з високотехнологічними стартапами.

3.2 Аналіз законодавства ЄС щодо фондів венчурного капіталу

У законодавчому полі Європейського Союзу щодо установ колективного інвестування, які не регулюються на рівні ЕС директивою UCITS (тобто не відносяться до установ колективного інвестування в обігові ЦП) використовується поняття "альтернативні інвестиційні фонди" та "фонди венчурного капіталу" [13, 6].

Згідно директиви стосовно керуючих альтернативними інвестиційними фондами (AIFM) схеми альтернативних інвестицій призначені лише для професійних інвесторів. До альтернативних інвестиційних фондів відносяться

хедж-фонди, фонди прямих інвестицій, фонди нерухомості і широкий спектр інших типів фондів інституційного типу.

Окремо здійснюються регулювання діяльності венчурних фондів, які на рівні усього ЄС позначаються як "EuVECA Regulation" (European Venture Capital Funds Regulation) [6]. Це регулювання венчурних фондів на загальноєвропейському рівні охоплює підкатегорію альтернативних інвестиційних фондів, які розміщуються на теренах ЄС і зорієнтовані на стартапи і компанії, що знаходяться на ранніх стадіях свого розвитку. Таким чином, венчурні інвестиції у ЄС розглядаються як довгострокові джерела фінансування молодих та інноваційних компаній, які мають значний потенціал для зростання та розширення.

У Європейському законодавстві чітко зазначається необхідність розмежування між фондами венчурного капіталу і іншими альтернативними інвестиційними фондами, які мають більш традиційні інвестиційні стратегії, пов'язані, наприклад, з придбанням контрольних пакетів акцій або спекулятивними інвестиціями в нерухомість. Тобто мають виконуватися саме ті операції, які характерні для венчурних корпоративних фондів [6]. ЄС стратегічно націлений на підтримку фондів венчурного капіталу, оскільки вони забезпечують підприємства професійними знаннями і компетентною підтримкою, використовуючи ділові контакти, власний бренд стратегічні рекомендації. В результаті такої підтримки та фінансування фонди венчурного капіталу стимулюють заснування і розширення інноваційних бізнесів, збільшення обсягу інвестицій у дослідницьку діяльність, в цілому сприяють розвитку підприємництва, інноваційності і конкурентоспроможності економіки.

Для того щоб будь-який європейський фонд був визнаний фондом венчурного капіталу згідно EuVECA-регулюванню він повинен відповідати наступним вимогам [6, 22]:

- відповідати визначенню альтернативного інвестиційного фонду;
- інвестувати щонайменше 70% сукупних внесків капіталу та незатребуваного резервного капіталу у активи, які відносять до "кваліфікованих

інвестицій" (у корпоративний капітал малих підприємств на початкових стадіях розвитку);

– не використовувати більше 30% внесеного капіталу і незатребуваних резервів для придбання некваліфікованих інвестицій.

Реєстрація в якості менеджера EuVECA дозволяє кваліфікованим венчурним фондам здійснювати діяльність на ринку всього ЄС під знаком "EuVECA", залучаючи визначені правилами категорії інвесторів.

«Кваліфікованими інвестиціями» можуть бути [6]:

1) інструменти власного (акціонерного/пайового) або квазі-власного капіталу, які емітовані:

– кваліфікованою портфельною компанією (нефінансовою компанією, акції якої не торгуються на біржових ринках або торговельних майданчиках, у якій працює менше 250 працівників, зі щорічним оборотом не більше 50 млн євро або річним балансом не більше 43 млн євро), які були придбані фондом безпосередньо у цього кваліфікованого портфельного підприємства;

– кваліфікованим портфельним підприємством, що передбачають їх обмін на власні/акціонерні цінні папери емітовані цим підприємством;

– підприємством, контрольний пакет акцій якого належить мажоритарному акціонеру, коли цей пакет акцій купуються венчурним фондом в обмін на акціонерний інструмент випущений кваліфікованим портфельним підприємством;

2) забезпечення або забезпечені позики, які надані кваліфікованим фондом венчурного капіталу тому підприємству, що знаходиться у портфелі фонду, за умови що для таких позик використовується не більше 30% сукупних внесків в капітал і незабезпечених зобов'язань цього фонду;

3) акції кваліфікованого портфельного підприємства, придбані у акціонерів цього підприємства;

4) паї або акції одного або декількох кваліфікованих фондів венчурного капіталу, якщо вони самі не інвестували більше 10% сукупних внесків і невиконаних зобов'язань по капітальним вкладенням в кваліфіковані фонди

венчурного капіталу.

3.3 Порівняльний аналіз регулювання діяльності венчурних фондів в Україні і ЄС

Необхідність приведення норм українського законодавства у відповідність до європейського, задіяння потенціалу венчурного капіталу для фінансування інноваційного розвитку стартапів і МСБ викликають необхідність порівняння і виявлення недоліків українського законодавства у цій сфері порівняно з загальноєвропейськими нормами. У таблиці 3.1 наведене порівняння регулюючих норм до венчурних фондів в Україні і ЄС.

Таблиця 3.1 – Порівняння регулювання і вимог до фондів венчурного капіталу в Україні і ЄС

| Характеристика | Україна | ЄС |
|--|---|---|
| Назва фонду | Венчурний фонд (ВФ) | Фонд венчурного капіталу, ФВК (venture capital fund, VCF) |
| Тип фонду | – закритий недиверсифікований (ЗН); – корпоративний (КІФ); – небіржовий, з приватним розміщенням ЦП фонду | – відносяться до альтернативних ІФ (AIF); – закритий або відкритий (як різновид альтернативного фонду за вимогою директиви AIFMD); – не відноситься до інших AIF (хедж-фондів, фондів прямих інвестицій (PE), фондів нерухомості) (згідно EuVECA) |
| Цілі фонду, об'єкти інвестицій | Законодавчо не встановлюються | – інвестиції в МСБ і нові створені підприємства; – фінансування інноваційного бізнесу |
| Склад учасників (категорії інвесторів) | ЮО, кваліфіковані ФО (з інвестиціями >1,827 млн грн) | Професійні інвестори (за вимогами директив AIFMD і EuVECA) |
| Активи фонду | – позики у різних формах ЮО у яких володіє не менше 10% статутного капіталу; – до 100% активів ВФ: грошові кошти, нерухомість, акції, небіржові ЦП (векселі, депозитні сертифікати, права-вимоги), | – не менше 70% капіталу на кваліфіковані інвестиції і не більше 30% – на інші інвестиції; – до 100 млн євро або до 500 млн євро через 5 років інвестиційної діяльності VCF |

| | | |
|--|--|--|
| | іноземні ЦП, у т.ч. не лістинговані, облігації, у т.ч. з рейтингом нижче інвестиційного, банківські метали, депозити, сертифікати фондів операцій з нерухомістю) | |
|--|--|--|

Джерело: складено за [1, 22, 31].

В цілому, можна констатувати, що діяльність венчурних фондів досить детально регламентована і в Україні і у ЄС. До спільних рис законодавчого регулювання відноситься, зокрема, майже повна відсутність обмежень до складу і структури активів венчурних фондів, порівняно з іншими видами фондів. Окрім того, для Європи характерна нестача капіталу для фінансування компаній, які знаходяться на ранніх стадіях розвитку [7], що спостерігається і в Україні.

Але якщо згідно директиви EuVECA фонди венчурного капіталу повинні не менше 70% свого капіталу спрямовувати на інвестування коштів у "кваліфіковане портфельне підприємство", яке має ознаки малого або середнього бізнесу (до 250 працівників, з щорічним оборотом до 50 млн євро), то для венчурних фондів в Україні такі обмеження відсутні.

Також на відміну від українського законодавства, де не існує окремого закону щодо діяльності венчурних фондів і визначення цілей їх створення чи спрямованості діяльності, у Регламенті №345/2013 (Директива EuVECA) чітко зазначена спрямованість фондів венчурного капіталу на здійснення фінансування здебільшого дуже малих бізнесів, підприємств, які знаходяться на початкових стадіях корпоративного розвитку, мають значний потенціал свого зростання і інноваційну спрямованість бізнесу.

Тому усунення прогалин в українському законодавстві стосовно діяльності венчурних фондів, у тому числі шляхом запозичення європейського досвіду, дозволить створити ефективно працюючий механізм фінансування інноваційного розвитку економіки країни, а також сприятиме уніфікації законодавства і інтеграції інвестиційного ринку України до загальноєвропейського і світового простору.

3.4 Підходи до стимулювання венчурного фінансування в Україні

Українська модель венчурного фінансування має певні спільні риси з європейським підходом, для якого характерна диверсифікованість за різними секторами економіки [29].

Разом з тим, на відміну від інших країн, в Україні відсутня можливість венчурного інвестування для більшості інституційних фінансових посередників, таких як банки, пенсійні фонди, страхові компанії, що знижує можливості залучення венчурного капіталу всередині країни.

Відсутній працюючий механізм державного стимулювання створення і розвитку інноваційного бізнесу у формі МСБ, а пільгові умови функціонування капіталу через використання венчурних фондів використовуються великим бізнесом для фінансування власних підприємств, не пов'язаних з інноваціями.

Першочерговою є проблема забезпечення фінансування найбільш ранніх стадій розвитку високотехнологічного бізнесу. Для акумуляції ресурсів і зниження ризиків шляхом їх диверсифікації можливе застосування зарубіжного досвіду зі створення "фонду фондів", націленого на венчурне фінансування на стадіях посіву і раннього зростання [29].

Метою державного управління повинне бути створення інфраструктури, спрямованої на стимулювання започаткування і подальше зростання інноваційного бізнесу. Загалом, можливі два варіанти державного впливу на ринок венчурного капіталу [7]:

- 1) регулювання пропозиції, наприклад, вплив на фонди венчурного капіталу, або регулювання попиту, наприклад, стимулювання стартапів;
- 2) державне фінансування венчурних інвестицій, часто у партнерстві з приватним капіталом.

Можливі такі напрями державної політики з забезпечення і поліпшення умови фінансування інноваційних проєктів і бізнесів:

– визначення інноваційних галузей економіки України, проєкти яких з

високою вірогідністю відносяться до інноваційних;

- участь держави у фінансуванні венчурних фондів;

- забезпечення безперервності ланцюга фінансування інноваційних проєктів, коли різні види інвесторів змінюють одні одних, починаючи з посівної стадії і закінчуючи стадією виходу інвесторів з бізнесу;

- використання фондів ПІ, які котируються на біржі або фонду фондів [21] для підвищення доступності для більшої кількості дрібних інвесторів і інституційних інвесторів (які можуть інвестувати лише у біржові фонди) і зменшення їх ризиків;

- створення умов для фондів VC залучати кошти від інституціональних інвесторів, зокрема, фінансових посередників (банків, пенсійних фондів, страхових компаній тощо). З одного боку, це суттєво розширить ринок венчурного капіталу, підвищить якість відбору перспективних проєктів і уповільнить відтік високих технологій за кордон. З іншого боку, обмежена участь вітчизняних фінансових посередників у венчурному фінансуванні, за умови оптимізації ризиків диверсифікацією, лімітуванням і використання професійних послуг «фонду фондів», забезпечить підвищення дохідності їх портфелів. Крім того, враховуючи актуальні тенденції цифрової трансформації банків [15, 32] і інших фінансових посередників [2], їх участь у фінансуванні венчурних проєктів з перспективними FinTech-інноваціями для впровадження у власній діяльності, сприятиме сучасним формам інтеграції фінансових корпорацій з FinTech-компаніями. Зокрема, у банківській сфері такими формами взаємодії є цифровий банкінг, відкритий банкінг и відкритий X-банкінг;

- інфраструктурне забезпечення венчурного фінансування через використання бізнес-інкубаторів, технопарків, стартап-акселераторів, скаутингу, хакатонів, програм підтримки стартапів тощо.

ВИСНОВКИ

Проведений аналіз показує, в Україні існує значний потенціал інноваційного розвитку, який пов'язаний зі значною кількістю ідей, розробок і стартапів, зокрема у сфері розробки програмного забезпечення, онлайн-сервісів і апаратних (хардверних) продуктів. Останніми роками в Україні почала розвиватися екосистема і інфраструктура з підтримки новітніх розробок на їх ранніх стадіях розвитку.

Разом з тим, ці інноваційні розробки мають незначний шанс отримати достатнє фінансування всередині країни для їх подальшого поширення і масштабування на глобальних ринках. В результаті відбувається витік технологій і виробництв з високою доданою вартістю за межі країни, що унеможливорює прискорений інноваційний розвиток економіки і гальмує підвищення рівня конкурентоспроможності вітчизняного бізнесу.

Незважаючи на значну кількість венчурних фондів в Україні, через недосконалість нормативно-законодавчого регулювання їх створення і діяльності, вони використовуються здебільшого великим бізнесом для оптимізації поточної діяльності всередині групи підприємств, що належать одному власнику.

Важливою задачею є удосконалення нормативно-законодавчого регулювання діяльності фондів венчурного капіталу, у тому числі з використанням досвіду Європейського Союзу. Такі зміни повинні забезпечити першочергове створення інституційних основ з фінансового забезпечення високотехнологічних стартапів і бізнесів на ранніх етапах їх розвитку.

На відміну від інших країн, в Україні відсутня можливість венчурного інвестування для більшості інституційних фінансових посередників, таких як банки, пенсійні фонди, страхові компанії, що знижує можливості залучення венчурного капіталу всередині країни.

Можливі такі напрями державної політики з забезпечення і поліпшення умови фінансування інноваційних проектів і бізнесів:

– визначення інноваційних галузей економіки України, проекти яких з

високою вірогідністю відносяться до інноваційних;

- участь держави у фінансуванні венчурних фондів;
- забезпечення безперервності ланцюга фінансування інноваційних проєктів, коли різні види інвесторів змінюють одні одних, починаючи з посівної стадії і закінчуючи стадією виходу інвесторів з бізнесу;
- використання фондів ПІ, які котируються на біржі або фонду фондів для підвищення доступності для більшої кількості дрібних інвесторів і інституційних інвесторів (які можуть інвестувати лише у біржові фонди) і зменшення їх ризиків;
- створення умов для фондів VC залучати кошти від інституціональних інвесторів, зокрема, фінансових посередників (банків, пенсійних фондів, страхових компаній тощо);
- інфраструктурне забезпечення венчурного фінансування через використання бізнес-інкубаторів, технопарків, стартап-акселераторів, скаутингу, хакатонів, програм підтримки стартапів тощо.

ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ

1. Alternative Investment Fund Managers : Directive 2011/61/EU of 8 June 2011 / European Parliament and the Council. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN> (дата звернення: 22.11.2020).
2. Bilan Yuriy, Rubanov Pavlo, Vasylieva Tetiana, Lyeonov Serhiy. The influence of Industry 4.0 on financial services: determinants of alternative finance development // Polish Journal of Management Studies. 2019. N 19 (1). P. 70–93. DOI: 10.17512/pjms.2019.19.1.06.
3. Boston Consulting Group. The Most Innovative Companies 2020: The serial innovation imperative. 2020. 18 p. URL: https://image-src.bcg.com/Images/BCG-Most-Innovative-Companies-2020-Jun-2020-R-4_tcm9-251007.pdf
4. Countries in the world by population / Website worldometers.info. URL: <https://www.worldometers.info/world-population/population-by-country/> (дата звернення: 05.12.2020)
5. Cumming D. J. & Johan S. A. Venture capital and private equity contracting: an international perspective. Amsterdam ; Boston : Academic Press, 2009. 770 p.
6. European venture capital funds : Regulation (EU) No 345/2013 of 17 April 2013 / European Parliament and the Council. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0345&from=EN> (дата звернення: 22.11.2020).
7. Fenwick M., Skultetyova I., Vermeulen E. P. M. Capital Markets Union: Why venture capital is not the answer to Europe's innovation challenge // TILEC Discussion Paper. 2018. № 2018–010. P. 1–28.
8. Fortune 500 Tech Investment And M&A Report. URL: <https://www.cbinsights.com/research/report/fortune-500-tech-investment/> (дата звернення: 05.12.2020)
9. Fried I., Kokalitcheva K. Scoop: Facebook establishing a venture arm to invest in startups. June 11, 2020. URL: <https://www.axios.com/facebook-establishing-a->

- venture-arm-to-invest-in-startups-91d9ee71-2282-4032-8f31-45b861a6ba9c.html
10. Harroch R. D., Sullivan M. 5 Startup Funding Options for Your Business // AllBusiness.com. Section: Angel & Venture Funding. URL: <https://www.allbusiness.com/startup-funding-options-for-your-business-125148-1.html> (дата звернення: 05.12.2020)
 11. Hornuf L., Schmitt M. Success and failure in equity crowdfunding // CESifo DICE Report. 2016. Vol. 14(2). P. 16–22.
 12. Hornuf L., Schwiendbacher A. Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding // Journal of Corporate Finance. 2018. Vol. 50. P. 556–574. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2017.08.009.
 13. Investment funds : EU laws and initiatives relating to collective investment funds / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_en (дата звернення: 22.11.2020).
 14. KPMG. Venture Pulse Q3 2020: Global analysis of venture funding. 2020. 96 p. URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/10/venture-pulse-q3-2020-global.pdf>
 15. Rubanov P. M. Transformation of the banking sector in the digital era // Mechanism of economic regulation. 2019. № 4. P. 110–118. DOI: 10.21272/mer.2019.86.11.
 16. Rubanov P. M. Use of crowdfunding to finance the investment needs of small and medium-sized enterprises // Development of Small and Medium Enterprises: the EU and East-partnership Countries Experience : monograph / Edited by I. Britchenko and Ye. Polishchuk. – Tarnobrzeg : Wydawnictwo Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej im. prof. Stanisława Tarnowskiego, 2018. – P. 38-47.
 17. Rubanov P., Marcantonio A. Alternative finance business-models: online platforms // Financial Markets, Institutions and Risks, Volume 1, Issue 3, 2017, P.92–98. URL: http://armgpublishing.sumdu.edu.ua/wp-content/uploads/2016/12/files/fmir/issue3/Pavlo-Rubanov_FMIR_Issue3_2017.pdf.
 18. Sustaining momentum: the 2nd European alternative finance industry report / B. Zhang, R. Wardrop, T. Ziegler, A. Lui and others. Cambridge Centre for

- Alternative Finance, 2016. URL: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf.
19. The state of global venture funding during COVID-19 / Crunchbase. 2020. URL: http://about.crunchbase.com/wp-content/uploads/2020/08/Crunchbase_State_of_Funding_Covid_FINAL.pdf.
20. Ukrainian Venture Capital and Private Equity Overview 2019 / UVCA; Deloitte. 2020. URL: <http://uvca.eu/uploads/uvca-market-research.pdf>
21. Европейский подход к прямым и венчурным инвестициям / Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (EVCA). 2009. 104 с.
22. Іванюк Й. І. Венчурні фонди як інститути спільного інвестування за законодавством України та правом Європейського Союзу: загальна характеристика // Часопис Київського університету права. – 2019. – №4. – С. 220–227.
23. Квартальні та річні огляди ринку управління активами: ВЧА венчурних ІСІ (станом на 3-й кв. 2020 р.) / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart>
24. Лапицкая Л.М. Венчурное финансирование : учеб. пособ. Минск : БГУ, 2019. 184 с. URL: <http://elib.bsu.by/bitstream/123456789/235025/1/Venchur.pdf>.
25. Меджибовська Н. С. Краудфандинг для малого бізнесу: міф чи реальність? // Економіка України. 2016. № 10. С. 20–35.
26. Методическое пособие и практические рекомендации по структурированию сделок, применению механизмов мотивации ключевых сотрудников, в том числе в зарубежных юрисдикциях, стратегии и тактике выхода на международный рынок / Deloitte. 2017, 156 с. URL: https://www.rvc.ru/upload/iblock/849/mp_rvc_deloitte_2017.pdf.
27. Методология сбора и анализа основных параметров деятельности российских фондов прямых и венчурных инвестиций. 3-е изд. / РАВИ. 2017, 28 с.
28. Податковий Кодекс України (зі змінами та доповненнями).

- URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> (дата звернення 22.11.2020).
29. Поліщук О. Т., Поліщук О. А. Моделювання системи розвитку венчурної індустрії на основі світового досвіду // Вісник Житомирського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки. 2017. № 4. С. 103–110.
30. Положення про склад та структуру активів інституту спільного інвестування, затверджене Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10 вересня 2013 р. № 1753. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/z1689-13>
31. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 15.03.2001 № 2299-III ; станом на 17.06.2020. URL: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi> (дата звернення: 22.11.2020).
32. Рубанов П.М. Використання фінтех-інновацій у діяльності сучасних банків // Причорноморські економічні студії. 2019. Вип.47-2. С. 116–120. DOI: 10.32843/bses.47-56.
33. Рубанов П. М., Маринич Н. В. Регулювання венчурної форми фінансового посередництва для забезпечення інноваційного розвитку // Управління економічними системами: концепції, стратегії, інновації : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 27–28 березня 2015 р. Київ, 2015. Ч. 2. С. 61–64.
34. УАІБ: Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами в Україні за 3-й кв. 2020 року. Інститути спільного інвестування. URL: <https://www.uaib.com.ua/analituaib/publ-ici-quart/uaib-analitichniy-oglyad-diyalnosti-rinku-upravlinnya-aktivami-v-ukrajini-za-3-y-kv-2020-roku-instituti-spilnogo-investuvannya>.