

## **МЕХАНІЗМИ ВЕНЧУРНОГО ІНВЕСТУВАННЯ В СТАРТАПИ**

<https://doi.org/>

© Дума О. І., 2022

Наведено результати дослідження механізмів венчурного інвестування стартапів. Розглянуто роль та значення венчурного інвестування в екосистемі стартапів та інноваційній екосистемі загалом. Під час дослідження проаналізовано особливості венчурного інвестування для стартапів і наведено порівняльну характеристику венчурного інвестування та класичного інвестування. Проаналізовано механізми фінансування та підтримки інноваційних стартапів на різних етапах життєвого циклу. Описано основні та допоміжні фактори успіху стартапів за стадіями життєвого циклу.

Розглянуто моделі венчурного інвестування в інноваційні підприємства. Зокрема, проаналізовано такі варіанти: модель перенесення капіталу (часткової участі), модель спільного інвестування та модель фонду фондів. Для кожної моделі описано та наведено графічний механізми реалізації інвестування в стартапи. Вказано ключових стейкхолдерів та всі етапи процесу інвестування.

**Ключові слова:** стартап; венчурне інвестування; стартап екосистема; венчурний фонд; портаж; перенесення акцій; модель фонду фондів; державно-приватний фонд венчурного капіталу; спільне інвестування.

### **Постановка проблеми**

Стартапи та нові бізнес-моделі, які вони створюють, є важливим фактором економічного зростання нині та будуть акселератором стійкої економічної моделі в майбутньому. Формування ефективного середовища для стартапів та їх підтримка на ранній стадії є основою інноваційної політики провідних держав світу. Із цією метою приймають закони, створюють агенції підтримки стартапів, просувають навчальні програми, орієнтовані на розроблення стартапів у межах академічного середовища [1], інвестують у створення лабораторій тестування бізнес-ідей чи технологій, на яких ґрунтуються стартапи та їх бізнес-моделі. Проте для переходу стартапу від концептуальної стадії формування ідеї та першої версії бізнес-моделі необхідні фінансові ресурси, які допоможуть стартапам на етапі прототипування, підготовки MVP чи виходу на ринок (go-to-market). У розвинених країнах, які займають лідерські позиції в розвитку стартапів [2], активно працює ринкова інфраструктура інновацій, невід’ємне місце в якій займають венчурні фонди та венчурні компанії. Процес венчурного інвестування в стартапи на різних стадіях може реалізуватись із застосування різних механізмів, які і є предметом цього дослідження.

### **Актуальність дослідження**

Дослідження механізмів венчурного інвестування в стартапи та впровадження таких механізмів у практику діяльності інноваційної екосистеми країни відіграє важливу роль у забезпеченні її

ефективності та дієвості. Передовий досвід функціонування венчурного інвестування може бути впроваджений в Україні для посилення екосистеми стартапів та їх виживання на ранніх стадіях.

### **Формулювання мети та завдань статті**

Мета статті – вивчення механізмів венчурного інвестування у стартапи в передових інноваційних країнах та систематизація моделей венчурного інвестування, які є перспективними для впровадження в Україні.

### **Аналіз останніх досліджень і публікацій**

Питання венчурного інвестування в стартапи та механізми його реалізації є предметом дослідження численних наукових праць. Зокрема, цю проблематику досліджують такі українські та закордонні вчені, як: М. Najatnia, М. Fallahi, Н. М. Внукова, М. М. Поляк, С. В. Глібко, В. А. Замлинський, Т. С. Гудіма, Ю. М. Жорнокуй, Д. В. Задахайло, О. Кампі, О. П. Подцерковний, В. В. Поєдинок, В. Ю. Полатай, Ю. С. Шипуліна.

### **Виклад основного матеріалу.**

Формування національної системи венчурного інвестування для багатьох країн світу є об'єктивною необхідністю, зумовленою специфікою створення у розвинених країнах інноваційної економіки та нагальною потребою забезпечити відтворення національного багатства на високотехнологічній основі. Венчурне інвестування – це система вкладень коштів у перспективні стартапи, метою якої є примноження капіталу за рахунок значного масштабування стартапу в часі. Сутність венчурного інвестування полягає у здійсненні вкладень в перспективні бізнес-ідеї венчурного капіталу [3].

За визначенням Української асоціації інвестиційного бізнесу, венчурний капітал – це капітал, інвестований у проєкт з високим ступенем ризику, особливо грошовий капітал, інвестований в новостворене підприємство або в розширення бізнесу вже існуючої компанії в обмін на її акції. В світі венчурний капітал представлений двома секторами – формальним (венчурними фондами) і неформальним (приватними інвесторами) [4]. Згідно із Законом України “Про інститути спільного інвестування”, венчурний фонд – недиверсифікований інститут спільного інвестування закритого типу, який здійснює виключно приватне (закрите) розміщення цінних паперів інститутів спільного інвестування (ІСІ) серед юридичних та фізичних осіб [5].

Як показують дослідження у галузі інституційної теорії та практики венчурного інвестування [6–9], різні національні венчурні системи мають свою інституційну специфіку, що реалізується за спеціалізації національних моделей венчурного підприємництва, узгодження економічних інтересів у сфері інноваційної діяльності та джерел фінансування.

Певні особливості моделей венчурного інвестування спостерігаються вже у сутнісних характеристиках венчурного капіталу. Сфера економічних відносин, пов'язана з венчурним капіталом, у різних країнах має певні відмінності. Наприклад, у США ця сфера поширюється переважно на ранні стадії створення нових високотехнологічних компаній та інвестиції у високотехнологічні (high-tech) компанії, не зареєстровані на фондовій біржі. Американська національна асоціація венчурного капіталу (NVCA – National Venture Capital Association) визначає його як “капітал, який забезпечується професійними фірмами, що вкладають такий капітал у молоді компанії, які швидко зростають і володіють таким потенціалом, який допоможе їм розвинути у конкурентоспроможних гравців на національних чи міжнародних ринках” [10].

Аналіз європейського досвіду показує, що у цих країнах практично не виділяють відмінності між венчурним капіталом та прямими інвестиціями, ці поняття та об'єкти часто об'єднуються. У посібнику, який розробила Європейська асоціація венчурного капіталу (EVCA), венчурний капітал

тракується як різновид прямих інвестицій в акціонерний капітал – це інвестиції на стадіях запуску, раннього розвитку чи розширення бізнесу [11].

Фінансування може набувати форм купівлі звичайних акцій, конвертованих привілейованих акцій або конвертованих боргових зобов'язань. В обмін на взятий на себе ризик венчурні капіталісти отримують адекватну винагороду у вигляді прибутку, роялті, привілейованих акцій, зростання вартості акціонерного капіталу та в іншому вигляді [9].

Досліджуючи механізми венчурного інвестування в екосистемі стартапів, варто підкреслити їх значущу роль як каталізатора “креативного знищення”, яке приносять стартапи на свої ринки, та як фактор посилення капіталізації перспективних технологій і бізнес-моделей. Венчурні інвестиції є безтерміновим, безпроцентним, безповоротним вливанням капіталу в стартап із очікуванням мультиплікації в результаті швидкого масштабування стартапу. Це істотно впливає на роль такого інструменту в розвитку середовища стартапів та виживання перспективних бізнес-моделей у довгостроковій перспективі. Для розуміння значущості венчурних інвестицій в екосистемі стартапів варто розглянути основні відмінності між венчурними інвестиціями та класичними способами залучення коштів у стартапи (табл. 1).

Таблиця 1

**Порівняння венчурного та класичного інвестування у стартапи [10–12]**

Критерій порівняння	Венчурні інвестиції	Класичні інструменти інвестування
Рівень ризику	Високий	Мінімальний або середній
Тип ризику	Підприємницький	Інвестиційний
Прийняття ризику	Венчурні інвестори розподіляють ризики разом із власниками стартапу	Пріоритет в отриманні прибутку з мінімальним рівнем ризику вкладень
Підприємства-отримувачі інвестицій	Стартапи, які ґрунтуються на нових технологіях або мають перспективні бізнес-моделі	Компанії, які існують на ринку вже довго та мають на балансі достатній капітал, який є гарантією для інвестора
Критерій вибору отримувача	Перспектива швидкого масштабування	Перспективи одержання прибутку, високий підприємницький прибуток
Функції інвестора	Надання фондів для розвитку, консультативна допомога в керівництві стартапом, професійні контакти венчурних інвесторів для підвищення ефективності керівництва стартапом	Надання капіталу
Надання забезпечення	Без забезпечення	Гарантування інвестицій основним та оборотним капіталом підприємства
Отримання прибутку	Продаж частки підприємства після його значного зростання	Частка прибутку, який розподіляється між інвесторами підприємства
Метрики успіху	Темп приросту продажів, темп зростання вартості стартапу (valuation), швидкість масштабування стартапу на нові ринки та сегменти ринку, фактори ефективності керівництва стартапом (передусім команда)	Рівень рентабельності продажів, рентабельність активів

*\*Сформовано на основі опрацювання наукових джерел та доповнено.*

У цьому дослідженні розглянуто моделі венчурного інвестування в інноваційні підприємства. Зокрема, проаналізовано такі варіанти: модель перенесення капіталу (часткової участі), модель

спільного інвестування та модель фонду фондів. Три вибрані моделі мають багато спільних елементів, але відрізняються одна від одної за залежністю від конкретних договірних механізмів, інструментів фінансування та отримання коштів, а в деяких випадках і механізмів виходу з інвестиційного процесу. Вони також різняться з погляду загальної складності; модель фонду фондів складніша, ніж дві інші моделі.

Кожну модель розроблено з урахуванням того, що ризики та зростання молоді інноваційної компанії тісно взаємопов'язані. Підприємства на початковій та ранній стадії розвитку, як правило, потребують деякого часу, перш ніж вийдуть на траєкторію стійкого зростання. Останнє означає, що їм необхідний довгостроковий інвестиційний горизонт. Проблема також полягає у тому, що багато підприємств зазнають невдачі у спробі комерціалізувати інновації, що призводить до втрати інвестованих коштів.

Негативні грошові потоки, неперевірені бізнес-моделі та висока невизначеність пояснюють небажання традиційних фінансових інвесторів підтримувати ранні етапи розвитку інноваційних проєктів. Часто виникає так звана проблема “втрачених ринків”, коли через брак фінансування деякі перспективні інновації, пов'язані зі стартап-компаніями, не мають можливості комерціалізуватися.

Інноваційні підприємства часто працюють у секторах, що, як правило, є ризиковими та нестабільними (наприклад, інформаційні технології, бізнес-послуги, наукові дослідження, FINTECH, біотехнології, генна інженерія тощо), але можуть отримати великі прибутки у разі успіху. До таких переваг підприємств належать збільшення продуктивності та вищі темпи створення робочих місць порівняно з іншими секторами.

Більшість малих та середніх підприємств переважно орієнтуються на власні кошти. Вони починають бізнес і залишаються малими підприємствами впродовж тривалого періоду. Серед стартапів та інноваційних компаній частка підприємств, які справді зростають, доволі мала – у середньому на рівні близько 4 % від усіх стартапів [15]. Але ця крихітна підгрупа створює непропорційно велику кількість нових робочих місць. Фактично, швидке збільшення кількості дуже успішних нових підприємств є одним із основних факторів зростання сукупної зайнятості у багатьох країнах. Економічний динамізм країн на різних рівнях розвитку великою мірою залежить від цих результатів. Отже, хоч би якими були успіхи кожної країни у фінансуванні малого та середнього підприємництва (МСП) загалом, потрібні різноманітні механізми фінансування для стартапів із великими перспективами зростання, але пов'язаних із дуже високим ризиком.

Враховуючи важливе значення інноваційних підприємств для економічного зростання, багато країн прагнуть розробити та здійснити політику, спрямовану на заохочення підприємництва та усунення бар'єрів на шляху розвитку ринків ризикового капіталу. Така політика, як правило, існує поряд із значно більшими зусиллями щодо розширення доступу всіх малих підприємств до фінансування. Крім заходів фінансової допомоги (тобто кредитів, гарантій, участі в акціонерному капіталі тощо), є ширші межі державної підтримки сектору МСП, які також спрямовані на вирішення таких інфраструктурних питань, як бізнес-середовище для МСП, а також зміцнення потенціалу МСП і сприяння доступу до ринків.

Три моделі, висвітлені в цій статті, необхідно розглядати як доповнення до інших заходів. Забезпечення адекватного фінансування стартапів потребує широкого спектра фінансових продуктів та послуг, що відповідають індивідуальним особливостям підприємства. Кожен етап розвитку стартапу потребує власного поєднання фінансування (табл. 2), що залежить від оцінювання потенціалу стартапу в переході до наступного етапу та різних зовнішніх факторів. До них належать фактори, які можуть підтримувати новаторську діяльність, заохочуючи приватних осіб та організації до розвитку інвестування в інноваційній екосистемі країни.

## Механізми фінансування та підтримки інноваційних стартапів

Стадія життєвого циклу стартапу	Джерела ризикового капіталу	Допоміжні фактори
Посівна (seed stage)	Особисті активи Сім'я та друзі Індивідуальні інвестори Академічні та професійні контакти Урядові та університетські гранти Пожертвування Посівні фонди (seed funds)	Середовище підтримки для підприємництва Бізнес/уряд/дослідження Нетворкінг та зв'язки Уряд та університетська підтримка прикладних досліджень
Стартап (startup)	Сім'я та друзі Індивідуальні інвестори Академічні та професійні контакти Урядові та університетські гранти Бізнес-ангели Венчурний капітал Пожертвування та фонди	Стійка правова система Забезпечення договорів Ефективний режим банкрутства Система підтримки Технопарки/інкубатори Акселератори Сприятливе податкове середовище Мережа бізнес-ангелів Інноваційна екосистема держави
Масштабування (scale-up)	Бізнес-ангели Венчурний капітал/Приватний капітал/Мезонінне фінансування Пенсійні фонди Корпоративний венчурний капітал Уряд Іноземний венчурний капітал	Інституційні заощадження Гнучке регулювання Правові рамки Податкова прозорість Економічна система Інноваційна екосистема держави
Вихід (exit)	ІРО Інституційні інвестори Роздрібні інвестори Стратегічні інвестори (M&A) Прямі інвестиції	Ринок цінних паперів Правове регулювання Прозорість та прогнозованість економічної системи держави Середовище для злиття та поглинання підприємств

Джерело: систематизовано на основі аналізування наукових джерел, доповнено.

З практики відомо безліч різних інструментів політики для підтримки інноваційної діяльності. До найпоширеніших заходів належать [7, 8, 16]:

- гарантійні схеми боргового фінансування для стартапів та підприємств на ранніх стадіях;
- пайова участь на ранній стадії для інноваційних компаній із передбачуваними високими перспективами зростання;
- інноваційні ваучери;
- гранти та субсидії;
- податкові стимули.

Хоча багато заходів стосуються доступу до фінансування, важливо зазначити, що нездатність стартапів знайти відповідні джерела фінансування не обов'язково означає, що альтернативи немає. Інколи власник/менеджери підприємств не знають, де шукати альтернативні джерела фінансування, або як підготувати бізнес-план, що відповідає вимогам потенційних кредиторів чи інвесторів.

Як наслідок, країни, які успішно підтримують надання ризикового капіталу інноваційним підприємствам, дотримуються скоординованого підходу до цього питання. Наприклад, у Сполучених

Штатах Америки, на додаток до загальних заходів підтримки, згаданих вище, створено екосистему, в яку входять стартапи, інкубатори, бізнес-ангелів і венчурні компанії. Ця екосистема охоплює як попит на капітал, так і пропозицію на ринку капіталу. Успіх такого підходу, адаптованого в інших юрисдикціях, є однією із ознак того, що можна розробити відповідну основу, в якій можуть бути виділені кошти інноваційним стартапам за справедливую частку в стартапі та прийнятну для інвесторів норму прибутку, скоригованого з урахуванням ризику.

Наявність комплексного підходу до підтримки ризикового капіталу для інноваційних компаній з провідною установою для координації є чудовою практикою, відображеною у розглянутих пропозиціях цього дослідження.

Різні установи можуть брати участь у реалізації програм підтримки ризикового капіталу, але є потреба у агентствах для ефективного управління програмою. Розглядаючи конкретні варіанти організації венчурних фондів, ми використовували у роботі практики та досвід низки юрисдикцій, урахувавши Австралію, Ізраїль, Туніс та Великобританію [4].

Успіх венчурного капіталу на рівні фондів залежить від пошуку можливостей для інвестиційних проєктів із високим потенціалом зростання на цільовому ринку (наприклад, національному, регіональному чи секторальному). Венчурне інвестування працює найкраще, коли ринок капіталу генерує великий потік компаній, які прагнуть розширення, і є варіанти для успішного виходу з нього. Важливу роль у цьому плані може відігравати наявність акселераторів, інкубаторів та мереж бізнес-ангелів. Наприклад, бізнес-ангели слугують менторами для підприємців, а також джерелами ринкової інформації, бізнес-консультаций та фінансів. Їхня діяльність орієнтована на сприяння підвищенню конкурентоспроможності та комерційної життєздатності нових та стартапів, що швидко зростають.

Нижче розглянемо три моделі організації венчурного інвестування. Кожна з них спрямована на отримання вигоди за допомогою різних форм нарощування потенціалу. Важливо зауважити, що для визначення умов здійснення кожного з трьох варіантів потрібно виробити передумови для визначення спрямованості, розміру та масштабів регулювання і необхідного ступеня суспільної підтримки. Зокрема, проєктні характеристики і параметри моделей фондів повинні ґрунтуватися на систематичному оцінюванні масштабів та особливостей попиту й пропозиції на ринку ризикового капіталу в країні.

На цьому фоні кожен обговорюваний варіант має бути імплементований разом з іншими інструментами політики, які є важливим доповненням до схем інвестиційних фондів. Таке поєднання інструментів необхідне для задоволення потреб інноваційного бізнесу на різних стадіях розвитку та з різними перевагами щодо бажаного фінансування.

Всі три запропоновані варіанти загальні, тобто здатні вирішувати завдання у будь-якій галузі чи можуть бути застосовані до комерціалізації будь-якої інноваційної технології. Вибір залежить від конкретних секторів та індустрій, у яких ці моделі буде імплементовано. Ще однією змінною вибору є цільова група підприємств. До типів малих підприємств, найчастіше орієнтованих на програми ризикового капіталу, у всьому світі належать інноваційні фірми на початковому етапі розвитку, на етапі першого зростання та розширення, такі як стартапи, університетські спін-офи та інші малі інноваційні підприємства, які прагнуть залучити капітал для розширення. Однак точний склад цільової групи в різних країнах варіюється залежно від місцевих особливостей, тому подані моделі не виключають орієнтацію на конкретні цільові групи стартапів. Розглянемо детальніше основні моделі венчурного інвестування, до яких належать: модель перенесення капіталу, моделі сумісного інвестування та модель фонду фондів.

*Модель перенесення капіталу (портаж).* Поняття “перенесення” у певному плані аналогічне договорам купівлі-продажу із зобов’язанням зворотного викупу (угода РЕПО), в яких учасники продають цінні папери та одночасно укладають угоду про їх зворотний викуп через певний час за заданою ціною. Угоди про перенесення капіталу мають багато з цих характеристик, за винятком того, що

основні цінні папери не є інструментами грошового ринку, державними банкнотами чи облігаціями з фіксованим доходом. Це прості акції чи частки в приватних компаніях. Як і на практиці з договорами РЕПО, набувач цінних паперів за угодою про перенесення капіталу має право на всі пільги, нараховані на цінні папери упродовж періоду володіння. Натомість покупець також наражається на всі ризики, пов'язані із власним капіталом. Ця остання особливість допомагає пояснити корисність угод про пайову участь. Їх можна використовувати для передавання ризиків, пов'язаних із інвестиціями на ранніх стадіях інвестування в акціонерний капітал під час початкових етапів фінансування, ризик яких зазвичай вищий, оскільки результати діяльності інвестованих компаній все ще не перевірені. У цій ситуації уряди можуть використати державні кошти для заохочення приватних інвестицій в інноваційні МСП, що покриває частину первісної потреби цих підприємств у капіталі.

Внесок державного сектору може реалізуватись декількома способами, наприклад, через державний інвестиційний фонд (ДІФ). ДІФ купуватиме міноритарні частки участі в інноваційних стартапах. Інвестиції здійснюватимуться тільки паралельно з інвестиціями в акціонерний капітал, які вклали в ті самі стартапи кваліфіковані інвестори (українські або іноземні).

На відміну від контрольованого державою інвестиційного процесу, цим процесом керуватимуть приватні інвестори, які відповідатимуть за більшість із зазначених завдань (наприклад, юридичну, фінансову експертизу тощо) та здійснюватимуть пов'язані з цим витрати. До інвестування будуть залучені бізнес-ангели, венчурні компанії чи інші професійні керуючі фондами. Ці групи інвесторів матимуть необхідні навички для виконання оцінки та погодження умов емісії акцій із власниками стартапів. Схему моделі перенесення капіталу (портажу) та основні її компоненти відображено на рис. 1.

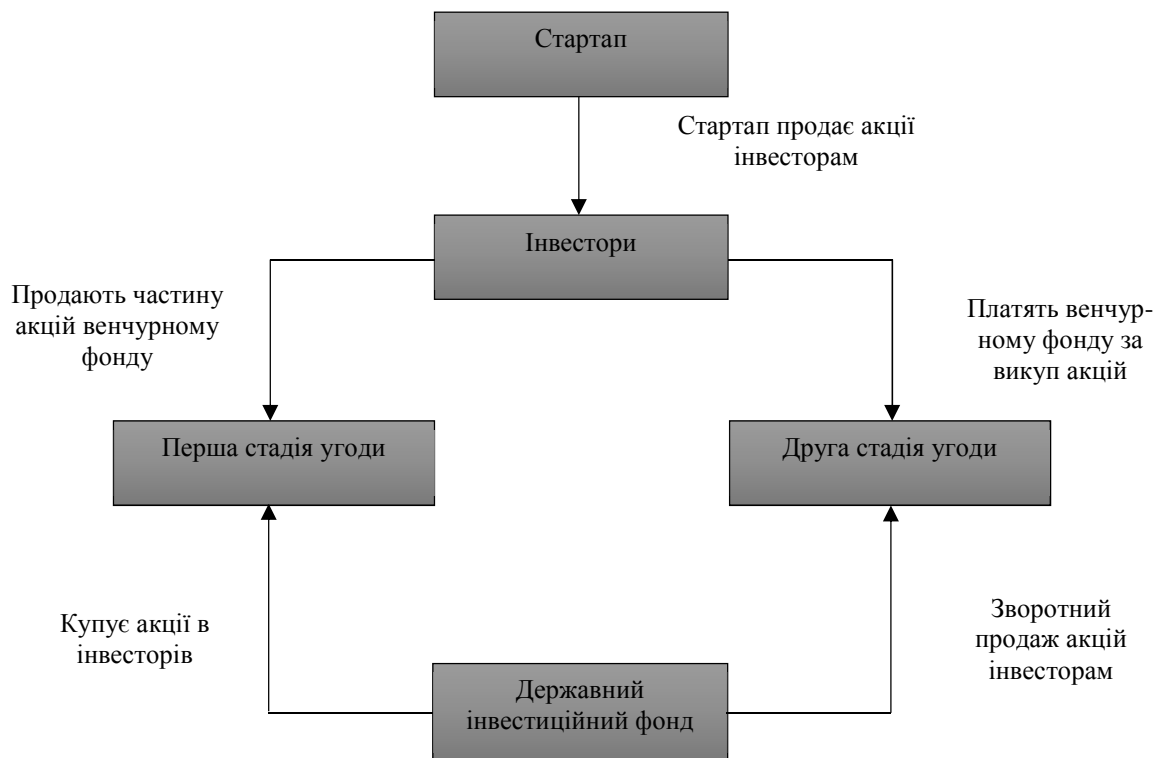


Рис. 1. Модель перенесення акцій (портаж)\*

\*Сформовано на основі аналізу наукових джерел [7, 8, 15].

У межах цього процесу приватні інвестори укладуть угоду з ДІФ щодо продажу частини нових акцій, придбаних фондом за ціною емісії. ДІФ триматиме акції протягом заздалегідь визначеного періоду, із ризиками акціонерного капіталу. Після закінчення узгодженого періоду володіння ДІФ перепродуватиме відповідні акції приватним інвесторам за заздалегідь встановленою ціною, яка визначається узгодженою річною вартістю, що переноситься. Приватні інвестори зможуть вибирати, як поводитися з новопроданими акціями, наприклад, тримати їх до моменту виходу або намагатися розпорядитися ними заздалегідь.

По суті, угоди про перенесення дають приватним інвесторам змогу конвертувати частину свого акціонерного ризику в кредит із фіксованою ставкою, тим самим вивільняючи капітал у проміжний період. Знижуючи ризик для інвесторів приватного сектору, угода має на меті стимулювати більше інвесторів до участі у фінансуванні таких ризикованих підприємств, що сприятиме збільшенню масштабів внутрішнього ринку венчурного капіталу.

*Моделі сумісного інвестування.* У контексті дослідження співінвестування ця модель поєднує спільні інвестиції в інноваційні стартапи з боку представників державного та приватного секторів. Як і в наведеній вище моделі перенесення, внесок державного сектору може бути реалізований декількома способами: безпосередньо через спеціалізовані державні установи чи опосередковано через державний інвестиційний фонд, або як співфінансований партнер із приватними інвесторами в незалежному венчурному фонді. Прямі інвестиції у цільові компанії з боку держави стали менш популярними на користь механізмів, що орієнтуються на навички професійних керуючих фондами.

У наші дні серед економістів та багатьох політиків переважає думка, що роль державної підтримки у створенні фондів венчурного капіталу полягає не в тому, щоб зайняти місце приватних інвесторів та керуючих фондами, а в тому, щоб надати первісні кошти та задіяти низку інструментів, які стимулюватимуть приватні інвестиції. У разі спільного інвестування з приватними інвесторами в гібридний фонд інтереси уряду де-факто збігаються із інтересами приватних інвесторів і можуть надіслати сигнал приватним інвесторам про те, що фонд, про який йдеться, працюватиме з комерційними цілями та стратегіями, спрямованими на максимізацію прибутку. Модель сумісного інвестування може бути реалізована як державно-приватний фонд венчурного капіталу або спільне інвестування у приватний фонд венчурного капіталу.

*Державно-приватний фонд венчурного капіталу.* Яскравим прикладом є гібридний державно-приватний фонд, який створює держава, але керують яким професійні керуючі приватного фонду. Державні інвестиційні фонди використовують уряди багатьох країн світу, щоб заповнити дефіцит фінансування на ринку ризикового капіталу. Вони зосереджені на початкових і ранніх стадіях розвитку, коли дохідність мінімальна і навіть негативна, а ризики невдачі високі. Багато інвестицій орієнтовані на стартапи та молоді компанії у таких галузях, як біотехнології, гена інженерія, охорона здоров'я тощо.

Ідея державних венчурних фондів полягає не в тому, щоб витіснити приватні джерела ризикового капіталу, а в тому, щоб працювати на ранній стадії високого ризику, поряд із приватними інвесторами. Загальна мета уряду – допомогти розпочати підприємницьку діяльність. З цією метою багато урядів використовують низку фінансових інструментів, зокрема гарантії та позики, на додаток до акціонерного капіталу. Модель фінансування стартапів через державно-приватний фонд венчурного капіталу наведено на рис. 2.



Механізми венчурного інвестування в стартап

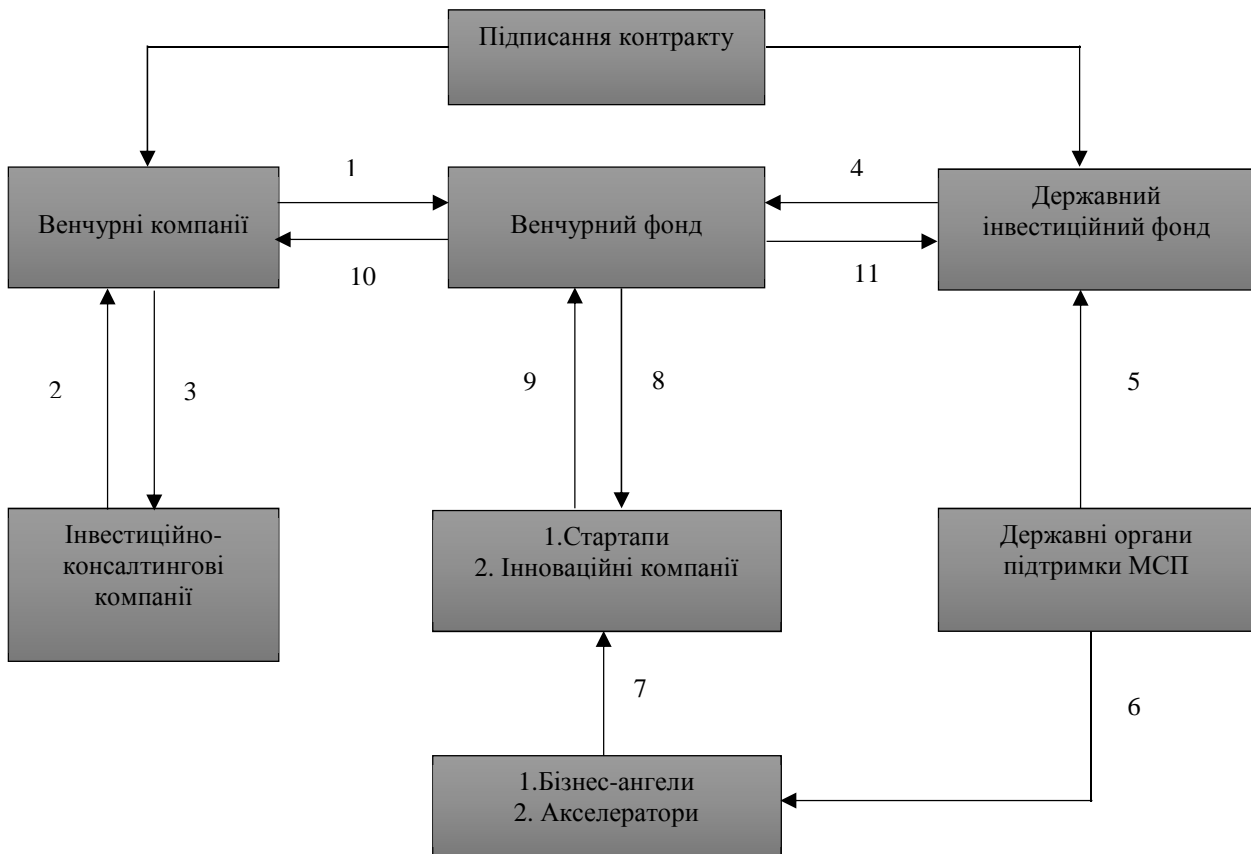


Рис. 2. Державно-приватний фонд венчурного капіталу:

1 – вклад в акціонерний капітал; 2 – консультації; 3 – оплата за консультації;  
 4 – формування венчурного фонду інвестицій; 5 – фінансування державного інвестиційного фонду, сприятливі умови інвестування; 6 – підтримка (спрощений режим оподаткування, податкові пільги, преференції); 7 – наставництво, моніторинг та експертна підтримка; 8 – інвестиції, консультації;  
 9 – процедура виходу; 10 – винагорода за інвестування; 11 – розподіл прибутку\*

\*Сформовано на основі аналізу наукових джерел [7, 8, 15].

Нестача ризикового капіталу на початковому етапі зростання стартапу відображає високий рівень ризику невдачі на цій ранній стадії. Є багато прикладів того, як державні кошти витрачають на невдалі підприємства. Мандат, що надається керуючим фондами, повинен бути розроблений так, щоб забезпечити належні стимули для досягнення державних цілей за одночасного виконання комерційних цілей і стратегій, спрямованих на максимізацію прибутку. Необхідно створити ефективну систему управління активами та ризиками для пошуку, оцінювання та управління можливостями. Фонд повинен мати довгий інвестиційний горизонт та уникати тиску з метою його дострокового виходу з інноваційного проекту.

Спільне інвестування у приватний фонд венчурного капіталу. Замість фонду капіталу, що підтримує уряд, ця модель передбачає участь уряду як співфінансованого партнера в приватному фонді. Цей варіант спрямований на те, щоб уникнути побоювань, які можуть виникнути у підприємців через те, що держава виступає великим інвестором. Тому розмір державного втручання може бути достатньо великим, щоб впливати на результати державного інвестиційного фонду, але не настільки великим, щоб це впливало на узгодження стимулів та цілей, яке призводить до відносної та недостатньої ефективності стартапу за підтримки венчурного капіталу. Загальна думка полягає у тому, що державне співінвестування не повинно перевищувати 50 % від загального обсягу інвестицій. На рис. 3 подано типові компоненти моделі спільного інвестування.

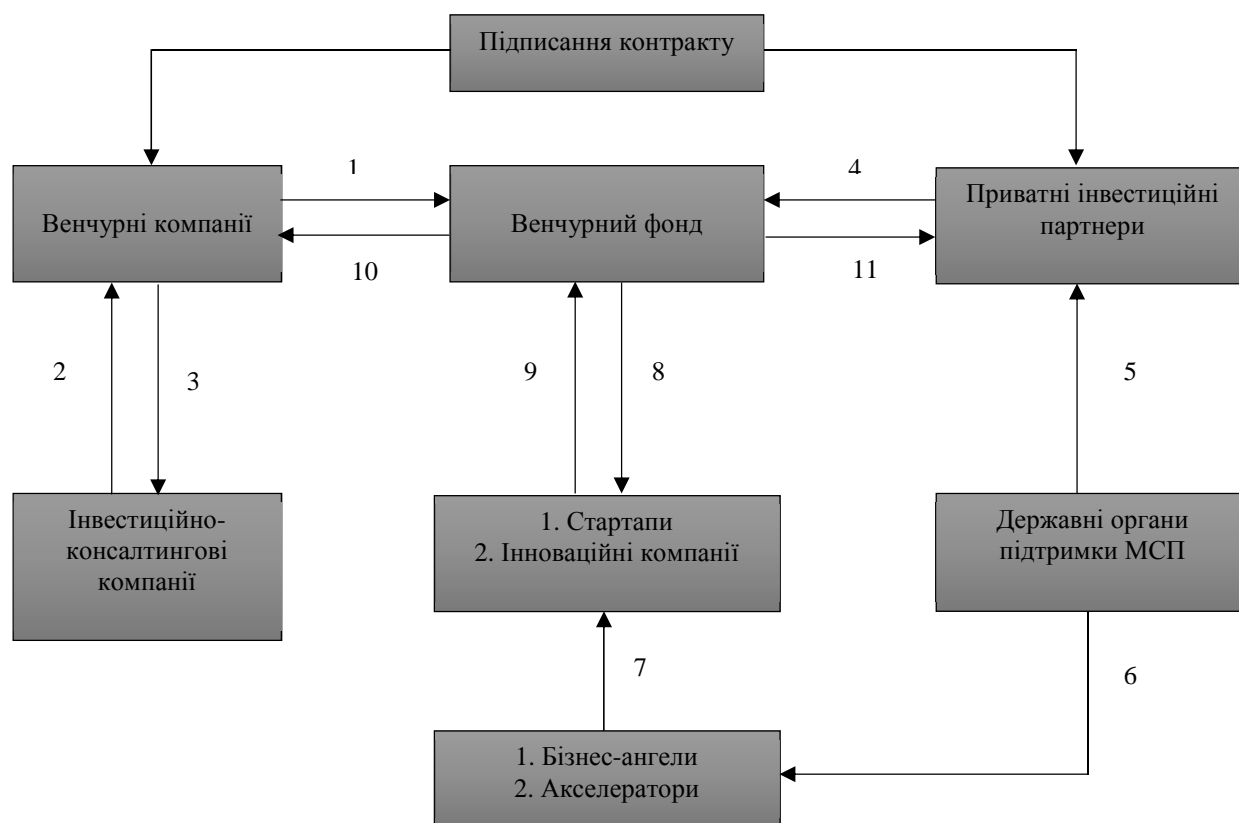


Рис. 3. Спільне інвестування у приватний фонд венчурного капіталу:

- 1 – вклад в акціонерний капітал; 2 – консультації; 3 – оплата за консультації; 4 – формування венчурного фонду інвестицій; 5 – пасивні інвестиції, сприятливі умови інвестування; 6 – підтримка (спрощений режим оподаткування, податкові пільги, преференції); 7 – наставництво, моніторинг та експертна підтримка; 8 – інвестиції, консультації; 9 – процедура виходу; 10 – винагорода за інвестування; 11 – розподіл прибутку\*

\*Сформовано на основі аналізу наукових джерел [7, 8, 15].

У деяких моделях фінансування частка держави нижча, ніж у приватних інвесторів, і більша частина вигод від інвестицій передається приватним інвесторам. Приватні інвестори часто мають можливість придбання державних інвестицій з вигідним дисконтом. Ці схеми покликані залучити приватних інституційних інвесторів як співінвесторів. Для укладання угоди між компанією з управління фондом, з одного боку, та Державним інвестиційним фондом чи приватними інвесторами, з іншого боку, які стають партнерами у фонді венчурного капіталу, укладають угоди про партнерство.

**Модель фонду фондів.** Модель фонду фондів багато в чому схожа на модель спільного інвестування, за одним важливим винятком. Замість співінвестування в окремі компанії державна установа підтримки інновацій вкладає капітал для інвестування в інші приватні фонди венчурного капіталу. Такими фондами можуть бути національні приватні фонди венчурного капіталу. Проте на недостатньо розвинених ринках ризикового капіталу нові фонди венчурного капіталу, зазвичай, повинні створювати авторитетні компанії чи управляючі фондами. Цей крок займе деякий час у ході створення фонду.

Приватні фонди є одержувачами державних коштів та інвестують їх у приватні фонди венчурного капіталу через свій фонд фондів. Метою держави в цьому випадку є створення диверсифікованого та конкурентоспроможного сектору венчурних інвестицій, що передбачає надання підтримки стартапам та інноваційним компаніям через декілька венчурних фондів, загальне управління капіталом яких здійснює фонд фондів. У реалізації такої моделі неминуче залучення іноземних компаній,

що принесуть на ринок власний досвід і експертизу, а також додатковий інвестиційний капітал. Механізм організації моделі фонду фондів наведено на рис. 4.

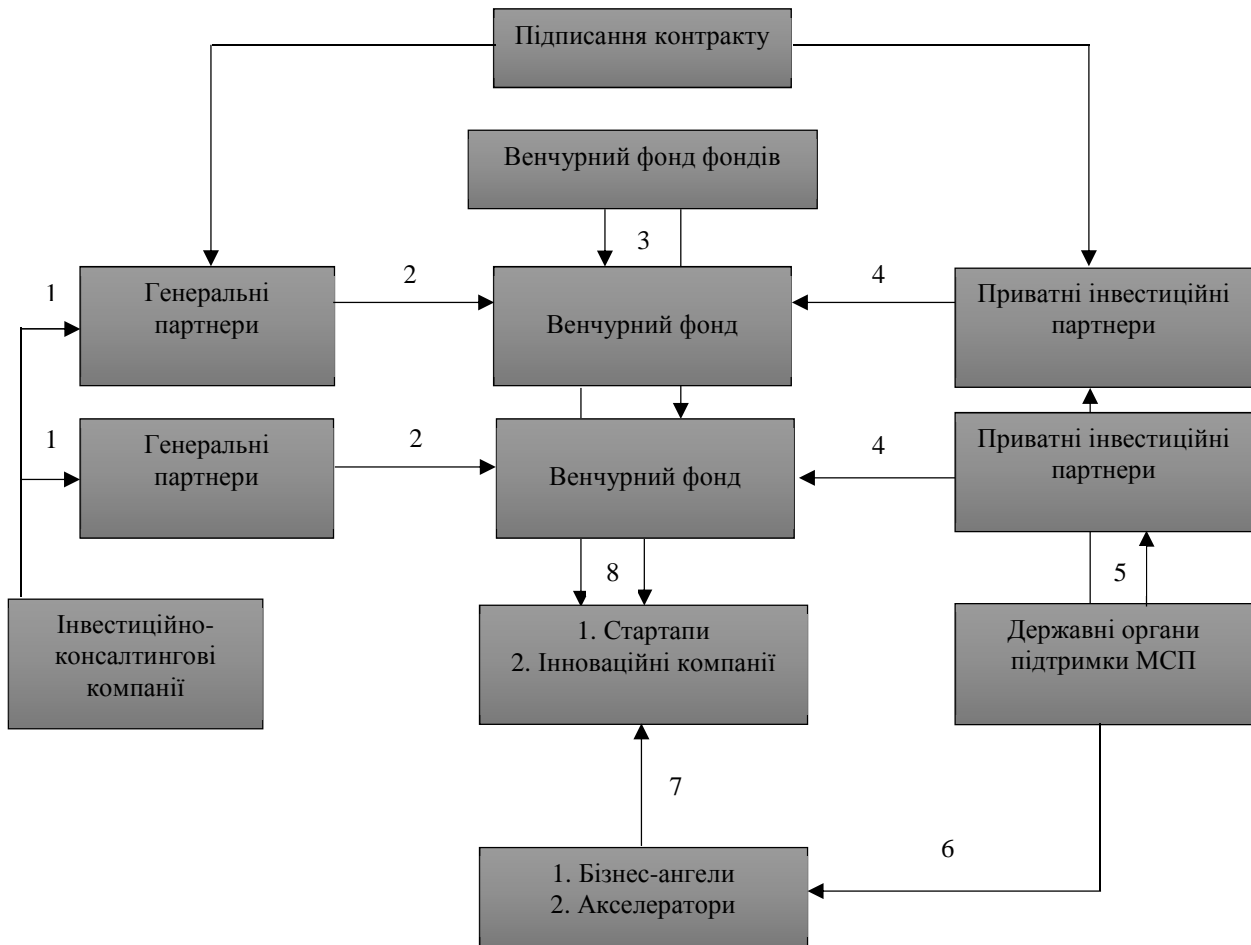


Рис. 4. Механізм організації моделі фонду фондів у венчурному інвестуванні:  
 1 – консалтингова підтримка; 2 – управління приватними венчурними фондами;  
 3 – управління фінансовими ресурсами, перерозподіл активів “дочірніх” фондів;  
 4 – формування венчурного фонду інвестицій; 5 – пасивні інвестиції, сприятливі умови інвестування;  
 6 – підтримка (спрощений режим оподаткування, податкові пільги, преференції);  
 7 – наставництво, моніторинг та експертна підтримка; 8 – інвестиції, консультації\*

\*Сформовано на основі аналізу наукових джерел [7, 8, 15].

### Висновки

У роботі розглянуто моделі венчурного інвестування в стартапи, академічні спін-офи та інші інноваційні малі підприємства, які набули великого поширення та підтвердили свою ефективність. Ці моделі є взаємозамінними або можуть бути реалізовані в різних галузях одночасно. У всіх чотирьох моделях стейкхолдери процесу інвестування працюють на досягнення декількох операційних цілей. До них належать:

- залучення приватного зовнішнього фінансування на додаток до державного та внутрішнього фінансування підприємств;
- розширення механізмів підтримки ринку капіталу для інноваційних проєктів;
- залучення іноземних інституційних інвесторів;
- допомога у збільшенні масштабів венчурного інвестування;

- створення диверсифікованого та конкурентоспроможного сектору венчурного капіталу в державі.

Реципієнтами під час реалізації будь-якої із розглянутих моделей інвестування повинні бути стартапи, академічні спін-офи, технологічні підприємства на ранній стадії розвитку, інноваційні підприємства, які здійснюють трансфер технологій. Проекти можуть передбачати розроблення нових продуктів чи технологій або розширення діяльності задля досягнення комерційного масштабу.

### Перспективи подальших досліджень

У подальшому дослідженні за цим напрямом варто зосередитись на аналізі стейкхолдерів процесу венчурного інвестування та розробленні рекомендацій для стартапів щодо використання різних механізмів венчурного інвестування. Також доцільно виконати дослідження законодавчого забезпечення та гарантій для стейкхолдерів на кожній зі стадій венчурного інвестування.

### Список літератури

1. Дума О. І. (2021). Академічний трансфер технологій: механізми реалізації та європейський досвід. *Ефективна економіка*. № 11. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=9589> (дата звернення: 29.09.2022).
2. Startup Ecosystem Report 2022. Available at: (<https://www.startupblink.com/startupecosystemreport> accessed October 19, 2022)
3. Бузаджи О. І. (2011). Венчурний капітал в Україні як джерело фінансування інвестиційних проєктів. *Ефективна економіка*. № 9.
4. Венчурне інвестування (огляд). Офіційний сайт Української асоціації інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. Режим доступу: [http://www.uaib.com.ua/abcpeople/venchura/what\\_vench/16977.html](http://www.uaib.com.ua/abcpeople/venchura/what_vench/16977.html).
5. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI [Електронний ресурс]. Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text>
6. Національна модель неоіндустріального розвитку України (2016): [монографія]. Київ. Available at: <https://books.google.com.ua/books>.
7. Najaminia M., Fallahi M. (2018). Economic growth and government size in developed European countries: A panel threshold approach. *Economic Analysis and Policy*. No. 58, 1–13.
8. Поляк М. М. (2013). Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного інвестування в Україні. *Держава та регіони*. № 5. С. 113–116.
9. Замлинський В. А. (2014). Сучасний стан та перспективи розвитку венчурного інвестування як складової фінансового забезпечення інноваційної діяльності України. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. № 5–6. С. 172–179.
10. Metrick A. (2007). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, p. 12.
11. Kaplan S., Sensoy B., Stromberg P. (2009). Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, No. 64(1), 75–115.
12. Внукова Н. М., Глібка С. В. (2020). Сучасні економіко-правові ризик-орієнтовані засоби регулювання розвитку ринку фінансових послуг: монографія / за ред. Н. М. Внукової, С. В. Глібка. Харків: НДІ ПЗІР НАПрН України. 304 с.
13. Краус Н. М., Копиця Я. О. (2013). Венчурне інвестування як пріоритетний напрям інноваційного розвитку економіки країни. *Економічний простір*. № 74. С. 112–121.
14. Шипуліна Ю. С. (2015). Сучасні особливості розвитку венчурного інвестування на промислових підприємствах. *Економіка: реалії часу*. № 5. С. 210–214.
15. *Venture Pulse 2020: Global Analysis of Venture Funding*. KPMG International. URL: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights.html>.
16. Kim Dong-Hyun, Wu Yi-Chen, Linc Shu-Chin (2018). Heterogeneity in the effects of government size and governance on economic growth. *Economic Modelling*, 68, 205–216.

### References

1. Duma O. (2021). Academic technology transfer: implementation mechanisms and European experience. *Efficient economy*, No. 11. Available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=9589> (accessed: 29.09.2022).
2. Startup Ecosystem Report 2022. Available at: (<https://www.startupblink.com/startupecosystemreport> (accessed October 19, 2022)).
3. Buzadzy O. I. (2011). Venchurnyj kapital v Ukraini iak dzherelo finansuvannia investytsijnykh proektiv. *Efektivna ekonomika* [Online], Vol. 9. Available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=697> (Accessed 7 October 2022).
4. Ofitsijnyj sajt Ukrains'koi asotsiatsii investytsijnogo biznesu. "Venchurne investuvannia (ohliad)". Available at: [http://www.uaib.com.ua/abcpeople/venchyra/what\\_vench/16977.html](http://www.uaib.com.ua/abcpeople/venchyra/what_vench/16977.html) (Accessed 7 October 2012).
5. The Verkhovna Rada of Ukraine (2012). Zakon Ukrainy "Pro instytuty spil'noho investuvannia". Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5080-17#Text> (Accessed 21 September 2022).
6. National model of neo-industrial development of Ukraine (2016): monograph, Kyiv. Available at: <https://books.google.com.ua/books>.
7. Hajaminia M., Fallahi M. (2018). Economic growth and government size in developed European countries: A panel threshold approach. *Economic Analysis and Policy*, No. 58, 1–13.
8. Poliak M. M. (2013). The current state and prospects for the development of venture capital investment in Ukraine. *State and regions*, No. 5, 113–116.
9. Zamlynskyi V. A. (2014). The current state and prospects for the development of venture capital investment as a component of financial support for innovative activity in Ukraine. *Foreign trade: economy, finance, law*, No. 5–6, 172–179.
10. Metrick A. (2007). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. John Wiley & Sons, p. 12.
11. Kaplan S., Sensoy B., Stromberg P. (2009). Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies. *The Journal of Finance*, No. 64(1), 75–115.
12. Vnukova N. M., Hlibko S. V. (2020). Suchasni ekonomiko-pravovi ryzyk-orientovani zasoby rehulyuvannya rozvytku rynku finansovykh posluh. Kharkiv: NDI PZIR NAPrN Ukrainy.
13. Kraus N. M., Kopytsia Ya. O. (2013). Venture investment as a priority the development of innovative economy, *Ekonomichniy prostir*, Vol. 74, 112–121.
14. Shypulina Yu. S. (2015). Modern features of the development of venture investment in industrial enterprises. *Ekonomika: realiyi chasu*, No. 5, 210–214.
15. *Venture Pulse 2020: Global Analysis of Venture Funding*. KPMG International. URL: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights.html>.
16. Kim Dong-Hyun, Wu Yi-Chen, Linc Shu-Chin (2018). Heterogeneity in the effects of government size and governance on economic growth. *Economic Modelling*, 68, 205–216.

**O. I. Duma**

Lviv Polytechnic National University

## MECHANISMS OF VENTURE INVESTING IN STARTUPS

© Duma O. I., 2022

**The article presents the research results of the mechanisms of startups venture capital investment. The role and significance of venture capital investment in the startup ecosystem and the innovation ecosystem in general are considered. The economic essence of the concept of venture investing is presented. In the process of research, the peculiarities of venture capital investment for startups were analyzed and a comparative characteristic of venture capital investment and classical investment was given. Mechanisms of financing and support of innovative startups at different stages of the life cycle are analyzed. The main and auxiliary success factors of startups by stages of the life cycle are described.**

**The research examines models of venture capital investment in innovative enterprises. In particular, the following options were considered: the model of capital transfer (partial participation), the model of joint investment and the fund of funds model. For each model, the implementation mechanisms**

of investing in startups are described and described schematically. Key stakeholders and all stages of the investment process are listed. The models of joint investment in startups are described, in particular the model of a public-private venture capital fund and the model of joint investment in a private venture capital fund. The three selected models have many common elements, but differ from each other in terms of their dependence on specific contractual mechanisms, financing and access tools, and in some cases, exit mechanisms from the investment process. They also differ in terms of overall complexity, with the “fund of funds” model being more complex than the other two models. When considering specific models of the organization of venture funds, the work used the practices and experience of a number of jurisdictions, including Australia, Israel, Tunisia and Great Britain.

Recipients in the implementation of any of the considered investment models should be startups, academic spin-offs, technological enterprises at an early stage of development, innovative enterprises that carry out technology transfer. Projects may involve the development of new products or technologies or the expansion of existing operations to commercial scale.

**Key words:** startup; venture capital investment; startup ecosystem; venture fund; portage; share transfer; fund of funds model; public-private venture capital fund; co-investment.