

УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ

КАФЕДРА ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА МАГІСТРА

на тему

«Глобальний досвід венчурного підприємництва, проблеми становлення та розвитку в Україні»

Виконав: здобувач II курсу, групи МЕВ-19м
ОПП з міжнародних економічних відносин
Спеціальності 292 Міжнародні економічні

відносини

шифр і назва

Гаврюшин Артем Миколайович

прізвище, ініціали

Керівник: Задоя А.О., професор

прізвище, ініціали, науковий ступінь, вчене звання

**Дніпро
2020**

УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ АЛЬФРЕДА НОБЕЛЯ

КАФЕДРА ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

Освітній (освітньо-кваліфікаційний) рівень МАГІСТРА

ОПП з міжнародних економічних відносин

Спеціальність 292 Міжнародні економічні відносини

Затверджую:

Зав. кафедри _____ Задоя А.О.

(підпис, прізвище, ім'я та по
батькові, науковий ступінь, вчене звання)

“ ____ ” _____ 20__ р.

ЗАВДАННЯ

на кваліфікаційну роботу здобувачу

Гаврюшина Артема Миколайовича

прізвище, ім'я та по батькові

1. Тема роботи: «Глобальний досвід венчурного підприємництва, проблеми становлення та розвитку в Україні»

2. Керівник роботи Задоя Анатолій Олександрович, професор

(прізвище, ім'я, по батькові, науковий ступінь, вчене звання)

Затверджені наказом від « ____ » _____ 20__ р., № _____

3. Термін здачі здобувачем закінченої роботи 28.12.2020 р.

4. Цільова установка та вихідні дані до роботи: обґрунтувати джерела і форми фінансування міжнародних інвестиційних проєктів в Україні.

5. Зміст роботи (перелік питань, які належить розробити):

– розглянути поняття та роль венчурного підприємства, його фінансову діяльність;

– дослідити нормативно-правове регулювання реалізації венчурного інвестування в Україні;

– проаналізувати динаміку та етапи венчурної індустрії в світі;

– встановити особливості ведення венчурного інвестування в Європі;

– проаналізувати формування інвестиційного клімату та ефективність діяльності на ринку венчурного інвестування в Україні;

– обґрунтувати концепцію проєкту з маркетингових досліджень методом «Таємний покупець»;

– пояснити потребу та вибір в інвестиціях для реалізації проєкту маркетингової кампанії;

– оцінити показники економічної ефективності проєкту.

6. Консультанти розділів роботи:

Розділ	Консультант (прізвище, ініціали, посада)	Підпис, дата	
		Завдання видав	Завдання прийняв
Розділ 1.	Задоя А.О., к.е.н., доцент	12.09.2020	
Розділ 2.	Задоя А.О., к.е.н., доцент	28.09.2020	
Розділ 3.	Задоя А.О., к.е.н., доцент	04.11.2020	

7. Дата видачі завдання __12.09.2020__

8. Календарний план виконання роботи

№ п/п	Назва етапів кваліфікаційної роботи	Термін виконання етапів роботи	
		За планом	Фактично
1	Вибір теми	20.09.2020	
2	Підготовка завдання	25.09.2020	
3	Узгодження плану	01.10.2020	
4	Розділ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СУТНОСТІ, ФУНКЦІЇ ТА ОСОБЛИВОСТІ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА	01.11.2020	
5	Розділ 2. АНАЛІЗ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА В ЄВРОПІ ТА УКРАЇНІ	25.11.2020	
6	Розділ 3. РОЗРОБКА МІЖНАРОДНОГО ВЕНЧУРНОГО ПРОЄКТУ В УКРАЇНІ ТА ОБҐРУНТУВАННЯ ДЖЕРЕЛ І ФОРМ ЙОГО ФІНАНСУВАННЯ	20.12.2020	
7	Здача закінченої роботи	28.12.2020	
8.	Попередній захист	10-15.01.2021	
9.	Захист кваліфікаційної роботи	20-26.01.2021	

Здобувач _____ Гаврюшин А.М.
підпис прізвище, ініціали

Керівник кваліфікаційної роботи _____ Задоя А.О.
підпис прізвище, ініціали

АНОТАЦІЯ

Гаврюшин Артем Миколайович «Глобальний досвід венчурного підприємництва, проблеми становлення та розвитку в Україні»

У магістерській кваліфікаційній роботі проведено детальний аналіз теоретичних основ сутності, функцій та особливостей венчурного підприємництва. Досліджено поняття венчурних інвестицій, розглянуто теперішню ситуацію щодо розвитку венчурного інвестування у Світі. Досліджено поняття міжнародних інвестицій та обґрунтовано їх роль у розвитку економіки. Наведено класифікацію джерел і форм фінансування міжнародних інвестиційних проєктів, їх переваги і недоліки. Досліджено основні проблеми та шляхи їх вирішення, визначено характеристики, недоліки та переваги нового для нашої країни виду інвестицій. Досліджено розвиток інститутів спільного інвестування як економічного механізму, що дозволяє реалізовувати ризиковані проєкти на найбільш критичних фазах їх створення та збуту. Виявлено негативні фактори, що перешкоджають розвитку венчурних інвестицій, та запропоновано заходи щодо їх відновлення. Проаналізовано динаміку обсягу інвестицій в Україні. Розглянуто формування інвестиційного клімату та ефективності діяльності на ринку венчурного інвестування в Україні. Розроблено та оцінено економічну ефективність інвестицій на прикладі концепції маркетингової компанії з проведення досліджень методом «Таємний покупець».

Ключові слова: венчурний капітал, інвестиційний клімат, венчурний капітал, інновації, інвестиційний фонд.

SUMMARY

Havriushyn Artem "Global experience of venture entrepreneurship, problems of formation and development in Ukraine"

The detailed analysis of the theoretical foundations of the essence, functions and features of venture entrepreneurship presented in the Master's qualification paper. The concept of venture investment is studied, the current situation regarding the development of venture investment in the world is considered. The concept of international investments is studied and their role in economic development is substantiated. The classification of sources and forms of financing of international investment projects, their advantages and disadvantages are given. The main problems and ways to solve them are studied, the characteristics, disadvantages and advantages of a new type of investment for our country are identified. The development of mutual investment institutions as an economic mechanism that allows to implement risky projects at the most critical phases of their creation and sale is studied. Negative factors hindering the development of venture investments have been identified and measures for their recovery have been proposed. The dynamics of the volume of investments in Ukraine is analyzed. The formation of the investment climate and efficiency of the venture investment market in Ukraine is considered. The economic efficiency of investments is developed and evaluated on the example of the concept of a Marketing company for conducting research by the method of "Mystery Shopping".

Key words: venture capital, investment climate, venture capital, innovations, investment fund.

ЗМІСТ

ВСТУП.....	8
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СУТНОСТІ, ФУНКЦІЇ ТА ОСОБЛИВОСТІ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА	10
1.1. Поняття та роль венчурного підприємництва	10
1.2. Фінансова діяльність венчурних підприємств та методи оцінки венчурних проектів	20
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА В ЄВРОПІ ТА УКРАЇНІ.....	32
2.1 Етапи встановлення венчурної індустрії в світі	32
2.2 Особливості венчурного інвестування в Європі	41
2.3 Державна підтримка європейських венчурних підприємств	47
2.4 Формування інвестиційного клімату та ефективність діяльності на ринку венчурного інвестування України.....	55
РОЗДІЛ 3. РОЗРОБКА МІЖНАРОДНОГО ВЕНЧУРНОГО ПРОЄКТУ В УКРАЇНІ ТА ОБҐРУНТУВАННЯ ДЖЕРЕЛ І ФОРМ ЙОГО ФІНАНСУВАННЯ.....	66
3.1. Обґрунтування концепції проєкту з маркетингових досліджень методом «Таємний покупець», його змісту	66
3.2. Венчурне фінансування інноваційного підприємства: джерела, інструменти, умови.	71
3.3. Оцінка показників економічної ефективності проєкту	73
ВИСНОВКИ.....	78
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	83

ВСТУП

Розвиток економіки у XXI столітті в умовах глобалізації не можливий без впровадження інновацій. З метою активізації інноваційних процесів також необхідно формувати і підтримувати ефективну взаємодію між системою освіти та науки, фінансово-кредитної сфери та виробництва. Окрім того, слід забезпечити оптимальне поєднання функціонування ринкових механізмів та державного регулювання. В усьому світі на сьогодні найбільш ефективним шляхом розробки та впровадження інновацій є використання венчурного капіталу.

Значну увагу проблемам та особливостям венчурного фінансування інвестицій приділено у працях вітчизняних і зарубіжних учених, серед яких: Амосов Ю.П., Антонюк Л., Баранецький І., Гледстоун Д., Грига В., Грозний І., Гулькін П., Зябрева Н., Каржаув А., Ковалишин П., Купер І., Мейер Т., Перкінс Т., Плотніков Е.П., Чан Ким та ін.

Розвиток інновацій дозволяє оптимізувати та вдосконалити процес виробництва, що в кінцевому результаті дозволить підвищити ефективність економіки. У світі венчурний капітал застосовується ще із середини XX століття. Завдяки його використанню розвинулись такі відомі компанії як Apple, Intel, Microsoft, Digital, Lotus. Для нашої країни поняття «венчурне фінансування» відносно нове і потребує подальших теоретичних досліджень та практичних напрацювань.

Метою роботи є науково-теоретичне дослідження світового досвіду венчурного підприємництва, обґрунтування та розробка рекомендацій з удосконалення венчурного фінансування в Україні.

Для досягнення мети в роботі поставлено та вирішено наступні *завдання*:

- вивчити економічну сутність та роль венчурного фінансування;
- дослідити фінансову діяльність венчурних підприємств та методи оцінки венчурних проєктів;
- проаналізувати етапи становлення венчурної індустрії в світі;

- вивчити особливості венчурного фінансування в Європі;
- дослідити державну підтримку європейських венчурних підприємств;
- виявити проблемні питання формування інвестиційного клімату та покращення ефективності діяльності на ринку венчурного інвестування України;
- на основі вивчення наявних проблем теорії і практики розробити рекомендації з удосконалення венчурного бізнесу в Україні.

Об'єктом дослідження є організація венчурного фінансування.

Предметом дослідження є сукупність методичних, теоретичних і практичних питань організації венчурного фінансування в Україні.

Методи дослідження. У процесі дослідження застосовувалися загальні методи аналізу і синтезу, індукції та дедукції, а також застосовувалися історичний та логічний методи. За допомогою статистичних методів (зведення, групування, відносних показників) досліджувалася динаміка показників діяльності підприємства.

Інформаційною базою магістерської роботи є нормативні документи, що регламентують організацію та ведення бухгалтерського обліку в Україні, цивільне та господарське законодавство, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених в області міжнародної економіки та менеджменту.

Наукова новизна полягає в тому, що автором розроблено рекомендації щодо вдосконалення венчурного бізнесу в Україні. Отримані результати спрямовані на підвищення рівня організації венчурного фінансування. Впровадження запропонованих рекомендацій дасть необхідний поштовх і сприятиме зростанню якості фінансування підприємств. Результати магістерської роботи можуть бути використані при організації венчурного фінансування підприємств України.

Результати даного дослідження можуть бути використані у практичній діяльності підприємств України, наприклад, ТОВ «ФОРСЕРВІЗ ЮА СЕЙЛЗ». Окремі результати магістерської дипломної роботи можуть бути також використані в навчальному процесі університету імені Альфреда Нобеля при викладанні певних економічних дисциплін.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СУТНОСТІ, ФУНКЦІЙ ТА ОСОБЛИВОСТІ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА

1.1. Поняття та роль венчурного підприємництва

Венчурні інвестиції виникли як окремих напрямок інвестиційного бізнесу та закріпились у США. Їх розвиток припадає на середину минулого століття [6].

Багато науковців досліджували сутність такої категорії як «капітал». Так, на кінець XVIII ст. економісти зосереджувались в основному на характеристиці матеріально-речової сторони даного поняття. Засновники класичної політичної економії А. Сміт і Д. Рікардо порівнювали капітал з нагромадженою уречевленою працею. На ранніх етапах розвитку політекономії було сформовано розуміння капіталу як сукупності засобів виробництва, що приносять дохід.

У відповідності з Карлом Марксом, капітал – це вартість, яка вноситься у певний вид економічної діяльності для отримання додаткової вартості. Остання є результатом використання найманої праці і постійно відтворює себе, тобто отримана додаткова вартість знов і знов вкладається підприємцем з тією ж метою [1].

Таким чином, можемо сказати, що капітал – це історично зумовлені суспільно-виробничі відносини між підприємцями-власниками засобів виробництва, і найманими працівниками. Такий зміст сутності категорії «капітал» є проявом соціально-економічного підходу, у відповідності з яким вона трактується як спеціальні відносини у суспільстві, що виникають за певних історичних умов.

Капітал може бути основним чи оборотним, акціонерним, позичковим, авансованим, промисловим чи товарним, фіктивним тощо, а також венчурний або особливо ризиковий капітал.

Категорія «венчурний капітал» вперше з'явилася в США у 60-х роках минулого століття. Проте тільки на початку XXI століття даний вид капіталу став предметом особливої уваги економістів. Саме поняття інвестування венчурного капіталу можна трактувати по-різному. З одного боку це лише значно ризиковані

вкладення коштів на початковому етапі розвитку бізнесу або навіть зародку бізнес-ідеї. Інші науковці надають перевагу більш широкому значенню, що включає будь-яке фінансування швидкого зростання компанії. Отже, венчурний капітал є джерелом фінансування не тільки формування стартового капіталу, а й послідовних етапів становлення інноваційного підприємства.

Венчурний капітал у Західній Європі використовується переважно на розвиток. Тому що венчурне фінансування окремих операцій у більшості випадків приносить низький дохід, проте пов'язане зі значно меншим ризиком.

У більшості країн, таких як Голландія, Великобританія, Німеччина та Італія, розроблені заходи щодо стимулювання ризикованих підприємств за рахунок виділення державних коштів, надання гарантій державою, зниження оподаткування на біржові доходи та створення біржових ринків. Розробка нових технологій поглинає найбільшу частину таких капіталовкладень. Важливою рисою венчурного фінансування у США, на відміну від європейського, є набагато більші обсяги інвестування бізнесу на ранніх стадіях розвитку. Наприклад, у США – 25-30%, а в Європі – 15-17% .

В Україні венчурне підприємництво зародилося при переході на нові організаційно-правові форми підприємницької діяльності під час економічних реформ в інноваційній сфері економіки. У нашій державі під даною категорією розуміють специфічний інститут спільного інвестування, правила заснування, функціонування якого обумовлено загальними правилами діяльності компаній з управління активами та інституту спільного інвестування. Нормативно-правову базу функціонування українських венчурних фондів було закладено коли набув чинності Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні фонди)» у 2001 році [1].

На сьогодні венчурні фонди є одним із найважливіших інститутів підтримки інновацій в економіці всього світу, про що свідчить проведений аналіз іноземних літературних джерел. Вони забезпечують фінансовими ресурсами інноваційні наукові дослідження з розробки та впровадження у виробництво нових видів

продукції та забезпечують їх рух до кінцевого споживача.

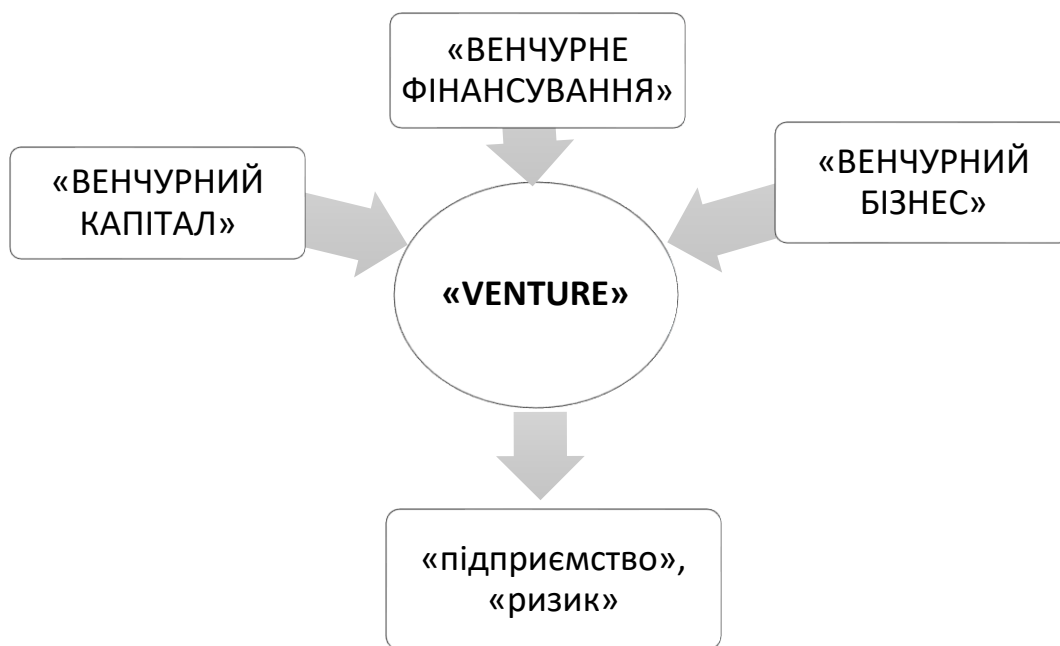


Рис. 1.1. Етимологія термінів «венчурний капітал», «венчурне фінансування» і «венчурний бізнес» [5]

Відповідно до етимології походження термінів «венчурний капітал», «венчурне фінансування» і «венчурний бізнес» (рис.1.1.), вони походять від англійського слова "venture", що означає "компанія", з одного боку, та "ризик", з іншого. Термін "ризикований" означає, що у відносинах між інвестором та підприємцем, який хоче фінансувати себе, є елементи ризику. Таким чином, фінансування можна вважати венчурним, якщо воно орієнтоване на бізнес і водночас передбачає невизначеність. Без ризику венчурне фінансування не можливе.

Венчурний капітал є критичним фактором в інноваційному процесі, оскільки науково-технічні революції, які змінили всі сектори економіки, скористалися підтримкою венчурного капіталу. Наприклад, венчурний капітал використовувався для фінансування компаній, які розробляють інноваційне програмне забезпечення та компоненти для комп'ютерного обладнання [5, с. 15-17]. В останні десятиліття венчурний капітал став мірилом та рушійною силою для розвитку інноваційних малих підприємств у всіх розвинених країнах. За його

допомогою було зроблено більшість останніх розробок у промисловості та медицині, а країни з розвинутим венчурним капіталом сьогодні є основними експортерами конкурентоспроможної високотехнологічної продукції.

Термін "венчурне фінансування" нерозривно пов'язаний з інноваціями, а також діяльністю компаній, що займаються впровадженням результатів цієї діяльності. Для подальшого визначення поняття "венчурний капітал", розглянемо його значення послідовно за етапами розвитку підприємства.

Основна відмінність між фінансуванням венчурного капіталу та традиційним фінансуванням полягає в тому, що активи надаються компанії-реципієнту без гарантії забезпечення власністю та заощадженнями. Тільки відповідна частина акцій, яка нижча за контрольний пакет, є єдиною гарантією, тобто капітал виділяється компанії для перспективної ідеї.

Найпоширенішим способом зменшення ризику є комбінована форма вкладення венчурного капіталу: одна частина коштів вноситься в акціонерний капітал, інша - у формі інвестиційної позики. Існує два можливі напрямки венчурного інвестування: інвестування в нові, швидкозростаючі, засновані на технологіях компанії; фінансування реструктуризації компанії шляхом придбання власною або третьою стороною управління.

У науковій літературі існує багато визначень венчурного фінансування та венчурного капіталу. Кожен автор дає власну інтерпретацію цієї категорії. Єдиного визначення не існує, але зміст не сильно змінюється. Аналізуючи їх, можна зробити висновок, що сьогодні не існує єдиного науково обґрунтованого визначення.

Венчурне підприємництво виступає посередником між інвесторами та підприємствами-реципієнтами ризикованого капіталу бенефіціарами венчурного капіталу. Діяльність венчурного фонду відбувається за традиційним методом цієї діяльності: пошук інвесторів та залучення коштів – пошук фірми чи компанії для інвестиції - формування доданої вартості на вкладений капітал - продаж акцій та повернення коштів інвесторам. Взаємозв'язок між суб'єктами венчурного інвестування наведено на рис. 1.2.



Рис. 1.2. Взаємозв'язок між суб'єктами венчурного інвестування [11]

Процес формування венчурного фонду є досить клопіткою і відповідальною справою і має назву «збір коштів». Після успішного завершення цього етапу починається робота з пошуку, знаходження, вибору, оцінювання і входження в компанію, що інвестується. Ризикове фінансування за своєю суттю включає довгострокові інвестиції, які приносять в середньому прибуток у термін від трьох до п'яти років, а в деяких випадках від шести до десяти. Фонди венчурного капіталу, як правило, управляють венчурним капіталом, не володіючи ним. Їх виплачують власники капіталу відповідно до умов угоди між фондом ризикового інвестування та його засновниками. Фонди мають механізм диверсифікації ризиків. Саме він об'єднує багато фінансових ресурсів, а ризик розподіляється шляхом підтримки проєктів венчурного капіталу, які належать до різних сфер використання та знаходяться на різних етапах реалізації, регіонах та секторах.

Організаційними структурами ринку венчурного капіталу є формальний (інституційний) та неформальний сектори. Інституційний сектор в основному представлений фондами венчурного капіталу, які поєднують ресурси кількох інвесторів - приватних та державних пенсійних фондів, благодійних організацій,

компаній, приватних осіб. Інституційний сектор також включає спеціальні підрозділи або відділення комерційних банків або нефінансових промислових підприємств [11].

Неформальний ринок венчурного капіталу представлений окремими інвесторами, яких зазвичай називають «бізнес-ангелами». Венчурний капітал, наданий «бізнес-ангелами», іноді також називають "терплячим капіталом", оскільки інвестори не вимагають виплати відсотків або дивідендів протягом інвестиційного періоду. Формальний та неформальний ринки венчурного капіталу взаємопов'язані та доповнюють один одного. Отже, при успішному розвитку будь-який бізнес, що фінансується «бізнес-ангелом», має досить високі шанси отримати більші інвестиції в інституційних фондах венчурного капіталу. «Бізнес-ангели» активно працюють у США та багатьох європейських країнах. Дуже часто інвестиції у неформальний сектор венчурного капіталу в кілька разів перевищують інвестиції офіційного сектору. Більшість науковців розглядають венчурний капітал у формі інвестицій для створення нових, розширення існуючих підприємств чи реалізації певних інноваційних проєктів. Для можливості більш повного розкриття економічної суті венчурного капіталу розглянемо його основні особливості.

Проведене дослідження дозволило уточнити сутність категорії «венчурний капітал» наступним чином: венчурний капітал – це акціонерний капітал, що представляє собою комбінацію фінансових, людських та інтелектуальних ресурсів, орієнтований на отримання надприбутків в результаті швидкого зростання інвестованої (інноваційної) компанії, що характеризується високим ступенем ризику.

Традиційно венчурне фінансування проводиться в два етапи. Спочатку накопичують активи з різноманітних джерел підприємств, страхових компаній, пенсійних фондів, приватних інвесторів, комерційних банків та венчурних фондів. Потім – акумульовані кошти розподіляють між проєктами, які обирають за результатами експертизи [7].

Серед основних умов венчурного фінансування слід зазначити те, що кошти у венчурний фонд не можуть вкладати командитні, приватні, кооперативні чи державні товариства, а зростання капіталу має бути на рівні 30-50 % на рік. Такими, що мають право вкладати кошти в венчурні фонди є лише акціонерні товариства у яких чітко визначений механізм продажу акцій.

Венчурний капітал надається інвесторами на умовах строковості, тобто на певний термін; при продажі акцій підприємства-реципієнта інвестор отримує частину венчурної суми; на відбір проєктів з підвищеним ризиком венчурний капіталіст може витратити тільки частину від загального розміру фонду [10].

Серед переваг використання венчурного фінансування слід зазначити те, що невеликі фірми отримують доступ до додаткових фінансових ресурсів, можливість отримати консультації з виробничих, фінансових чи інших питань які забезпечують гнучкість в управлінні та швидкість прийняття рішень.

Традиційно венчурний капітал орієнтовано на малі та середні фірми, але переваги надаються приватним і спільним товариствам. В пріоритеті є галузі із розвинутим внутрішнім ринком збуту і не залежні від імпорту.

Венчурне фінансування інноваційної діяльності малого підприємництва є порівняно новим напрямом для української економічної практики, хоча механізми венчурного інвестування розглядалися українськими вченими ще у 80-х роках минулого століття. За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, станом на початок 2021 року в Україні функціонує 303 венчурних фондів. Аналіз даних про структуру активів свідчить про те, що за час кризи українські венчурні фонди найактивніше використовувалися як казначейські центри великих корпорацій, а також стали невід'ємним елементом податкового планування великого бізнесу.

В останні роки на вітчизняному венчурному ринку відбуваються значні позитивні зрушення: успішно розвивається Western NIS Enterprise Fund (WNISEF) з 150 млн доларів США, який був заснований за підтримкою уряду США через агентство USAID. Його основним напрямом є орієнтація на довгостроковий приріст акціонерного капіталу і високу якість продукції [7]. Наразі фонд займає

лідуючу позицію в Україні та активно розробляє навіть грантові програми на кредитування під низькі проценти для підприємств. Однією з найяскравіших ініціатив був проєкт щодо підтримки соціальних підприємств зі Сходу країни у партнерстві з державним банком Ощадбанк. Окрім нього, інноваційним провідним венчурним фондом у сфері IT є Genesis Investments, що був заснований тільки в кінці 2018 року та вже був визнаним найактивнішим українським фондом, що за цей час зробив 8 інвестицій [27]. Незважаючи на ризиковість венчурних інвестицій вони мають ряд переваг (рис. 1.3).

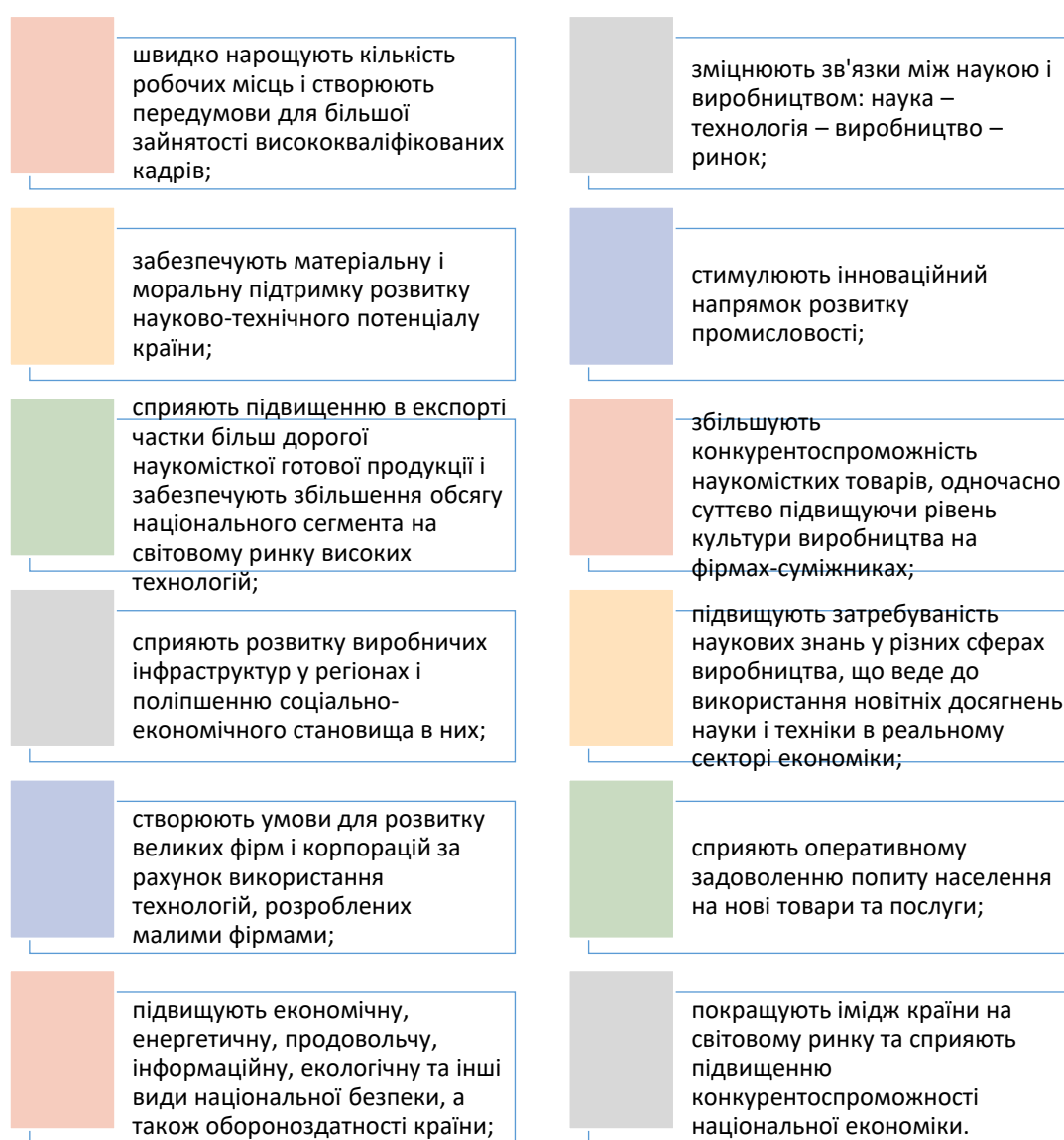


Рис. 1.3. Переваги використання венчурного інвестування [15].

Венчурне підприємництво в Україні перебуває на стадії становлення. Його розвитку сприятимуть наявні наукові установи з висококваліфікованими кадрами і досвідом розробки найбільш розвинених та інтегрованих технологічних рішень у найрізноманітніших галузях науки і техніки, поява нового покоління менеджерів, що є позитивним чинником залучення іноземних інвесторів. Адже, найчастіше, при обранні компанії для інвестицій, венчурні фонди звертають особливу увагу на такі три фактори як: кваліфікація команди, якість продукту та розмір ринку.

Венчурне інвестування могло б стати каталізатором зростання подальшої інноваційної активності малого підприємництва в Україні, тому необхідно постійно поліпшувати умови для подальшого розвитку й переорієнтації його з традиційних видів економічної діяльності із середнім ступенем ризику і коротким строком окупності в інноваційні галузі економіки.

Венчурний бізнес - це окрема сфера підприємницької діяльності, яка пов'язана з реалізацією проєктів високого ризику, головним чином у галузі науково-технічних інновацій. Фінансування забезпечується інвестиційними фірмами, комерційними банками, спеціалізованими фірмами венчурного капіталу або юридично-незалежними організаціями, переважно у формі компаній з обмеженою відповідальністю. Цей вид бізнесу пов'язаний з великим ризиком, тому його часто називають ризиковим і не має галузевої належності [15].

Венчурне підприємництво – це невелика незалежна компанія, що спеціалізується на дослідженнях, розробці та впровадженні інноваційних продуктів. Цей бізнес широко поширений у США, Західній Європі, Японії.

Для створення фірми венчурного капіталу необхідні наступні умови:

- ідея інновації - вимагає інноваційного підходу;
- необхідність реалізації цієї ідеї для суспільства, тобто потреба в ній;
- підприємець, здатний організувати новий бізнес на основі цієї ідеї;
- наявність ризикового капіталу для фінансування цієї компанії.

На відміну від інших видів інвестицій, діяльність венчурного капіталу відрізняється:

- кошти інвестуються у компанії венчурного капіталу без матеріальної підтримки та гарантій;
- обов'язкова участь інвестора в акціонерному капіталі компанії, тобто ризиковий капітал виступає як пайовий вклад;
- кошти мають бути довгостроковими та не підлягають поверненню.

Венчурні фонди виділяють такі напрями для інвестування капіталу:

- вкладення коштів у створення технологічних інновацій у межах інвестиційних проєктів, які здійснюються різними підприємствами;
- фінансування венчурних фірм;
- інвестування коштів у малі підприємства, які знаходяться на стадії “start-up”, і мають перспективу значного розвитку завдяки функціонування в перспективних і швидко прогресуючих галузях економіки [12].

Сутність венчурного капіталу максимально розкривається в його функціях. Вони дозволяють максимально реалізувати його роль:

- створення можливостей для виникнення, розвитку й втілення інноваційної ідеї;
- залучення фінансових ресурсів, які ефективно працюють і створюють можливість для поточного інвестування інноваційного процесу, нагромадження і збільшення капіталу;
- підготовка технологічного прориву в економіці, формуванні інноваційної складової технологічного укладу.

Таким чином, можна виділити особливості фінансування венчурного капіталу:

- кошти інвестуються у венчурний капітал без гарантій ризикового капіталу;
- кошти вкладаються на безповоротній (безвідсотковій) основі, тобто венчурний капітал розміщується не у формі позики, а у формі частки в статутному капіталі компанії;

- інвестори капіталу повинні чекати в середньому 3-5 років, щоб переконатися, що інвестиція є перспективною, і 5-10 років, щоб отримати рентабельність вкладеного капіталу;
- повернення коштів, вкладених інвестором венчурного капіталу, здійснюється під час випуску цінних паперів компанії на вільний ринок та залежно від частки у наданні коштів;
- фінансова організація стає співвласником ризикованої компанії, а надані кошти – внеском до статутного фонду компанії, часткою власних коштів останньої;
- венчурні фінансисти можуть надавати різні управлінські поради та інші послуги новому бізнесу, але не втручатися в оперативне управління його діяльністю [10, с. 17].

Таким чином, виникнення та розвиток венчурного інвестування не є випадковістю. Головною причиною його появи стала взаємна зацікавленість інвесторів та організаторів нового венчурного бізнесу. Згідно з виконуваними функціями, венчурний капітал відіграє значну роль у мікро- та мікроекономіці. Зростання питомої ваги венчурного капіталу у загальній сумі інвестицій свідчить про поступове покращення інноваційно-інвестиційної політики в Україні.

1.2. Фінансова діяльність венчурних підприємств та методи оцінки венчурних проєктів

Питанням діяльності венчурних підприємств та методів оцінки ефективності венчурних інвестицій присвячено чимало праць зарубіжних та вітчизняних вчених. Так, науковці з США П. Суба Нарасимха, Р. Сигель та І. Максиміліан [14], досліджували критерії відбору венчурних проєктів з точки зору трьох груп венчурних капіталістів відповідно до їх ставлення до процесу інвестування: ретельно оцінюють конкурентоспроможність проєкту та можливість реалізації ризиків; шукають швидкий шлях отримання прибутку; диверсифікують вкладення шляхом залучення значної кількості інвестиційних

проектів. Зважаючи на те, що низка праць опублікованих цими фахівцями, були опубліковані у 80-х роках минулого століття, вони пройшли апробацію часом та довели обґрунтованість висновків. Показовими є результати факторного аналізу, що дозволили згрупувати ризики венчурних інвестицій у шість груп: втратити всі інвестиції; низької ліквідності інвестицій; невиконання підприємством умов інвестиційного договору (бізнес-плану); недоліків у системі управління; відмови керівництва від реалізації бізнес-плану; конкурентний ризик.

Оскільки існують статистичні обмеження при дослідженні фінансових показників, тайванські дослідники запропонували визначати оптимальне рішення щодо інвестування на основі багатокритеріальних алгоритмів – MCDM (Multiple Criteria Decision-Making), зокрема на основі методу GRA (Grey Relational Analysis) – теорії «сірого аналізу», що дозволило класифікувати елементи фінансових показників, які впливають на діяльність венчурних підприємств у Тайвані, а отже, регламентувати процес їх відбору з метою інвестування [13].

Німецькі вчені Д. Енгель та М. Кельбах зосередили свою увагу якраз на тенденції венчурного фінансування на етапі комерціалізації інновацій, що дозволяє мінімізувати ризики, які наявні на ранніх етапах та максимізувати норму прибутку [14].

Варто згадати і дослідників із країн СНД, які зробили чималий внесок у методику обґрунтування доцільності та ефективності венчурних інвестицій з урахуванням національної економічної складової: В. І. Титова [15], О. О. Баранова, О. І. Музико [20] та інших. Водночас неповною мірою сформульовано методичні підходи до оцінки бізнесу з точки зору венчурного капіталіста в умовах недостатності перспективних проєктів та, на цьому тлі, надлишку інвестиційного капіталу, що прямує в інші сегменти ринку капіталів.

Для розгляду питання щодо учасників венчурного підприємництва та організації взаємин між ними необхідно передусім зупинитися на визначенні понять «венчурне підприємництво (бізнес)» та «венчурне підприємство (фірма)».

Рузавіна Є. і Шеховцова Н. розглядають венчурне підприємництво як «...засіб оволодіння сучасним науково-технічним процесом...» [17, с. 100].

Поручник А. М. і Антонюк Л. Л. стверджують, що венчурне підприємництво виконує «функцію локомотиву, здатного рухати вперед економіку країни і забезпечити її конкурентоспроможність у ряді головних галузей економіки» [15, с.11].

На основі теоретичних досліджень можна сказати, що основними організаційними структурами ризикового підприємництва є: внутрішні компанії, створені та діючі в компанії, великі інноваційні компанії (компанії, корпорації, участі, компанії, консорціуми, ФПГ тощо) та малі інноваційні компанії, що використовують капітал інвестиційного фонду.

Багато документальних джерел визначають поняття "ризиковане підприємство", але ми вважаємо, що наведено найбільш повне визначення [15, с. 11], де сказано, що "ризиковані підприємства" - це малі підприємства в технологічно розвинених галузях економіки, які спеціалізуються на дослідженнях, розробках, інноваціях та інноваціях. райони дислокації, де організація зазнає підвищеного ризику".

Малий бізнес розподіляється за різними класифікаційними критеріями. Поручник А. М. та Антонюк Л. Л. [25] класифікують малий бізнес:

1. Вид спеціалізації:

- товарна (основний фактор, який обумовлює профіль діяльності венчурного підприємства, є продукт);
- ресурсна;
- технологічна.

2. Вид науково-технічної продукції

3. Ступінь охоплення стадій циклу «дослідження – впровадження».

Плоткін Я. Д. і Дубоделова А. В. [23] виділяють такі типи венчурних підприємств у сфері НТП:

- впровадження - спеціалізуються на практичному розвитку науково-практичного розробок;
- дослідження: їх діяльність поширюється на фазу досліджень та розробок;
- обслуговування: підтримка технічного обслуговування інновацій;

- експерт: аудиторська робота, консалтинг.

Залежно від інвестиційних перспектив науковці [15, с. 11] виділяють три типи венчурних підприємств: низькопотенційні, венчури середнього ринку, високопотенційні підприємства.

Всі описані вище класифікації венчурних підприємств не є повністю вичерпними, однак забезпечують більш повне осмислення цього явища.

Основними принципами оцінки ефективності інвестицій при венчурному інвестуванні є такі: урахування специфіки сфери інвестування з метою розрахунку періоду окупності інвестицій та рівня їх рентабельності, що максимально наближені до реальних; при наявності бази порівняння застосування бенчмаркінгу; оптимізація витрат на управління фондом; урахування всіх фінансових потоків проєкту; зіставлення вартості позикового капіталу та рентабельності інвестицій; обґрунтований розподіл фінансових ресурсів між венчурними проєктами з огляду на критерій їх ефективності тощо.

Оскільки відбувається перетікання венчурного капіталу у проєкти, які перебувають на розвинених стадіях життєвого циклу, то оцінка ефективності інвестицій має відбуватися у такому аспекті (рис. 1.4):

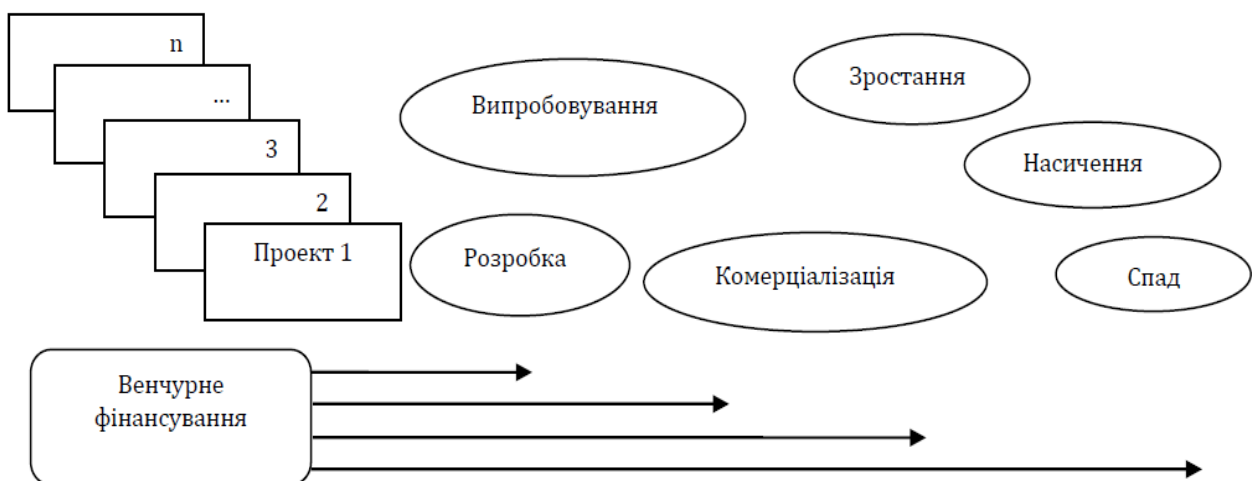


Рис. 1.4. Розподіл венчурного капіталу між інвестиційними проєктами протягом життєвого циклу [35]

При цьому обсяг фінансування всіх проєктів на відповідних стадіях життєвого циклу не повинен перевищувати розміру венчурного фонду з урахуванням витрат на його управління, а саме::

$$\sum_{i=1}^i x_i \leq F - t \times M \quad (1.1),$$

де x_i – планові потреби для фінансування i -го проєкту;

F – обсяг фінансових ресурсів венчурного фонду;

t – термін фінансування проєктів;

M – щорічна плата за управління активами фонду.

При розподілі інвестиційного капіталу до уваги беруться такі умови [35, с. 292]: наявність альтернативних варіантів довгострокових інвестицій; вибір пріоритетних цілей, на досягнення яких спрямоване здійснення відповідних капіталовкладень; неможливість здійснення фінансування кожного з запропонованих до розгляду проєктів; присутність різного роду обмежень, пов'язаних із внутрішніми та зовнішніми чинниками.

Критерієм відбору проєкту з метою інвестування можуть слугувати показники періоду окупності інвестицій, середньої ставки доходу, чистої теперішньої вартості, індексу рентабельності (прибутковості), внутрішньої ставки доходу, тощо. Проте при використанні показника періоду окупності інвестицій ігноруються вартість у часі вкладених коштів та планового обсягу доходів. Середня ставка доходу не відображає циклічність реалізації проєкту, який пов'язаний з різноманітністю ризиків та рівнем їх оцінки на кожній стадії реалізації проєкту: достартовій (seed investments), стартовій (startup), початкового розширення (early development), швидкого розширення (profitable but cash poor), підготовчій (bridge investments), виходу (exit) .

Поширеним методом аналізу інвестицій є розрахунок внутрішньої норми доходності (Internal rate of return – IRR). Перевага його полягає в тому, що значення внутрішньої норми останньої відображає [16, с. 34-38]:

– економічну нерівноцінність різнотермінових витрат, результатів та ефектів – вигідність більш пізнього здійснення витрат та більш раннього отримання результатів;

– мінімально припустиму віддачу на вкладений капітал, при котрій інвестор надає перевагу вкладенню коштів певної компанії перед іншою за умови припустимого рівня ризику;

– кон'юнктуру фінансового ринку, наявність альтернативних та доступних інвестиційних можливостей;

– невизначеність умов здійснення проєкту, та, зокрема, рівень ризику, пов'язаного з участю в його реалізації.

В основу розрахунку IRR покладено такі складові: обсяг та термін інвестування; обсяг та термін інвестиційних витрат (відтоків капіталу); ставку дисконтування. Значення показника виводиться з формули:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (1.2),$$

де NPV(IRR) – чиста поточна вартість, розрахована за ставкою IRR;

CF_t – надходження грошових коштів у період t;

IRR – внутрішня норма доходності;

I_t – сума інвестицій (витрат) у t-му періоді;

t- часовий проміжок;

n – сумарне число періодів (інтервалів) t = 0, 1, 2, ..., n.

Водночас цей метод розрахунку має низку недоліків:

– передбачається, що вхідні фінансові потоки реінвестуються за ставкою, що дорівнює внутрішній нормі доходності. При цьому не враховується обсяг розподіленого капіталу, а отже, і розмір дивідендів. Відбувається переоцінка показника внутрішньої доходності;

– неможливо визначити дохід від інвестування в абсолютному вираженні;

– в окремих ситуаціях критерії IRR та NPV дають протилежні результати для вибору ефективного проєкту.

Е. Ф. Брігхемом було здійснено порівняльний аналіз методів IRR та NPV [7, с. 401-411] на основі введення поняття контуру чистої поточної вартості, що показує зв'язок між NPV та вартістю капіталу компанії. При цьому науковець

зазначав, що конфлікт між критеріями NPV та IRR виникає тільки у випадку порівняння проєктів (варіантів), що є винятком один для одного. У випадку, якщо два проєкти є незалежними, критерії NPV та IRR приводять до однакових рішень [27, с. 404].

В. В. Ковальов розкриває сутність коефіцієнта IRR через максимально припустимий рівень витрат, котрі наявні в межах конкретного проєкту. Якщо проєкт повністю фінансується за рахунок позики комерційного банку, то значення IRR показує верхню межу припустимого рівня банківської відсоткової ставки, збільшення якої призводить до збитковості проєкту [28, с. 202].

В. Галасюк у своєму дослідженні критеріїв NPV та IRR приходить до висновку, що суб'єкт економічних відносин, прагнучи до максимізації різниці між додатними та від'ємними умовними грошовими потоками обирає насамперед варіанти з найбільшим значенням NPV, котра залежить у тому числі від конкретної ставки реінвестування. Значення цієї ставки обмежені значенням IRR [29].

З точки зору інвестора венчурного фонду, NPV матиме такий вигляд [30, с. 65]:

$$NPV = \sum_{t=0}^T \frac{DIV_t + PER_t + LR_t - I_t - L_t}{(1+r)^t} + \frac{TER(T)}{(1+r)^T} \quad (1.3),$$

де $DIV_t = NPAT_{t-1} \cdot div_t$ SHK – дивіденди, що виплачуються компанією–реципієнтом венчурному фонду у періоді t ;

SHK – частка венчурного фонду у статутному капіталі компанії–реципієнта;

div_t – частка чистого прибутку компанії–реципієнта за попередній період $t - 1$, спрямована у періоді t на виплату дивідендів;

PER_t – відсотки, які виплачує венчурному фонду компанія–реципієнт у періоді t по наданому ним кредиту;

LR_t – повернення кредиту, наданого венчурним фондом компанії–реципієнту у періоді t ;

L_t – надання кредиту венчурним фондом компанії–реципієнту у періоді t ;

I_t – прямі інвестиції, надані венчурним фондом компанії–реципієнту у періоді t ;

$TER(T)$ – ліквідаційна вартість, що визначається як дохід, котрий венчурний фонд отримає в останній рік свого перебування у бізнесі компанії–реципієнта від продажу належних йому акцій;

r – прийнятна для фонду ставка дисконтування.

$$TER(T) = NPAT_{t-1} * SHK * P/E \quad (1.4), \text{ де}$$

$NPAT_{t-1}$ – чистий прибуток компанії–реципієнта у періоді, що передуює виходу венчурного фонду з бізнесу;

P/E – очікувана величина відношення ціни акції до отриманого по ній доходу.

Розглянутий методичний підхід до розрахунку чистої поточної вартості компанії–реципієнта дозволяє врахувати специфіку інвестиційних потоків при венчурному фінансуванні, а отже, опосередковано оцінити якість менеджменту. Водночас величину NPV венчурного фонду необхідно коригувати на величину потенційних ризиків.

Нобелівський лауреат Дж. Тобін доводив, що оптимальним для ризикового інвестора портфелем буде максимально диверсифікований, у котрому залишається тільки систематичний ризик, який неможливо усунути на основі диверсифікації [31]. Ця думка не втратила своєї актуальності і сьогодні. Тому інвестиційна стратегія венчурного капіталіста максимально диверсифікована. Крім того, його оцінка інвестиційних ризиків базується на результатах інвестування «бізнес–ангелами».

Оцінка збитків інвестиційного процесу відштовхується від початкових інвестицій, що максимально наближені до вартості бізнесу. У практиці венчурного фінансування часто ціна компанії (венчурного проєкту) безпосередньо формується у ході переговорного процесу між керівництвом компанії та потенційним інвестором. Кінцева ціна визначається через середнє значення між ціною, запропонованою керівництвом, та ціною, рекомендованою інвестором [32].

Основними методами оцінки компаній у венчурному інвестуванні є наступні (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Методи оцінки вартості бізнесу при венчурному фінансуванні [32]

Початкова вартість	Інвестиційна вартість
Метод зіставлених оцінок – вартість підприємства визначається на основі аналогії з підприємствами галузі з урахуванням рівня розміру підприємства, сукупності ризиків, спеціалізації тощо	Поточна ринкова вартість акцій – це сума дивідендів за окремі періоди, зведена до теперішньої вартості за дисконтною ставкою
Метод, що спирається на оцінку вартості активів – вартість бізнесу визначається сумою витрат на його відтворення або заміщення з урахуванням фізичного й морального зношування	Довгострокові боргові зобов'язання. Зобов'язаннями виступає заборгованість підприємства, яка виникає у зв'язку з придбанням товарів та послуг у кредит, або кредити, які підприємство отримує для свого фінансування.
Метод, що базується на розрахунку річного обсягу продажів та використовує експертне прогнозування, екстраполяцію, визначення частки на ринку, опитування потенційних споживачів тощо	Метод додаткових доходів поєднує оцінку вартості майна компанії та її майбутній потенціал

Методика оцінки бізнесу залежить від етапу розвитку компанії. Вартість компаній, що знаходяться на ранній стадії розвитку, визначається на основі методу венчурного капіталу. На стадії швидкого розширення застосовується метод ринкової вартості акцій та довгострокових боргових зобов'язань. Грошові мультиплікатори застосовуються для визначення венчурної доходності, що формується за рахунок купівлі акцій та їх подальшого продажу з метою отримання прибутку. Таким чином грошовий мультиплікатор становить відношення між цими двома величинами. На рівні компанії грошовий мультиплікатор є співвідношенням між сумою всіх інвестицій у компанію та загальною сумою, отриманою при продажу участі незалежно від кількості окремих грошових потоків. Попри простоту використання цей метод дає можливість оцінити обґрунтованість ціни продажу бізнесу (або участі у бізнесі), враховуючи вкладені інвестиції та виручену ціну.

Розрізняють поняття доінвестиційної вартості (premoney), що відображає вартість підприємства до вкладення інвестицій, та післяінвестиційної вартості

(postmoney), що складає доінвестиційну вартість, збільшену на вартість інвестицій. Варіанти розрахунків цих параметрів наведено у табл. 1.2.

При розрахунку ціни акції оперують таким поняттям, як переоцінені акції (wateredstocks). У науковій літературі можна зустріти дослівний переклад цього поняття як «розводнені акції», що не відображає їх сутності з точки зору чинного вітчизняного законодавства та практики обігу цінних паперів. Водночас у зарубіжному досвіді здійснення венчурного фінансування зустрічається альтернативне трактування: «overcapitalisation», «diluted share», що відповідає поняттю надмірної капіталізації, переоцінених акцій. Така ситуація виникає внаслідок виникнення збитків або сплати необґрунтовано високих дивідендів. Для венчурного інвестора переоцінені акції продукують ризик ліквідності, що реалізується у потенційній можливості втрати інвестованого капіталу через їх низьку ринкову (ліквідаційну) вартість. Ціна акції, визначена через кількість переоцінених акцій (у т. ч. кількість опціонів та варіантів), дає можливість її коригувати, мінімізуючи суб'єктивні фактори, що вплинули на її рівень.

Таблиця 1.2

Оцінка вартості венчурного підприємства [12]

Показник	Розрахунок	Примітка
Доінвестиційна вартість ДВ	$КАс \times ЦАн$ $ПВ - I$	ПВ – післяінвестиційна вартість ЦАн- ціна акції нової емісії (н) I- обсяг інвестиції
Після інвестиційна вартість ПВ	$ДВ + I$ $I / Ч$ $(КАс+КАн) \times$ ЦА	ДВ – доінвестиційна вартість Ч – отримана частка у капіталі КА – кількість акцій попередньої емісії (с), нової емісії (н)
Ціна акції ЦА	$I / КАн$ $ДВ / КАп$	I- обсяг інвестиції КАн – кількість акцій нової емісії ДВ – доінвестиційна вартість КАп – кількість переоцінених акцій
Приріст ціни акції ПЦА	$ЦАнр/ЦАср$ $ДВнр / ПВпр$	ЦАнр, ЦАср – ціна акцій нового (н), попереднього (с) раунду ДВнр – доінвестиційна вартість нового раунду ПВпр – післяінвестиційна вартість попереднього раунду

У венчурному фінансуванні застосовуються три основних моделі формування структури капіталу та створення різних класів цінних паперів [12, с. 81]:

- винятково прості акції для всіх категорій інвесторів;
- привілейовані конвертовані акції для інституційних та венчурних інвесторів, а для засновників компанії та до венчурних інвесторів («бізнес-ангелів») застосовуються звичайні акції;
- поєднання звичайних та привілейованих акцій.

У методах оцінки вартості компаній у Європі та США спостерігаються значні відмінності. Так у Великобританії при інвестуванні у приватні компанії члени Британської асоціації прямого інвестування та венчурного капіталу (BVCA) керуються рекомендаціями з оцінки вартості. Аналогічні рекомендації були прийняті європейською асоціацією прямого інвестування та венчурного капіталу (EVCA).

Початкові рекомендації обмежували можливість керуючих компаній коригувати вартість інвестицій у бік зростання, але передбачали умови, при яких можливо було списати вартість на 25% при умові невиконання фондом показників річного бюджету або невідповідності іншим поставленим цілям.

Наразі фігурує поняття справедливої вартості (fair value). Згідно з міжнародними директивами з оцінки прямих та венчурних інвестицій справедлива або обґрунтована вартість є тією ціною, за котрою може відбутися організована угода між учасниками ринку на звітну дату. При цьому для зареєстрованих цінних паперів ринкові ціни є основою для визначення обґрунтованої вартості. Для незареєстрованих цінних паперів необхідна професійна оцінка незалежного фахівця. При цьому алгоритм визначення обґрунтованої вартості набуває наступного вигляду:

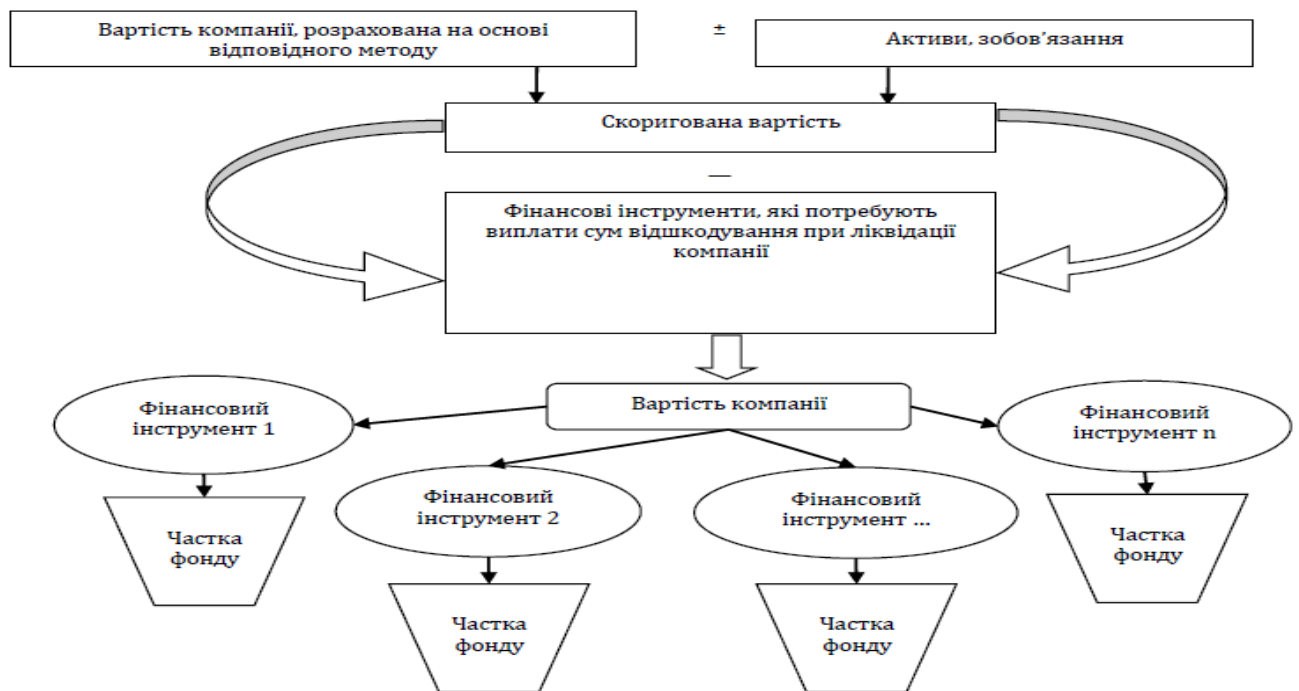


Рис. 1.5 Алгоритм визначення обґрунтованої вартості компанії [12]

Таким чином, згідно з Міжнародними директивами з оцінки прямих та венчурних інвестицій, обґрунтована вартість компанії для венчурного фонду складає суму часток його внеску у фінансові інструменти, які становлять вартість компанії, що була розрахована шляхом коригування оціночних величин на вартості активів, зобов'язань та фінансових інструментів, що впливають на ліквідаційну вартість.

У США також є розроблені рекомендації щодо оцінки бізнесу. Проте вони мають суто консультативний характер. Водночас згідно з цими рекомендаціями керуючий може підвищувати вартість інвестицій між раундами фінансування, базуючись на очікуванні того, що новий раунд проходитиме з огляду на нову оцінку компанії.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВЕНЧУРНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА В ЄВРОПІ ТА УКРАЇНІ

2.1 Етапи встановлення венчурної індустрії в світі

Від того, наскільки країна готова сприйняти сучасний виклик часу, залежить її інноваційний розвиток та успішність у світовій економіці. Відповідно до проведених досліджень, перші ознаки венчурного бізнесу спостерігалися після Другої світової війни. Подібним до венчурних фірм було фінансове партнерство у Силіконовій долині «Дж. Х. Уітні енд Компані», де Артур Рок у 1957 р. знайшов альтернативне джерело фінансування виробництва розробленого нового кремнієвого транзистора. Ним вперше було вжито поняття «венчурний капітал». Таким чином була заснована перша компанія з виробництва напівпровідників «Fairchild Semiconductors» [23]. Венчурний капітал з'явився наприкінці 70-х років XX століття.

На сьогодні венчурний бізнес є не найбільшою частиною галузі прямих інвестицій в акціонерний капітал, та для підтримки малих підприємств, що займаються інноваціями, на ранніх стадіях розвитку він є практично єдиним джерелом фінансової підтримки. Саме тому в США дана галузь фінансування набула такого значного і потужного розвитку. На дану країну припадає близько половини від загального обсягу венчурних інвестицій у світі [33]. Венчурне фінансування є найважливішим джерелом матеріального забезпечення розвитку малого та середнього підприємництва в США. У відповідності з даними NVCA в 2012 році венчурними інвесторами в США було інвестовано 26 652,4 млн. доларів США в 3143 підприємства [32]. За даними аудиторської і консалтингової компанії Price Waterhouse Coopers, розмір венчурних інвестицій в 2014 році склав більше ніж в півтора рази вищу суму, а саме: 48,3 млрд. дол. США [31]. У 2013 році цей показник становив 30,1 млрд. дол. США, а в 2014 році венчурними інвесторами в США було інвестовано 29,9 млрд. доларів США. У 2016 році даний показник склав на ринку стартапів США було зафіксовано 422 угоди на загальну суму 5,5 млрд доларів [33].

Для становлення і розвитку ринку венчурного капіталу, особливо на початкових етапах, особливе значення має державна підтримка. Так, з початку 1980-х рр. державна політика США була спрямована на активне стимулювання венчурного підприємництва. Причиною цього послужила його роль як каталізатора інноваційних процесів і реіндустріалізації економіки. За допомогою системи заходів прямого і непрямого стимулювання в США держава стала активно розвивати інноваційний бізнес. У 1980 р був прийнятий закон Стівенсона - Вайдлера «Про технологічні нововведення», який передбачав ряд заходів щодо стимулювання промислових інновацій.

З 1981 р в США стала активно формуватися система податкових пільг на НДДКР. У 1982 р конгресом був прийнятий закон про нововведення і розробках в малому бізнесі. Для реалізації даного закону було розроблено програму по стимулюванню інновацій в сфері малого та середнього бізнесу (SBIR), координатором якої стала Адміністрація малого бізнесу (SBA). За даною програмою кожне федеральне установа, яка надає зовнішнім виконавцям замовлення на суму вище 100 млн дол., має 1,25% з них видавати у вигляді безповоротних субсидій на НДДКР в малому бізнесі.

Сприяти підйому бізнесу, надаючи конкретні засоби в обмін на його акції – це сутність венчурного фінансування. Венчурний бізнес являється посередником між бізнесом та інвесторами, тому не вносить власні фінансові засоби. В цьому полягає принципова особливість даного типу інвестування. Мета венчурного фінансування полягає в отриманні високого рівня доходу від вкладених інвестицій, не дивлячись при цьому на високий ступінь ризику.

За допомогою експертів венчурні інвестори (це можуть бути спеціалізовані інвестиційні фонди чи просто фізичні особи) детально аналізують діяльність підприємства-реципієнта (кредитну історію, фінансову стійкість та платоспроможність, майновий стан, специфіку інтелектуальної власності, якість менеджменту) та безпосередньо інвестиційний проєкт. Особливо досліджується інноваційність запропонованого проєкту, адже саме від нею залежить потенціал підвищення вартості підприємства-реципієнта [46].

Венчурний інвестор спочатку фінансує підприємство-реципієнта на стадії створення, потім підтримує його розвиток, на певному визначеному етапі сприяє випуску акцій для продажу на ринку цінних паперів з метою отримання прибутку. З метою забезпечення продажу малого високотехнологічного підприємства за високу ціну або необхідної ліквідності акцій воно повинно пройти наступні шість етапів життєвого циклу (рис. 2.1).



Рис. 2.1 Основні етапи життєвого циклу підприємства

У 1958 році був прийнятий у США Закон «Про інвестиції в малий бізнес», який став одним з перших кроків до професійно керованої венчурної індустрії. Даний закон дозволяв ліцензувати приватні компанії Агенції у справах малого бізнесу США, що інвестують в малий бізнес (КІМБ), з метою спрощення процесів фінансування та менеджменту малими підприємствами. У законі розглядалися

питання, підняті в доповіді Ради Федеральної Резервної Системи США до Конгресу. У ній підкреслювалося, що на ринку капіталів довгострокового фінансування малого бізнесу, спрямованого на розвиток, існувала велика прогалина. Основним завданням програми КІМБ було спрощення процесу залучення додаткового капіталу через економічну систему, з метою фінансування невеликих інноваційних компаній для того, щоб стимулювати розвиток економіки США. В цілому, венчурний капітал дуже тісно пов'язаний з інноваційними підприємствами у сфері технологій, переважно підприємствами Сполучених Штатів.

Більшість фондів венчурного капіталу спеціалізуються на інвестуванні саме на певному етапі розвитку підприємства. Зокрема, є фонди, які в основному здійснюють посівні та пускові інвестиції, фонди, які фінансують реципієнтів на етапі розвитку компанії або розширення [45].

Можна зустріти таку думку, що об'єктом інвестування венчурного капіталу можуть бути тільки «високі технології», які мають істотну ступінь новизни. Даний підхід є вододілом в трактуванні поняття венчурного капіталу американськими і європейськими фахівцями. У США вважається, що не можна вважати венчурним капітал, що інвестується не в «високі технології», інакше слід профанація ідеї венчурної діяльності. У Європі, навпаки, крім інвестицій в «високі технології», вважається за доцільне інвестування в об'єкти з невисоким ступенем новизни, але які мають великий потенціал комерційного успіху.

Одна з перших ідей, яка лягла в основу нового для 50-х рр. ХХ ст. виду діяльності, передбачала фінансування фірми, спеціально створеної під абсолютно новий теоретичний проєкт - виробництво кремнієвого транзистора. Автором ідеї став службовець нью-йоркської інвестиційної компанії Артур Рок. Незважаючи на привабливість пропозиції, ніхто з 35 корпоративних інвесторів, до яких звернувся А. Рок, не наважився взяти участі у фінансуванні пропонованої їм угоди. Випадковий рада звернутися за допомогою до Ш. Ферчайлд - винахіднику і засновнику нових технологічних компаній - увінчався успіхом, і на надані їм

кошти була заснована компанія Файрчїлд Семїкондукторс, що стала прабатьком всїх напівпровідникових компанїй Силїконової долини.

У 1961 р А. Рок сформував перший в свїті венчурний фонд з капїталом в 5 млн дол., з яких 3 млн дол. Було вкладено в технологїчні проєкти. В результатї протягом нетривалого часу вїн повернув їнвесторам майже 90 млн дол. Безсумнівний успїх дїяльностї, пов'язаний з їнвестуванням венчурного капїталу, привїв до динамїчного розвитку венчурних операцїй в США в 60-ї рр. До 1984 р їм'я А. Рока стало синонїмом успїху. Власне кажучи, саме вїн, схоже, був першим, хто взагалї вжив термїн «венчурний капїтал».

Найуспїшнїшим проєктом за всю їсторїю венчурного їнвестування є компанїя Cisco Systems, один зї свїтових лїдерїв виробництва мережевих маршрутизаторїв ї телекомунїкацїйного устаткування. У 1987 р Дон Валентин придбав за 2,5 млн дол. Пакет акцїй Cisco. Через рїк вартїсть його пакета склала 3 млрд дол. Крім цього, такї компанїї Microsoft, Intel, Apple Computers, Sun Microsystems на етапї їх виникнення були профїнансованї саме венчурними фондами.

Генезис системи взаємодїї елементїв венчурної їнвестицїйної дїяльностї (вїд простого взаємодїї венчурних їнвесторїв ї реципїєнтїв до складної структури їх взаємодїї за участю венчурних фондїв ї венчурних компанїй, що управляють), представлений на рис. 2.2.

На етапї виникнення венчурної дїяльностї в якостї венчурних їнвесторїв виступали особи, якї вкладають власнї кошти у венчурнї пїдприємства ї проєкти. Пїзніше, з 60-х рр. XX ст., Венчурнї їнвестори стали виступати в особї венчурного фонду, який представляє їх колективнї їнтереси [41].

Остаточна схема взаємодїї елементїв венчурної їнвестицїйної дїяльностї склалася в результатї того, що високоорганїзована ринок венчурних їнвестицїй став характеризуватися асиметричнїстю їнформацїї. Недосконалїсть ринку зажадало появи професїоналїв, якї могли б усунути для венчурних їнвесторїв недостатнїсть їнформацїї щодо властивостей передбачуваної до випуску продукцїї, характеристик потенцїйного ринку продажїв, узгодженостї дїй

менеджменту венчурного підприємства і т. д. Зазначені чинники призвели до появи схеми взаємодії, коли функції з управління венчурними інвестиціями перейшли до професійних посередників - венчурним компаніям, що управляють. На сьогоднішній день венчурні компанії, що управляють грають ключову роль в реалізації цілей венчурної інвестиційної діяльності.

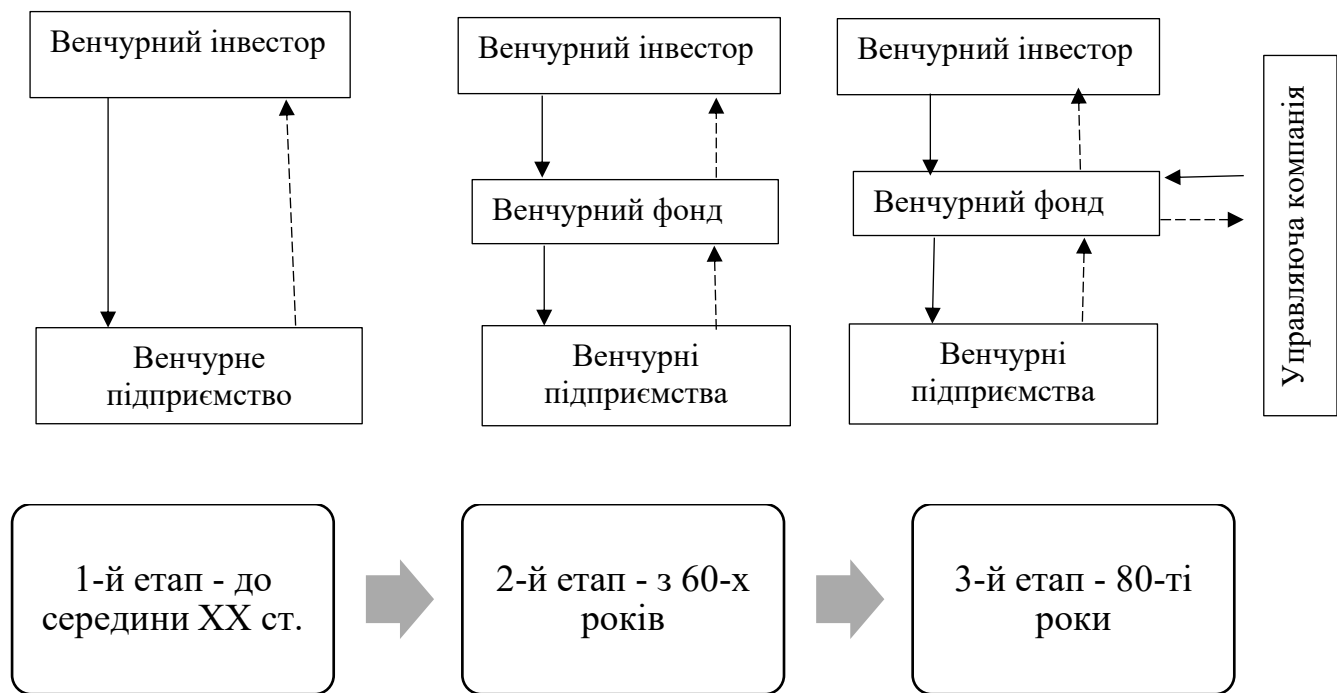


Рис. 2.2 Розвиток взаємодії елементів венчурної діяльності в історичному аспекті

Формальний сектор представлений інституційними інвесторами (фондами венчурного капіталу) [39]. Відповідні фонди працюють набагато ефективніше на пізніх стадіях, оскільки загальна тенденція фінансування обсягів у відповідних колах становить від декількох десятків до кількох сотень мільйонів доларів США. Отже, неінституційні інвестори не можуть конкурувати з формалізованими фондами венчурного капіталу, які позичили кошти або інвестували в одне підприємство, з іншими венчурними фондами, що дозволяє їм залучити кілька сотень мільйонів доларів в обмін на частку в статутному капіталі одержувача інвестиції.

Проектне фінансування на початкових стадіях їх розвитку здійснюється, як правило, приватними особами («бізнес-ангелами»), які вкладають «насінний капітал» («seed finance»). Сума інвестицій «бізнес-ангелів» коливається від 10 тис. До декількох мільйонів доларів і зазвичай становить 5-20% їх активів [32].

Бізнес-ангели - це професіонали середнього та старшого віку, які мають високу освіту, головним чином у галузі ділового адміністрування чи інженерних та природничих наук. Переважна більшість із них має досвід ведення бізнесу. Одні є успішними підприємцями, інші - високооплачуваними професіоналами у галузі бізнесу (бухгалтери, консультанти, юристи, тощо) або займають керівні посади у великих компаніях [36].

Організаційна структура типового інституту ризику в західних країнах виглядає як незалежна фінансова компанія або товариство з обмеженою відповідальністю. У деяких країнах "фонд" венчурної компанії означає асоціацію партнерів, а не компанію як таку. Директори та управлінський персонал можуть бути залучені самим фондом або окремою керуючою компанією, або менеджером, який надає свої послуги фонду. Традиційні джерела інвестиційних фондів у більшості країн - приватні інвестори, інвестиційні установи, пенсійні фонди, страхові компанії, різні державні установи та міжнародні організації [38]. Але, в Україні учасниками ризикових інвестиційних фондів не можуть бути пенсійні фонди, держава чи компанії, що мають частку держави у своєму капіталі, що позбавляє уряд можливості заохочувати розвиток ризикованих інвестиційних фондів безпосередньо шляхом залучення державних коштів для венчурного капіталу. інноваційні галузі.

Мережі бізнес-ангелів широко поширені в США і Великобританії; відомо, що вони існують також у Франції та Австралії. Вони діють, як правило, як нефінансові установи, що ставлять собі за мету організацію неформального ринку венчурного капіталу та формують свій дохід з внесків підключаються до мережі користувачів. У більшості випадків мережі бізнес-ангелів діють на основі Інтернет. Інвестиційні проекти поміщаються в мережу самими підприємцями або

організаціями, що спеціалізуються на інкубування малого бізнесу або на залученні фінансування (фандрейзингу).

Венчурний інвестиційний капітал опустився в минулому році з рекорду 2014 року за кількістю угод, але повернувся до нормальної активності в 2016 році в розмірах інвестованого капіталу, встановивши найбільший капітал період 2006-2016 років.

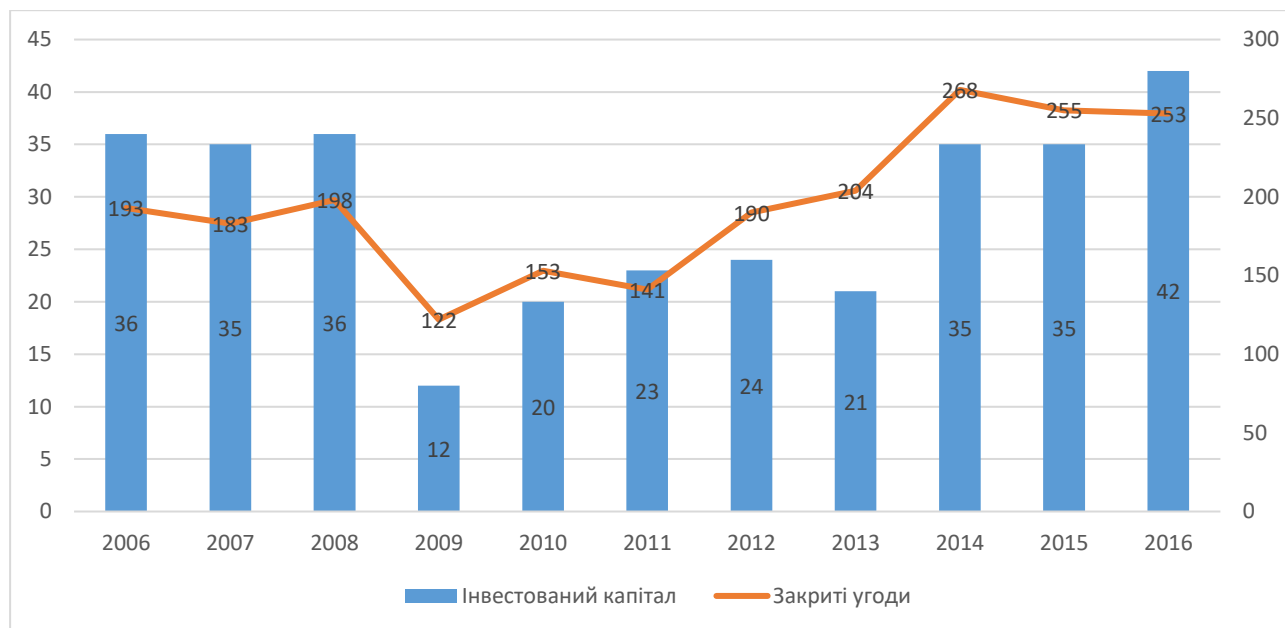


Рис. 2.3 Динаміка фондрейзингу у США за 2006-2016 роки, млрд. дол. США [45]

Більш ніж 8136 венчурних угод, які Pitchbook-NVCA оголосили завершеними в 2016 році, що на 22 відсотка менше ніж минулого року. Це «чітка вказівка на те, що венчурні інвестори значно критичніші щодо інвестиційних можливостей», - зазначено в доповіді.

Програмні компанії керували всіма галузями, на яких було залучено 33 мільярди доларів у фінансуванні венчурного капіталу, що становить 48 відсотків від загального обсягу вкладеного капіталу. Фармацевтична та біотехнологічна промисловості залучили 7,8 млрд. дол. США.

Фондрейзинг досяг найвищого рівня за останнє десятиліття, а в 2016 році - на 41,6 мільярда доларів.

Pitchbook та NVCA сьогодні випустили свій «Венчурний моніторинг» за 4 квартал 2016 року і оприлюднили 12,7 мільярдів доларів, які інвестовано до 1736 компаній за останній квартал (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Топ-10 штатів США для інвестування венчурного капіталу в 4 кварталі 2016 року, млн. дол. США [45]

Штат	Кількість угод	Кількість компаній	Вартість угод
Каліфорнія	587	583	6083,69
Нью Йорк	192	190	1632,38
Массачусетс	131	131	1288,37
Техас	106	106	385,29
Вашингтон	81	80	568,34
Колорадо	58	58	222,60
Іллінойс	47	46	209,58
Північна Кароліна	40	40	317,87
Флорида	40	40	233,49
Огайо	39	39	121,69

Каліфорнія призвела до того, що всі штати майже 6,1 мільярда доларів інвестували в 587 операцій, що становить майже половину венчурного капіталу, інвестованого протягом четвертого кварталу. Нью-Йорк зайняв друге місце з 1,6 мільярда доларів, інвестованих в 192 угоди, а потім Массачусетс з 1,2 мільярда доларів інвестував в 131 угоди.

Вашингтонський штат посів четверте місце з 568 мільйонами доларів, інвестованими в 81 угоду, тоді як Техас зайняв п'яте місце в доларах, інвестованих 385 мільйонів доларів. Це посідає четверте місце в угоді з 106.

Таким чином, венчурне фінансування, як окремих вид, вперше зародилось у США. Ця країна на сьогодні залишається лідером в усьому світі щодо кількості та вартості укладених угод з використанням венчурного капіталу.

2.2 Особливості венчурного інвестування в Європі

В Європі діяльність венчурного капіталу почала активно розвиватися на початку 1980-х. Важливою передумовою динамічного розвитку галузі ризиків у Європі є наявність двадцятирічного американського досвіду, який дозволяє уникнути багатьох помилок та адаптувати існуючі фінансові та управлінські технології.

Багато в чому етапи розвитку європейського підприємництва відображають американський досвід. У 1983 р. Європейська асоціація прямих інвестицій та венчурного капіталу (EVCA) була організована як спільне підприємство між галуззю ризиків та Європейською комісією [43]. Стратегічними цілями EVCA були:

- заохочення інституційних інвесторів до участі у венчурному капіталі;
- розробка доступних та ефективних стратегій та механізмів для венчурного капіталу;
- захист інтересів учасників сектору венчурного капіталу [44].

За участю EVCA була створена Європейська асоціація біржових дилерів (EASD) - асоціація венчурних капіталістів, біржових посередників та інших інвестиційних установ, інвестиційних банків, яка створила механізми підтримки економічного розвитку та інновацій у Європі. Однією з перших ініціатив EASD була організація Європейської фондової біржі для швидкозростаючих стартапів - системи автоматичного котирування Європейської асоціації біржових дилерів (EASDAQ). Його структура та основні принципи роботи запозичені у подібного американського NASDAQ. Акції деяких компаній, зареєстрованих на EASDAQ, також є і на NASDAQ.

Залучення європейських урядів до процесу фінансування венчурного капіталу відіграє ключову роль. Частка капіталу страхових компаній та пенсійних фондів у європейському венчурному капіталі всієї Європи сягає 35% інвестицій. Яскравим рикладом участі держави у фінансуванні венчурного капіталу можуть бути так звані фонди фондів, які організовані із значною (до 40%) участю держави.

Найвідоміші з них: Фонд високих технологій Великобританії (UK High Technology Fund, Великобританія), KFW (Німеччина) та інші.

Інвестиції європейських венчурних компаній складають щорічно 5-7 млрд і направляються на 5000-7000 індивідуальних інвестицій (100 - в тиждень), з яких дві третини - в компанії з менш 100 співробітниками і 90% - з менш ніж 500 співробітниками. Число інвестицій в start-up і особливо ранні стадії виникають компаній не перевищує 10-17% від загального числа інвестицій, однак це становить, як правило, дві інвестиції в стартують компанії щодня.

У 20 країнах Європи, куди венчурний капітал прийшов тільки в 80-і рр., діють 500 спеціалізованих фондів венчурного капіталу та більш 3000 професіоналів, зайнятих на повний час, створені 17 національних Асоціацій венчурного капіталу, а також EVCA - Європейська Асоціація венчурного капіталу.

За 10 років від моменту створення венчурних компаній в Європі загальний обсяг венчурного інвестування становив 46,5 млрд у 20 000 компаній, при чому 15% цих коштів було залучено за межами Європи. Компанії, підтримані венчурним капіталом, становлять третину від загального числа нових компаній, зареєстрованих на ринку цінних паперів Європи.

В цілому розвиток індустрії венчурного капіталу є циклічним процесом, пов'язаним із загальним станом інвестиційної активності в країні, зі станом фондового ринку. При його активності інвестори, які заробили прибутку на гарячому ринку IPO, отримують кошти для реінвестицій в нові фонди венчурного капіталу.

Для венчурного капіталу, на відміну від кредиту, гарантії компанії не важливі. Для нього важливіше привабливий і реалістичний бізнес-план, а також керівництво, яке може його реалізувати. Довгострокові інвестиції здійснюються не лише у формі грошей, але й за певної підтримки малих та середніх підприємств, що допомагає перетворити їх на великі підприємства.

Через підвищений ризик венчурний капітал випускається з вищою процентною ставкою, ніж позика, зазвичай під річну процентну ставку 25-35% (точна процентна ставка визначається деталями інвестиції)

Вкладення венчурного капіталу можна розділити на чотири групи: стартові, в період розвитку компанії, при реалізації певної операції, інші (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Основні характеристики видів вкладів венчурного капіталу [44]

Вид венчурного фінансування	Строк інвестування, роки	Обсяг інвестицій, млн. євро	Очікуваний дохід, % в рік	Частка компаній, які пропонують даний вид фінансування, %
Передстартове	7-12	0,2-4,0	до 100	1-2
Стартове	5-10	4-20 (але не більше 200)	35-50	5
Початкова стадія розвитку	4-7	10-40	30	10
Безпосередньо розвиток	2-5	20-80	25	50
Купівля бізнесу управлінським персоналом	2-4	200-1000 (але не більше 20000)	20-25	практично 100

Існують типи венчурного капіталу, які не підпадають під жодну з перерахованих вище груп. Сюди входять: рятувальне фінансування, яке забезпечує кошти для здійснення заходів з відновлення компанії - потенційного банкрутства; заміщаюче фінансування, яке прагне замінити частину зовнішніх ресурсів компанії власним капіталом та фінансові операції, пов'язані з виходом компанії на ринок цінних паперів.

Існує три основних ринки венчурного капіталу: США та Канада, Південно-Східна Азія та Європа. Європейський ринок зазвичай дивиться на західноєвропейський, але інвестори в країни ЦСЄ привертають все більше уваги інвесторів. Ринки Ізраїлю, Індії та Австралії також виглядають перспективними. Експерти розходяться щодо потенціалу Китаю, і його можливості є предметом

дискусій. Інші регіони (Близький Схід, Ізраїль, Південна Америка, Африка та ін.) Відносно нецікаві для венчурного капіталу.

З 2007 року європейські компанії стали залучати американських інвесторів. Свої кошти почали вкладати не тільки венчурні фонди, але також корпорації, хедж-фонди та інші структури. На ринок венчурних інвестицій впливає загальна економічна ситуація - вартість цінних паперів падає, інвестори стають більш розбірливими, угоди займають більше часу і приносять start-up менше коштів.

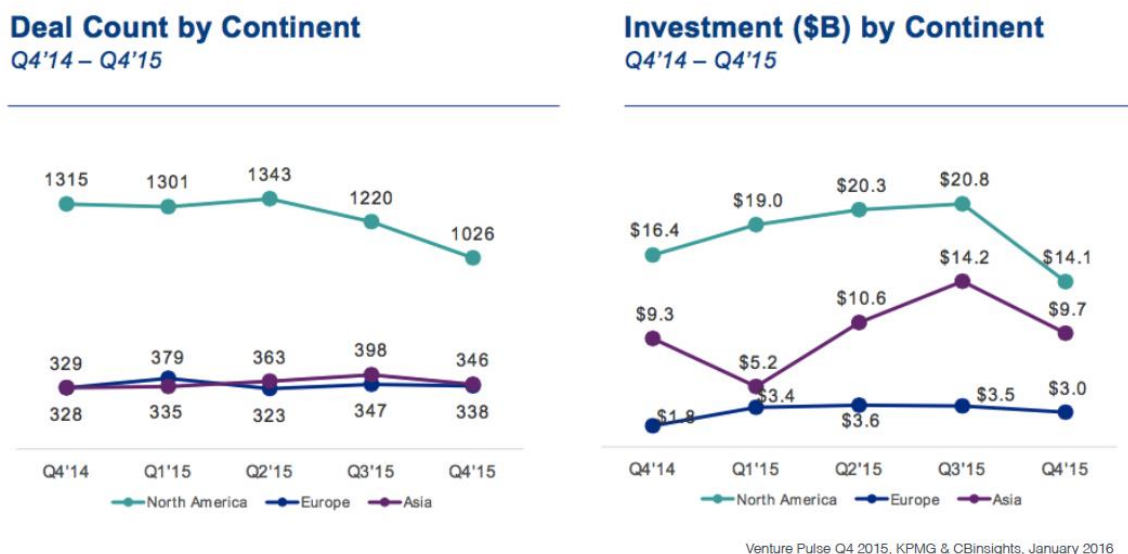


Рис. 2.4 Кількість проведених угод та їх вартість за 4 квартал 2014 - 4 квартал 2015 років [47]

Графіки відображають зміну числа угод на різних континентах з плином часу - в США цей показник падає, в Європі і Азії майже не змінюється. Сильно різняться обсяги фінансування в Північній Америці і Азії, в Європі цей показник коливався від \$ 1,8 млрд до \$ 3,6 млрд в квартал за останні півтора року.

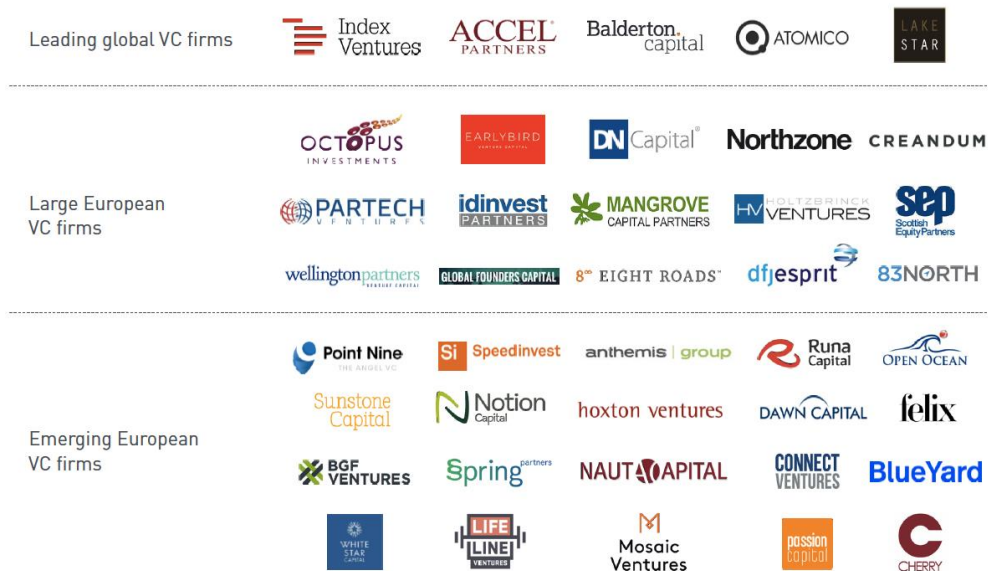


Рис. 2.5 Ведучі та ті, що розвиваються венчурні компанії [47]

Далі представлений слайд з фондами, запущеними за останні роки - від люксембурскої Lakestar (2013 рік, обсяг \$ 385 млн) до британського Hoxton Ventures (2013 рік, обсяг \$ 40 млн).

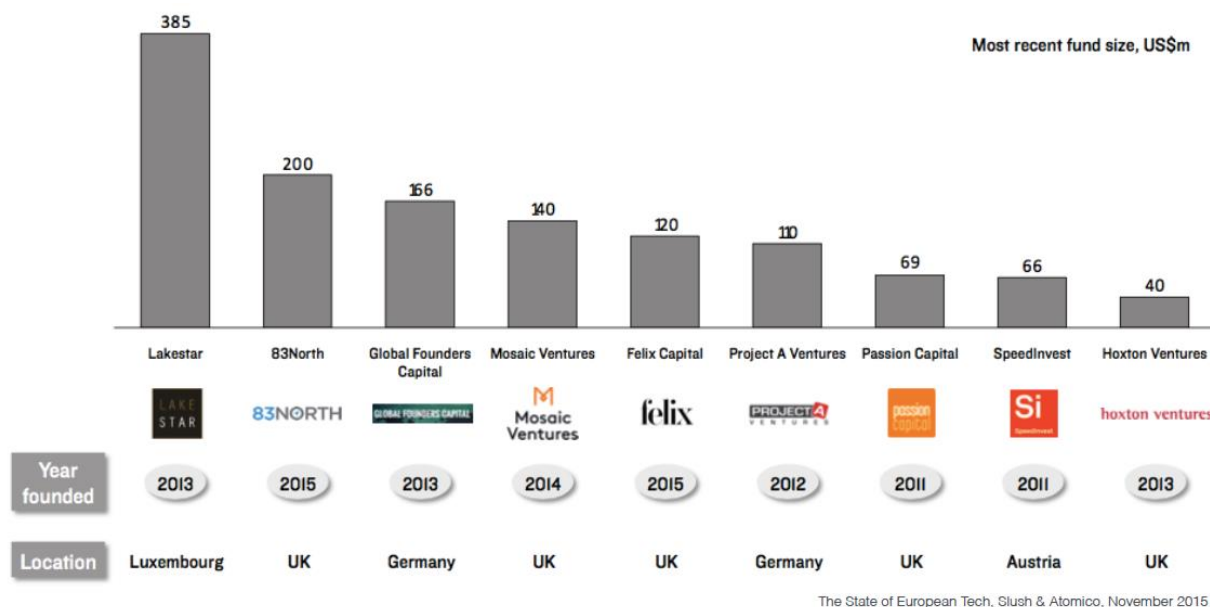


Рис. 2.6 Венчурні фонди запущені протягом 2013-2015 років [47]

Приклади угод європейських компаній з американськими фондами - серед них інвестиції в Skype, Skyscanner, Transferwise, Spotify, Soundcloud.

"Mafia"	Selected members	Selected associated companies
	Ahti Heinla, Asko Oja, Jaan Tallinn, James Bilefield, Janus Friis, Jonathan Christensen, Niklas Zennström, Taavet Hinrikus, Sten Tamkivi,	 ATOMICO  METAMED  WIRE  rdio  TransferWise  OpenX  STARSHIP  Fleep  teleport
	Daniel Ek, Jacob de Geer, Martin Lorentzon, Rene Rechtman	 Spotify  iZettle  3KRONOR  MAKER  goviral.
	Adam Valkin, Alex Chesterman, Mark Livingstone, Mike Blakemore, Saul Klein, Simon Calver	 Zoopla  KANO  graze  Seedcamp
	Benoit Portoleau, Franck le Quay, Frédéric Clement, Greg Coleman, Julien Simon, Maxime Agostini, Pascal Gauthier, Tom Triscari, Tristan Croiset	 BuzzFeed  lengow  alephd  ALKEMICS  ALDEBARAN  KAROS  HONESTICA  yieldr

The State of European Tech, Slush & Atomico, November 2015

Рис. 2.7 Угоди європейських компаній з американськими фондами [47]

Капітал в Європі зосереджений в таких країнах, як Великобританія, Німеччина, Франція, Швеція, Фінляндія і Ізраїль.

У компанії з Лондона, Стокгольма, Берліна, Парижа і Москви в 2011 році було проінвестовано 30,2% від обсягу всіх угод в Європі, в 2015 році - 46,8%.

VC firms all across Europe

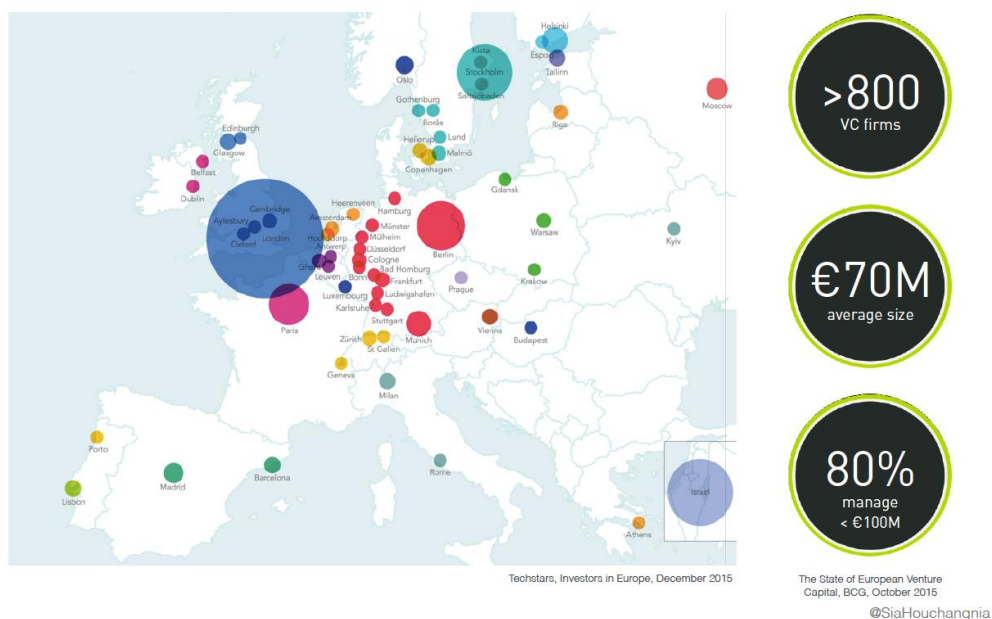


Рис. 2.8 Карта венчурного капіталу в Європі [47]

Слід зазначити неоднорідність розвитку венчурного інвестування в Європі, яке найбільш розвинене в Великобританії та Голландії.

Менш розвинений ринок акцій в Європі визначається тим, що:

- європейський венчурний капітал більшою мірою воліє підтримувати менш ризикові стадії, набуваючи частки розширюється компаній або сприяючи їх викупу менеджерами;

- відмінність джерел венчурного капіталу в США і Європі: велика роль банків серед інвесторів венчурного капіталу в Європі визначає переважну зацікавленість європейських фондів у більш коротких (хоча і менш прибуткових) інвестиціях.

Однією з найбільш важливих причин слабкої підтримки ранній стадії бізнесу фондами венчурного капіталу, що спостерігається останнім часом і в США, є високі накладні витрати фонду при управлінні малими інвестиціями, оскільки обсяг необхідної діяльності і оплата праці керівників проєктами мало залежать від вартості та дохідності проєкту.

І все-таки, незважаючи на зростання переваг до більш пізніх стадіях, щороку в ранню стадію в США і Європі інвестують близько 1 млрд дол.

На сьогоднішній день існують три основних ринку венчурного капіталу - США і Канада, Південно-Східна Азія, Європа. Зазвичай під європейським ринком мається на увазі ринок Західної Європи, однак все частіше привертають увагу інвесторів держави ЦСЄ. Перспективними вважаються також ринки Ізраїлю, Індії та Австралії. З приводу потенціалу Китаю думки експертів розходяться і його можливості є предметом дискусій. Решта регіонів (Близький Схід, крім Ізраїлю, Південна Америка, Африка та ін.) Вважаються щодо непривабливими для венчурного капіталу.

2.3 Державна підтримка європейських венчурних підприємств

Інноваційна економіка, поряд з наукою і освітою, є одним з компонентів національної інноваційної системи. Інноваційна економіка - це економіка, заснована на наукових знаннях і інноваціях, активному сприйнятті ідей і

технологій, на готовності реалізації винаходів у виробничій практиці. Важлива характеристика інноваційної економіки полягає в її здатності доводити результати наукової праці до споживача за допомогою ринкових механізмів, забезпечуючи тим самим ефективність практичного використання інноваційного продукту.

Як показує досвід розвинених країн світу, найбільш адекватним механізмом реалізації науково-технічних інновацій є інфраструктура венчурних фірм, підприємств, які забезпечують реалізацію повного інноваційного циклу: аналіз кон'юнктури у відповідному сегменті ринку, економічне обґрунтування розробляється інноваційного продукту, виробництво продукту, його комплектація і інтеграція, і, нарешті, реалізація споживачеві «під ключ» з сервісним обслуговуванням і, при необхідності, відповідним забезпеченням знаннями кадрами.

В умовах глобалізації світової економіки роль інновацій як фактора економічного зростання посилюється. Інновації є джерелом формування конкурентних переваг на різних рівнях економіки. В зарубіжних країнах з розвинутою економікою широко використовуються заходи прямої і непрямой підтримки інноваційної діяльності. До прямих заходів стимулювання інновацій відносяться державні замовлення із закупівлі інноваційної продукції, надання в оренду нежитлових приміщень на пільгових умовах для здійснення інноваційної діяльності, бюджетне фінансування наукових розробок, пільгове кредитування, субсидування частини відсоткових ставок по кредитах суб'єктів інноваційної діяльності і т.д.

У ряді країн світу, включаючи США, Австралію, Австрію, Канаду, Данію, Фінляндію, Францію, Німеччину, Гонконг, Японію та інші, підтримка інноваційної діяльності є пріоритетом проведеної ними політики. За даними UNESCO Science report, витрати на НДДКР в 2014 році в діючих цінах склали: в США - 453,5 млрд. дол., в Китаї - 336,6 млрд. дол., в Японії - 160,2 млрд. дол., в Німеччині - 101,0 млрд. дол. [46]. Світове лідерство за витратами на НДДКР належить США, частка яких в загальному обсязі світових витрат становить

близько 29%, країнам Європейського Союзу (ЄС) - 24% і Китаю - 13,7%. Близько 6% витрат на НДДКР припадає на всі залишилися країни світу.

В європейських країнах інвестиційна діяльність венчурного капіталу спрямована на інвестування в нові і молоді, швидко зростаючі, часто технологічно-орієнтовані компанії. Фінансування венчурного капіталу для малих та середніх підприємств вже сприяло технологічному розвитку в таких сферах, як біотехнології, інформаційні технології, напівпровідникова електроніка та комп'ютерні науки. Найдосконаліше фінансування венчурного капіталу в США, Німеччині, Великобританії, Японії, Нідерландах. Саме ці країни і є світовими лідерами з експорту високотехнологічної продукції.

У кожній із цих країн держава стимулює появу фондів венчурного капіталу та дослідницьких центрів. Фахівці Національного наукового фонду США вважають, що такі фонди і центри діють найбільш ефективно, якщо протягом перших п'яти років існування отримують повне або часткове бюджетне фінансування. Повністю держава фінансує самі наукомісткі проєкти, зважаючи на їх значних витрат, складності та ризику.

Є державні фонди, а також фонди, що діють незалежно від інших, автономних або державних венчурних фондів, для фінансування інноваційних підприємств, які надають «пряму» підтримку проєктам. Їх завдання - допомогти в організації експериментального виробництва та підтримати проєкт, поки не почнеться його незалежне ринкове життя.

У Німеччині уряд надає фінансову підтримку для розвитку довгострокових та ризикованих досліджень у ключових сферах науково-технічної та промислової діяльності.

В Японії держава надає бюджетні субсидії та пільгові позики різним міністерствам науково-дослідних інститутів, державним корпораціям та дослідницьким центрам, які проводять дослідження спільно з приватними компаніями.

Прямі заходи державної підтримки широко використовувались у 1990-х роках країнами, що значно відставали від лідерів інноваційного бізнесу. Це було

зумовлено прагненням підвищити конкурентоспроможність національної промисловості на глобалізованому світовому ринку.

Так, в Ізраїлі на початку 1990-х років існувало лише 2 венчурних фонди, але до кінця десятиліття в країні налічувалося вже близько 40 спеціалізованих і понад 30 диверсифікованих венчурних фондів, а також близько двох тисяч наукомістких фірм. Це стало результатом таких дій держави, як значна фінансова допомога венчурним фондам, надання грантів для НДДКР в інтересах малого високотехнологічного бізнесу, передача технологій з військового в цивільний сектор економіки та ін.

В останні 15-20 років спостерігається все більш інтенсивне впровадження винаходів і технологій зусиллями інноваційних підприємств малого і середнього бізнесу в таких країнах, як Великобританія, КНР, Франція. Особливу увагу розвитку сектора Research and Development (R&D, дослідження і розробки) приділяється Фінляндією. За інформацією OECD (Організація економічного співробітництва і розвитку), витрати Фінляндії на потреби інноваційного сектора становлять близько 3,5% ВВП, що є одним з найбільш високих показників серед європейських країн (відповідний середньоєвропейський показник - 1,8%); в перспективі до 2011 року інноваційна стратегія передбачає підвищення витрат на R & D до 4%.

Крім прямої, фінансової підтримки інноваційного бізнесу, існують також численні методики його непрямого стимулювання. Вони успішно використовуються західними країнами - такими, наприклад, як США і Великобританія - в періоди спаду економічної активності. До їх числа можна віднести податкові пільги, розширення числа потенційних приватних інвесторів шляхом ослаблення законодавчих обмежень для їх венчурної діяльності та ін.

Одна з найбільш часто використовуваних форм підтримки інноваційного бізнесу - це механізми гарантування державних інвестицій в разі зриву реалізації інноваційних проектів малим бізнесом. Адміністрація малого бізнесу США пропонує кредитну гарантію на створення і розвиток малих підприємств в розмірі до 75% від їх суми; аналогічна програма існує в Канаді, де аналогічні гарантії

можуть покривати до 90% суми кредиту. Німеччина і Франція для тих же цілей створюють спеціальні фінансові установи, вторинним гарантом або основним власником акцій яких є держава.

Безумовно, одним з найпоширеніших видів державної допомоги інноваційним компаніям є пільговий податковий режим. Ця схема підтримки використовується у великій кількості країн, таких як Великобританія, Німеччина, Греція, Індія, Ірландія, Іспанія, Китай, Норвегія, Польща, США. Юнайтед, Франція. Так, у Франції діє тимчасове звільнення від податку на прибуток або часткове зниження на 50% для малих і середніх підприємств протягом перших 5 років їх роботи. У Великобританії стартапи обкладаються прибутковим податком за все в 1%.

Звичайно, держави поєднують прямі і непрямі заходи для підтримки інноваційного бізнесу і пов'язаних з ним НДДКР. Наприклад, в Канаді державні стимули для досліджень і розробок включають як фінансування НДДКР, так і державні гарантії по кредитах в комерційних банках. Японська держава, крім традиційних економічних методів впливу на розвиток експортного виробництва - таких як пільгові кредити і експортне страхування, часткове звільнення експортерів від податків, прямі субсидії - широко використовує непрямі методи: • цільовий розподіл фінансових ресурсів, що надаються приватними банками, і їх концентрація в ключових областях;

- стимулювання збутової діяльності експортерів;
- допомогти організаціям в освоєнні передових зарубіжних технологій;
- перевірка науково-технічних обмінів із зарубіжними країнами.

Інноваційна інфраструктура Фінляндії включає кілька типів представників, які пропонують різні види допомоги інноваційним компаніям. Так звані центри досконалості безкоштовно фінансують проекти на ранній стадії; Нові фінансові фонди допомагають компаніям - надаючи фінансову та інформативну підтримку приватним інвесторам - перейти від корисних моделей до експериментального виробництва; Центри передачі технологій допомагають малому бізнесу вирішувати юридичні та організаційні проблеми.

Звичайно, говорячи про іноземний інноваційний досвід, слід згадати особливості розвитку технопарків та технологічних інкубаторів у розвинених країнах. Це інструмент нефінансової підтримки для компаній з високим ризиком, але значення цієї установи не можна перебільшити: технологічні парки та інкубатори забезпечують необхідні умови для створення та початкового розвитку цих компаній - офіси, обладнання, юридичні, освітні та бухгалтерські служби тощо. У такому інкубаторі багато інноваційних компаній можуть співіснувати та взаємодіяти, досягаючи ефекту синергії завдяки такому співіснуванню.

Ви можете порівняти участь держави та компаній у розвитку технологічних парків у певних країнах. У Франції та Нідерландах вони повністю фінансуються державою. Другий підхід ілюструє Великобританія: держава не управляє технологічними парками, але тим не менше існує система централізованого приватного капіталу, яка фінансово підтримує всі технологічні парки через споживачів технологій. інноваційні продукти, які платять премію за доступ до цих продуктів. Німеччина має посередницьку структуру: вона поєднує приватний бюджет і грошові потоки, а підтримка надається на федеральному рівні [38].

З точки зору технологічних парків цікавим є фінський досвід, який намагається використовувати найкращий досвід у світі при їх створенні. У цій маленькій країні існує понад два десятки технологічних парків, кожен з яких орієнтований на певну галузь та зі своїм призначенням. В основі кожного фінського технологічного парку лежить університет, який дозволяє молодим спеціалістам постійно входити в структуру технологічного парку та їх навчання - а самі університети отримують додаткове джерело фінансування. Усі фінські технологічні парки підключені до мережі, і якщо компанія або малий бізнес хоче розвиватися в інфраструктурі технологічного парку, їй пропонується приєднатися до конкретного технологічного парку, пов'язаного з розвитком району. Тільки компанії з такою орієнтацією можуть займати місце в технологічному парку. Компанія працює в цій інфраструктурі в середньому 2-5 років. Він використовує бізнес-план, розроблений спеціалістами технологічного парку, знаходить джерела фінансування та канали збуту - тобто пропонує всі можливості для початкового

розвитку - і якщо компанія здатна існувати автономно, вона залишає інфраструктуру технологічного парку.

Таблиця 2.3

Заходи державної підтримки інноваційної діяльності в різних країнах світу [54]

Заходи	Країна реалізації
Прямі	
Пряме фінансування інноваційних підприємств (гранти, позики на пільгових умовах, інші програми фінансування)	-Великобританія, Німеччина, Норвегія, Данія, Індія, КНР, США, Франція, Швеція
Фінансова підтримка венчурних підприємств в інноваційних сферах	-Німеччина, Греція, Норвегія, Швеція
Непрямі	
Податкові пільги інноваційним підприємствам	-Великобританія, США, Німеччина, Греція, Індія, Ірландія, Іспанія, КНР, Франція, Норвегія, Польща, Австралія
Інформаційна та методична підтримка учасників інноваційної діяльності	-Великобританія, США, Німеччина, КНР, Швеція
Підтримка технопарків і технологічних інкубаторів	-Німеччина, Данія, Індія, КНР, Швеція
Стимулювання патентування	-Німеччина, США, Франція, Швеція
Стимулювання створення спільних підприємств науковими інститутами та бізнес-структурами	-Великобританія, Німеччина, Данія, Ірландія, КНР, США, Франція, Швеція
Стимулювання застосування інноваційних технологій на рівні малих і середніх підприємств	-Великобританія, КНР, США, Франція
Підтримка авторів-розробників за допомогою додаткових виплат працівникам при комерційному використанні їхніх винаходів	-Греція, Данія, КНР, Норвегія, Франція

Серед заходів непрямого стимулювання суб'єктів інноваційних взаємин в західних країнах особливо виділяється податкове стимулювання інновацій, перш за все, за рахунок використання податкового кредиту, податкових пільг, різних податкових преференцій та інших інструментів [54].

У таблиці 2.3 згруповані прямі і непрямі заходи державного стимулювання розвитку інноваційної діяльності в різних країнах світу. У табл. 2.4 представлена структура витрат на НДДКР в ряді країн світу, характеризує частку бізнес-сектора, державного сектора і інших джерел фінансування в 2016 році в загальному їх обсязі. До групи іноземних інвесторів, як правило, входять транснаціональні компанії, великі корпорації (Volkswagen, Samsung, Intel, Microsoft, Toyota, Google і інші), мережі венчурних фондів. Інші джерела фінансування інноваційної діяльності включають грошові кошти організацій і фізичних осіб, які є фахівцями з відбору, експертизи та фінансування інноваційних проєктів, а також бізнес-ангелів – приватних венчурних інвесторів, які забезпечують фінансову та експертну підтримку компаній.

Таблиця 2.4

Структура джерел фінансування НДДКР [54]

Країна	Витрати на НДДКР, млн. дол. США	Частка секторів у фінансуванні витрат на НДДКР, %			
		Бізнес сектор	Державний сектор	Іноземні інвестиції	Інші джерела
США	456977	60,9	27,7	4,5	6,9
Китай	333521,6	74,6	21,1	0,9	3,4
Японія	162347,2	75,5	17,3	0,5	6,7
Німеччина	102573	66,1	29,2	4,	0,4
Корея	68051,5	75,7	23,8	0,3	1,1
Франція	57986,8	55,4	35	7,6	2,0
Великобританія	41743,4	46,6	27	20,7	5,7
Польща	8114	30	61	5,6	3,4

Необхідно відзначити, що за останні роки чітко простежується тенденція зростання питомої ваги недержавних джерел в фінансуванні інноваційної діяльності зарубіжних країн, включаючи, перш за все, Ізраїль, Японію, Китай, Швейцарію, Бельгію, Корею і ряд інших. У складній ситуації державі більшою мірою відводиться координуюча функція при організації інноваційної діяльності. Усе більший акцент робиться на переході від прямого фінансування інноваційної

діяльності до непрямих методів її регулювання, до застосування заходів зі стимулювання та активізації розвитку інноваційного приватного бізнесу [31].

В області стимулювання інновацій органами державної влади розробляються прогресивні форми підтримки, які отримують все більше поширення в різних країнах світу - інноваційні ваучери (Нідерланди, Австрія, Данія, Франція, Греція, Фінляндія), інноваційні чеки (Швейцарія), ваучери можливостей (Нова Зеландія).

Таким чином, в результаті проведеного дослідження можна зробити наступні висновки. В умовах глобалізації світової економіки державна підтримка розвитку інноваційної діяльності набуває особливої значущості. Інструменти державної підтримки інноваційної діяльності поширюються на організації як державної, так і приватної форм власності в залежності від значимості наукових досліджень. Практично у всіх зарубіжних країнах підвищується результативність застосування непрямих методів стимулювання і активізації інноваційної діяльності. простежується тенденція зростаючу роль державно-приватного партнерства для активізації інноваційної діяльності в результаті застосування заходів зі стимулювання інновацій. Для стимулювання інновацій розробляються прогресивні форми підтримки у вигляді інноваційних ваучерів, інноваційних чеків, ваучерів можливостей, механізмів краудфандінга, краудінвестінга і інших. Позитивна динаміка показників інноваційної активності країн, що розвиваються, включаючи Ізраїль, Китай, Південну Корею, Індію і інші, свідчить про активізацію інноваційної діяльності в світовій економіці.

2.4 Формування інвестиційного клімату та ефективність діяльності на ринку венчурного інвестування України

У сучасних умовах відтоку капіталу з України, «рекордного» бюджетного дефіциту, колапсу у банківській сфері, головним джерелом припинення катастрофічного падіння економіки є тісне співробітництво з міжнародними фінансовими організаціями: Міжнародним валютним фондом, Світовим банком

та іншими іноземними фінансовими установами, які надають значні кошти, розробляють проекти виходу на траєкторію сталого економічного зростання. Сьогодні ефективність розподілу залучених фінансових ресурсів як джерела розвитку і поступової інтеграції України в систему світового господарства є пропорційною обсягам виробництва валової продукції, золотовалютних резервів, державному боргу. Кредити переважно використовуються на покриття дефіцитів платіжних бюджетів, сплати відсотків за попередні позики, тобто на зменшення загрози дефолту. Незважаючи на отримані кредитні ресурси, досі не вирішені стратегічні проблеми структурних перебудов, не запроваджені дієві моделі переорієнтування економіки країни відповідно до вимог міжнародних фінансових установ. Сучасна економічна політика глобалізації, розвиток фінансових інноваційних технологій потребують підвищення ефективності зовнішніх запозичень та активізації небанківського сектора фінансування, модифікації наявного механізму державного регулювання, формування й добір ефективних, інноваційних, експорто-орієнтованих проектів з позиції потреб іноземних фінансових партнерів.

Жодна підприємницька діяльність в ринковій економіці не може існувати без ризику. Безризикова діяльність може зрештою привести підприємство до збитковості та банкрутства. Величезним стимулом для постійного аналізу інвестиційних кошторисів, розробки рентабельних проектів та багатьох інших дій, направлених на стабілізацію діяльності підприємства, є можливість уникнути ризиків. Тому зрозуміло, чому венчурна діяльність займає особливе місце у розвитку підприємництва. Ризиковані інноваційні проекти будь-якого розміру отримують фінансування саме за рахунок венчурного капіталу, в основі якого лежить позиковий та акціонерний капітал. Він являє собою значний сектор ринку грошового капіталу міжнародного значення. Основну кількість компаній на світовому ринку представляє Британська асоціація венчурного капіталу.

Вірогідність венчурінгу або венчурної діяльності підприємства зазвичай вимірюють за шкалою від «неможливість виникнення події» до «подія точно відбудеться». В залежності від частоти існування тієї чи іншої події в минулому,

встановлюється правило для передбачення та моделювання ситуації. Сектор венчурного капіталу обслуговується за допомогою кількох спеціалізованих установ [19].

Найголовніша з них – фондовий ринок. Він відіграє важливу роль у формуванні інвестиційних спрямувань в будь-якій країні. Доцільно відмітити, що світові тенденції інвестицій венчурного капіталу дещо змінилися. Якщо раніше вони були зосереджені на ризикованих та новаторських проєктах, зараз більша частина інвестицій зосереджена у менш ризикованих бізнес-секторах.

До 50-х років минулого століття в розвинутих країнах тільки великі науково-виробничі об'єднання мали реальну можливість реалізовувати інноваційні ідеї. Всі інші, включаючи невеликі компанії та молоді підприємства, не могли залучати достатню кількість коштів для розвитку своїх новаторських ідей. Системи кредитування не являлись повноцінними джерелами для забезпечення розвитку бізнесу. Лише з появою венчурних інвестицій ситуація почала поступово змінюватися на краще. Згодом венчурне фінансування стало одним з прогресивних спрямувань економіки та ефективним фактором розвитку інноваційних підприємств.

За початок виникнення венчурного капіталу можна взяти 70-ті роки минулого століття, коли у США відбувся прорив у мікроелектроніці та спостерігався великий попит на інвестиції для малих підприємств. В подальшому розвиток фінансування ризикових проєктів у США набув обертів завдяки прийняттю закону про дозвіл розміщення пенсійними фондами 5% активів у напрямку венчурного інвестування. Це значно збільшило вільний капітал для капіталовкладень.

Аналізуючи досвід країн, у яких венчурне інвестування має високу ступінь розвитку, можна зробити висновок, що найбільша ефективність цього напрямку зосереджена на стадії становлення високотехнологічних фірм, метою яких є реалізація проєктів з максимальною доходністю і водночас реальним ризиком. Увага венчурних інвесторів зосереджується на фірмах, які за невеликий період часу здатні значно збільшити рівень капіталізації компанії. Слід зазначити, що

інвесторів в першу чергу цікавить збільшення вартості фірм на фондовому ринку. Це незмінно призводить до того що зростає і вартість частки інвестора.

Головним у 2019 році для інвестиційного ринку України на думку компанії «Делойт» стало те, що обсяг інвестицій в українські стартапи та ІТ-компанії вперше досяг півмільярда на рік. А це, в свою чергу, в 1,5 рази перевищує максимальну суму інвестицій, що була в 2018 році. У 2019 році кількість договорів була приблизно на одному рівні, що й у 2018 році: 111 проти 115 у 2018 році.

У 2019 році обсяг операцій щодо злиття та поглинання зріс у 18 разів. Таким чином, 15 даних угод склали \$460,0 млн., тоді як у 2018 році було 7 угод, вартістю \$25,2 млн. У 7 разів збільшення інвестицій бізнес-ангелів у 2019 році призвело до \$6,1 млн. проти \$0,9 млн. в 2018 році [9].

Формування інститутів венчурного фінансування і розвиток венчурного бізнесу в Україні започатковано у 1992 році. Основні засади функціонування та обмеження діяльності інститутів спільного інвестування в Україні були узгоджені з Директивою Європейського Союзу № 85/611 від 20 грудня 1985 р. Про приведення у відповідність Законів та Положень стосовно спільного інвестування в цінні папери, що обертаються. Але у Директиві не йдеться про венчурні фонди, отож в Україні були створені окремі умови розміщення коштів інвесторів венчурних фондів [35].

Україна, шляхом використання власного науково-технічного потенціалу, може досягти значного економічного розвитку. В процесі глобалізації найбільшу увагу треба зосереджувати на прискореному розвитку галузей економіки, які являються високотехнологічними та конкурентоспроможними. Для цього повинен був трансформований сам господарський механізм. Важливу роль мають відіграти організаційні форми малого розміру – інвестиційні фонди, венчурні компанії, а також компанії, які є відгалуженнями великих підприємств. Саме розвиток венчурного підприємництва повинен сприяти розробці нових технологій, послуг та власному виробництву конкурентоспроможних товарів. Це дозволить поєднати інноваційне та фінансове підприємництво, а також сприяти

просуванню венчурними фірмами і фондами на ринок нових товарів та забезпечувати їх виробництво [21].

Фактично венчурними фірмами являються підприємства малого розміру, зосереджені у прогресивних напрямках економіки, таких як біоінженіринг, біохімія, електроніка та інші. Загалом їх розвиток достатньо швидкий і дозволяє брати участь у інноваціях у цих галузях із швидкоплинною зміною технологій і продуктів. Як правило, в кадровій основі компаній, що утворюються для розвитку інноваційних продуктів та технологій, стає група спеціалістів різних напрямків, учених та інженерів. Також за венчурними фірмами можуть стояти наукові заклади, великі лабораторії або університети, рідше – приватні підприємці-інноватори [22, 23].

У порівнянні з іншими, венчурний бізнес в Україні є відносно новим спрямуванням розвитку економіки. Вивчення особливостей зародження венчурного сектору почалося у 80-х роках ХХ-го століття. Проте правове забезпечення було здійснене у 2001 році [20]. Дослідженнями розвитку венчурного сектору вітчизняної економіки займається багато вітчизняних вчених, серед яких Л. Антонюк, І. Волкова, Л. Долгополова, С. Перминова, А. Поручник, В. Фірсова.

Започаткування венчурного бізнесу як економічної одиниці відбулось у 1992 році. Початок покладено фондом "Україна", яким було здійснено вкладення близько 10 млн американських доларів у розвиток вітчизняних підприємств.

Фінансовим партнером фонду виступив Європейський банк реконструкції та розвитку.

У 1995 році фонд «Україна» передав естафету фонду прямих інвестицій Western NIS Enterprise Fund. Трохи раніше, у 1994 році, на ринок венчурних компаній, підтримавших вітчизняного виробника, вийшли SigmaBleyzer та AVentures. Значний внесок також було зроблено Commercial Capital Group, Baring Vostok Capital Partners та фондом Euroventures Ukraine Fund. Всього, за звітністю венчурних компаній у 2019 році, в українські підприємства було вкладено близько

500 млн. доларів США за даними огляду українського венчурного та інвестиційних ринків компанією «Делойт» в Україні [9]. Венчурні інвестиції в Україні впроваджуються, незважаючи на перешкоди і проблеми пов'язані з розвитком підприємництва та інновацій.

Розглянемо найбільш гострі з них:

- обмеженість фінансування з боку державного бюджету, обумовлена тим, що Україна – це країна пострадянська, фінансування досліджень в якій здійснювалося головним чином за рахунок державних коштів. На даний час в державі брак грошових коштів і водночас превалює намагання здійснювати капіталовкладення саме таким чином [24];
- слабкість науково-дослідницького сектору. Сучасний дослідницький сектор України – спадок від колишнього господарського комплексу. Будучи потужним на момент існування СРСР, він з часом втратив свою актуальність в реаліях розвитку сучасних технологій і водночас не зазнав необхідних змін [24];
- обмеженість законодавчо обумовлених гарантій захисту підприємств-інвесторів, які повинні враховувати всі ризики. Для підприємств, що займаються венчурною діяльністю, не існує діючих компенсаційних схем та економічного захисту в разі фінансування невдалих проєктів. Слабке місце також полягає у відсутності належного стимулювання процесів інновацій, коли схеми, що існують, здатні лише на погіршення ситуації [24];
- відсутність у державі реального інституту, який би захищав інтелектуальну власність;
 - недостатня кількість менеджерів, які професійно працюють в управлінні бізнесом. Професійне навчання повинно забезпечити їм можливість передбачати ризики, достатньо кваліфікований підхід для пошуку відповідних інвесторів для кожного проєкту, на практиці для розвитку спроможності визначати найбільш інноваційні проєкти та проводити їх оцінку та аналіз [24].

Наявність цих негативних факторів не означає, що Україна не в змозі забезпечити розвиток ризикованого підприємництва. Розглянуті кроки, спрямовані на випуск якісного продукту, який буде конкурентоспроможним та високотехнологічним, враховуючи досвід зарубіжних колег, можуть вивести країну на рівень вирішення проблеми економічного розвитку.

Заходи, необхідні для покращення розвитку ризикованого підприємництва, повинні підтримуватися державою у таких сферах:

- постійне застосування гнучких схем стимулювання, розроблених для інноваційних компаній податковим законодавством;
- розробка фінансової законодавчої політики для інноваційних компаній та венчурних (ризикованих) фондів;
- пропонувати вигідні умови для фінансування венчурного капіталу на етапах розвитку малого та середнього підприємництва;
- вдосконалення системи освіти для розвитку національних винахідників та наукових підприємств, що включає захист від порушень інтелектуальної власності та підтримку міжнародних патентів;
- розвиток на державному рівні інноваційної інфраструктури та ризикового капіталу.

Давайте детальніше розглянемо інфраструктуру. До неї належать: виробництво та технологія (технологічні інкубатори, технологічні поля, технопарки, інноваційні центри, інженерні компанії та компанії венчурного капіталу, компанії, що замінюють імпорт); засоби, що належать до інформаційної системи (інформаційні місця та бази даних, центри статистики та аналізу); різні фінансові можливості (промислові та фінансові групи, страхові фонди та орієнтовані на інновації компанії, банки, кредитні установи в небанківському секторі); навчальні заклади, відповідальні за підготовку спеціалізованого персоналу (експерти з технологій та управління бізнесом); експертні системи, що надають кваліфіковані консультації у відповідних сферах (інвестори, страхові компанії, виробники тощо); системи акредитації, сертифікації та стандартизації;

системи ліцензування та патентування, консультації та захист різних форм інтелектуальної власності.

Заходи, спрямовані на організацію інноваційних змагань, також повинні зіграти важливу роль у покращенні ситуації ризикованого бізнесу в Україні, що дадуть змогу [25]:

- виявляти інноваційні рішення;
- знайти сучасні ефективні форми і методи організації впровадження інноваційних технологій;
- популяризувати інноваційну підприємницьку діяльність;
- активізувати самостійну дослідницьку роботу у сфері інноваційної діяльності, а також управління проєктами;
- створити умови для успішного розвитку інтелектуального потенціалу серед молоді.

Також важливу роль відіграє проведення на території України венчурних ярмарків з метою:

- здійснення презентацій інвесторами високотехнологічних інноваційних компаній, пропагуючи їхні досягнення;
- полегшення доступу до найвигодніших інвестиційних ресурсів;
- вирішення питань комерціалізації інтелектуальної власності.

Таким чином, можна зробити висновок, що однією з головних причин нестабільного та повільного становлення венчурного ринку на території нашої держави є відсутність належного розвитку фондового ринку. Крім того, існує потреба у реформуванні системи законодавчого забезпечення держави, перегляді та внесенні змін до податкового законодавства. Якщо усунути причини, що заважають системі венчурного ринку в Україні, з'являться більш сприятливі умови для її розвитку.

У сфері венчурного інвестування зафіксований найвищий глобальний рівень активності за останні два десятиліття. Згідно глобального звіту про венчурних інвестиціях компанії ЕУ, в минулому році було вкладено \$ 148 млрд,

що на 54% більше в порівнянні з 2014-м. Для світового ринку Private Equity 2015 рік також був успішним: інвестиційні мультиплікатори піднялися до нових максимумів завдяки сильній конкуренції.

Міжнародні інвестори хочуть брати участь в меншій кількості угод, але з великими обсягами, вкладаючи в готові бізнеси на більш пізніх раундах, коли успішність бізнес-ідеї очевидна. Тому компаніям, що бажають отримати венчурне фінансування, важливо довести свою життєздатність. Якщо мова йде про невеликі обсяги інвестицій (від краудфандінга до «ангельського» фінансування), то для start-up, які шукають кошти навіть на ранніх стадіях, можливостей пре достатньо.

Через економічну кризу активність на українському ринку венчурного інвестування впала, проте наші start-up все ще становлять значний інтерес. Інвестори шукають об'єкти за відносно низькими цінами, бажано в секторах, де наша країна має глобальне конкурентна перевага.

Фонди неодноразово заявляли про те, що недооцінювали важливість технологічної складової при оцінці активів, що призводило до непередбачених складнощів після проведення операції, а також при продажу активу. Щоб уникнути таких проблем ще на ранній стадії потрібно провести оцінку операційних та технологічних ризиків. Щоб управляти ризиками зупинки бізнесу через військові дій або інших факторів, необхідна система управління безперервністю діяльності. У той же час впровадження моделі стратегічного управління ІТ дозволить не тільки ефективно управляти ІТ-ризиками, а й потенційно збільшити вартість активу.

Динаміка обсягу інвестицій за період 2011-2019 рр. наведено на рис. 3.1.

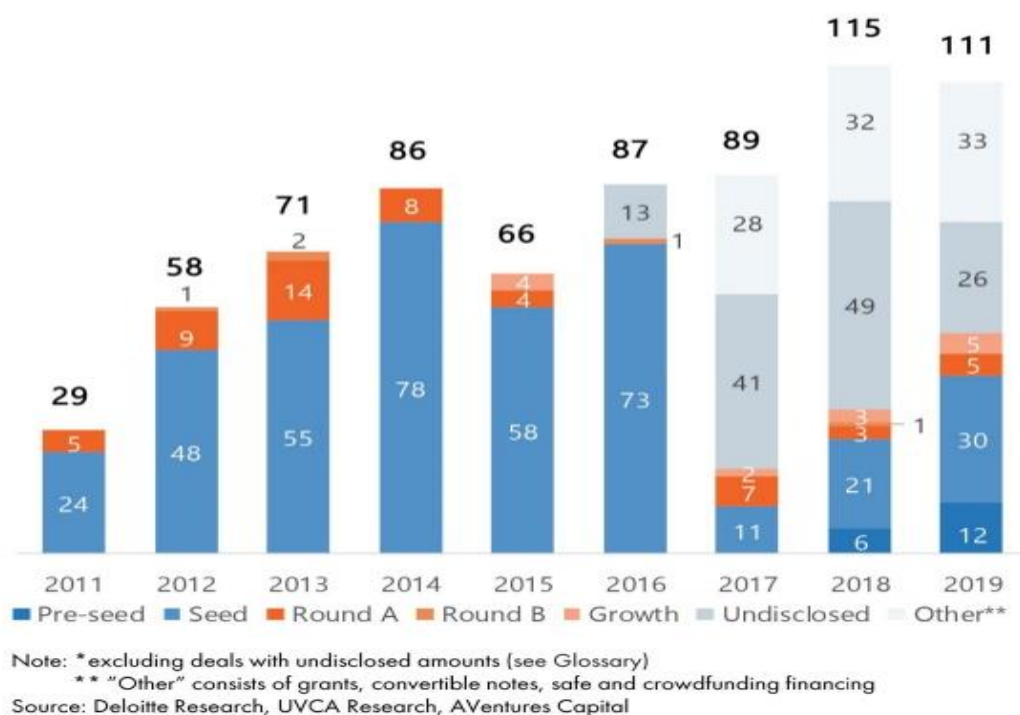
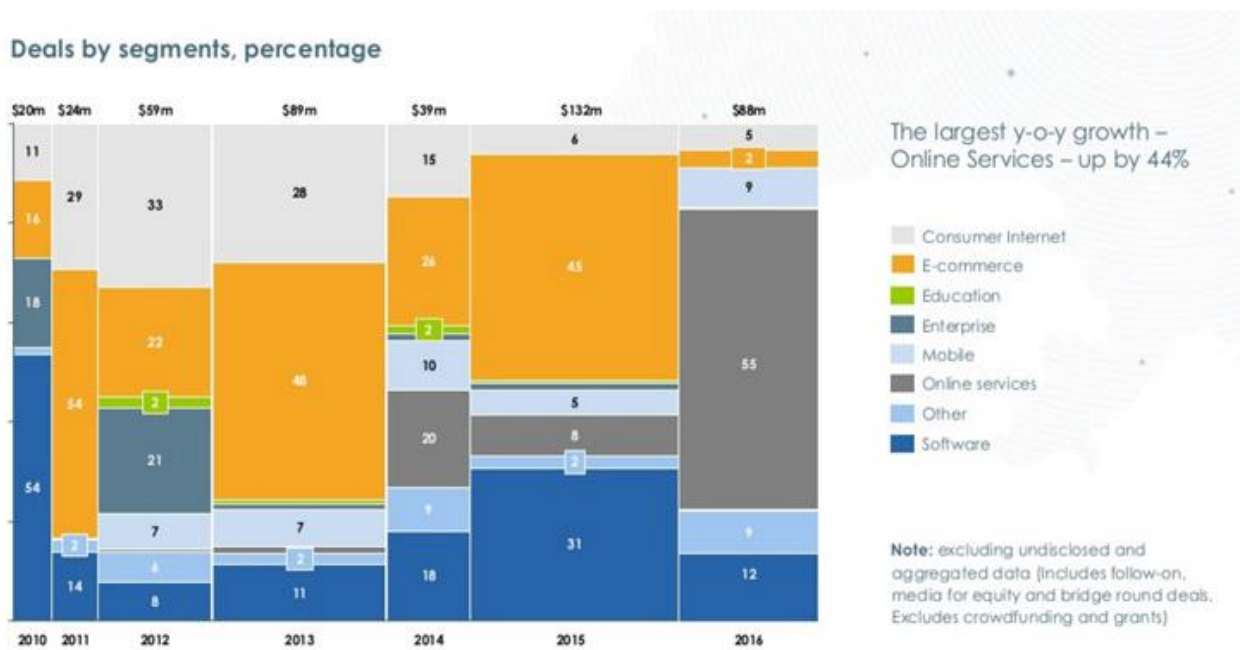


Рис. 3.1 Динаміка обсягу інвестицій за 2011-2019 роки за даними компанії «Делойт» в Україні [9]

Згідно зі звітом, у період 2011-2016 роках інвестори частіше концентрувалися на інвестиціях на посівному рівні - таких угод за 2014 рік було укладено 78, що стало рекордом і тільки у 2016 було наближення у розмірі 73 угод. Середній розмір інвестиції в seed-раунді склав більше \$ 500 000. Натомість, вже з 2017 року розмір інвестицій значно змінився з появою відносно нового поняття «нерозкриті угоди», які почали активно впроваджуватися [9].

Середній чек інвестицій за минулий рік склав \$ 1 млн. «Можна очікувати, що компанії, зараз отримали «стартовий капітал», будуть в майбутньому залучати інвестиції великих обсягів», - відзначають в асоціації.

Структура угод по популярних напрямках:



Source: "Dealbook of Ukraine 2014-2015" by Ukraine Digital News and Aventures Capital; Inventure; UVCA research

Ukrainian Venture Capital & Private Equity Overview 2016

13

Рис. 3.2 Структура венчурних угод за 2010-2016 роки [50]

Говорячи про структуру угод, в асоціації відзначають, що угоди на українському ринку все частіше полягають із залученням міжнародних інвесторів, в тому числі - з Кремнієвої долини. Близько 60% угод в минулому році пройшли за участю міжнародних інвесторів, іноземний капітал відповідає за 80% від загального обсягу інвестицій за рік, без урахування нерозкритих угод.

РОЗДІЛ 3. РОЗРОБКА МІЖНАРОДНОГО ВЕНЧУРНОГО ПРОЄКТУ В УКРАЇНІ ТА ОБҐРУНТУВАННЯ ДЖЕРЕЛ І ФОРМ ЙОГО ФІНАНСУВАННЯ

3.1. Обґрунтування концепції проєкту з маркетингових досліджень методом «Таємний покупець», його змісту

Сервіс – надання певної послуги клієнту, яка задовольняє його потреби та очікування. Майже щодня ми користуємося послугами різних магазинів, аптек, готелей, кафе, ресторанів, автомобільних заправних станцій, сервісних станцій технічного обслуговування, лікарень, банків, фінансових установ, кінотеатрів та інших закладів, в яких якість товарів і обслуговування безпосередньо залежить від співробітників. На сьогодні, є дуже багато мережевих закладів і оскільки кожна мережа закладів має свої певні стандарти, то і очікування клієнта від візита в торгівельну точку в будь якій частині країни залишаються однаковими. Але, немає гарантії, що якщо зайти, наприклад, в знайому торгову точку в м. Дніпро, Ви отримаєте таку ж саму якість обслуговування, як і в Києві. Сервіс - свого роду лотерея.

Деякі компанії прагнуть робити свою роботу стабільно якісно в масштабах мережі і замість таланту й майстерності співробітників, спираються на певні стандарти і формули. Саме тому контролюють якість сервісу на всіх його етапах.

Для об'єктивної оцінки якості сервісу було впроваджено окремий різновид маркетингових досліджень – «Mystery Shopping». Маркетингові дослідження методом "Таємний покупець" стали популярними і в Україні. На ринку з'явилися такі провідні компанії як: 4Service, GfK, МТП, International Service Check, Good Service та інші.

Підсумовуючи все вищесказане, суть «таємного покупця» полягає в тому, що в підконтрольну точку під виглядом звичайного покупця приходить перевіряючий. Він може зробити покупку, скористатися послугою або просто попросити продавця проконсультувати його щодо будь-якого товару. Робота також може проходити за типовими або спеціально розробленими сценаріями -

«примхливий клієнт», «конфліктний покупець». За підсумками візиту дається оцінка якості роботи персоналу з клієнтами.

Безпосередньо аналізується, наскільки персонал був зацікавлений в клієнті, як повадився з ним в тій чи іншій ситуації, наскільки коректними були відповіді на прохання про консультації та сама консультація і т.д. Можуть оцінюватися і такі фактори, як розташування та доступність товару, його наявність в необхідній кількості та інше. Таким чином, даний метод дозволяє оперативно виявити недоліки, провести їх аналіз та вжити своєчасних заходів для їх усунення. Саме тому, автоматизація розрахунків показників якості для проведення маркетингових досліджень методом "Таємний покупець" є дуже актуальним у наш час.

Слід зазначити, що великою перевагою компанії, що займається дослідженням ринку, не потрібні спеціальні ліцензії або приміщення для ведення бізнесу. Таким чином, не потрібно витрат на отримання ліцензій та дозволів на діяльність компанії з дослідження ринку. Структура початкових інвестицій представлена в наступній таблиці 3.1, яка узагальнює припущення щодо запуску:

Таблиця 3.1

Плата за необхідні ліцензії, дозволи та початок роботи

№	Опис послуги	Вартість, \$
1	Реєстрація суб'єкта господарювання	600
2	Створення веб-сайту	1 000
3	Послуги кадрового агентства з залучення персоналу на етапі розвитку компанії	5 000
4	Витрати на розвиток	5 000
5	Послуги з нерухомості для пошуку офісних приміщень	1 400
6	Обладнання	15 000
	ВСЬОГО (мінімальне значення)	28 000

Для реалізації проекту необхідні стартові кошти у розмірі **\$ 28 000**.

Зміст проєкту: алгоритм роботи компанії та учасники проєкту

1. Спочатку запускаємо PR-компанію, паралельно менеджер з продажів послуг працює з ключовими клієнтами. Після закінчення базової ділової угоди замовник обговорює з керівником проєкту всі особливості проєкту, укладає угоду з маркетинговою компанією.

2. Керівник проєкту розробляє анкети та інструкції щодо здійснення візиту, публікує анкети на сайті, які стають доступними для таємних покупців.

3. Координатор таємних покупців знайомий з усіма особливостями візиту, пояснює їх таємним покупцям і розподіляє відвідування, беручи до уваги профіль Таємного покупця, ротацію, крок між відвідуваннями (якщо вони кілька в одному місці), а також контролює здійснення відвідувань та заповнення звітів (анкет) по візитах протягом певного періоду часу

4. Таємний покупець погоджується завершити візит, прочитати інструкції, здійснити візит та заповнити онлайн анкету-звіт із зазначенням усіх деталей сервісу.

5. Валідатор автоматично отримує анкету для перевірки, після чого перевіряє її та надсилає анкету замовнику для розгляду.

6. Клієнт отримує анкету, вивчає її, приймає або надсилає певні коментарі, з якими працює валідатор та / або менеджер проєкту.

7. Керівник проєкту повинен сформулювати остаточний звіт замовнику за всі відвідування, включаючи остаточну статистику та рекомендації, які можуть покращити рівень обслуговування клієнта.

Організаційна структура дослідницької компанії з ринку представлена на рис.3.3

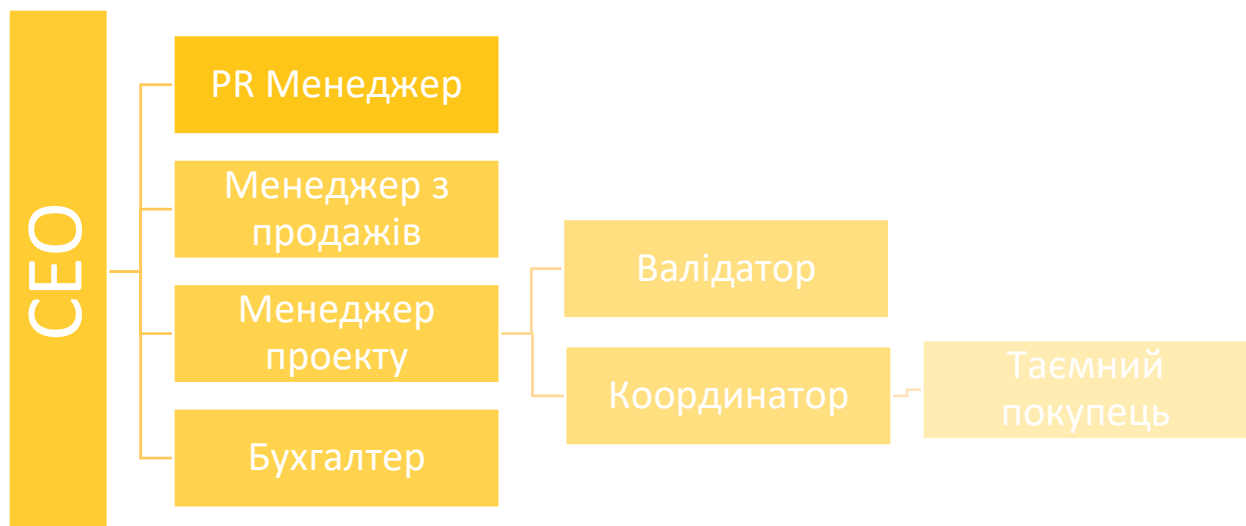


Рис. 3.3 Організаційна структура дослідницької компанії з ринку

Для зручності, автором також був розроблений WBS план:



Рис. 3.4 WBS план проєкту

Окрім працівників проєкту, до учасників також відносяться:

- інвестори - юридичні та фізичні особи, які здійснюють вкладення грошових та інших коштів в проєкт, уповноважені управляти майном;
- замовники - будь-які фізичні та юридичні особи, уповноважені інвестором здійснювати реалізацію інвестиційного проєкту;
- користувачі об'єктів інвестиційної діяльності - інвестори або інші юридичні і фізичні особи;
- страхові та банківські організації.

Кадровий план проєкту

№	Посада	Кількість людей	Заробітна плата , \$/ місяць	Разом , \$ / місяць
1	Генеральний директор	1	3000	3000
2	PR-менеджер	1	1000	1000
3	Менеджер з розвитку бізнесу	1	3000	3000
4	Керівник проєкту	2	2500	5 0 00
5	Бухгалтер	1	1500	1500
6	Координатор	3	1000	3000
7	Валідатор	5	700	3500
8	Таємний покупець	20	800	16000
	Загальний фонд оплати праці:		9700	17000

Відбір персоналу слід починати заздалегідь. Наприклад, буде добре, якщо спочатку наймуть фахівців на ключові посади (наприклад, менеджера з розвитку бізнесу, менеджера проєктів та координатора), щоб вони могли брати участь на самих ранніх етапах організації компанії.

У нашому випадку, від проєкту до проєкту строки можуть відрізнятись у зв'язку із вимогами замовника до сценарію виконання візитів Таємними покупцями. Наведемо приклад середньовзваженого календарного плану виконання одного проєкту у таблиці 3.3:

Приклад календарного плану виконання проекту

Процес	01.10.2020	02.10.2020	03.10.2020	04.10.2020	05.10.2020	06.10.2020	07.10.2020	08.10.2020	09.10.2020	10.10.2020	11.10.2020	12.10.2020	13.10.2020	14.10.2020	15.10.2020	16.10.2020	17.10.2020	18.10.2020	19.10.2020	20.10.2020	21.10.2020	22.10.2020	23.10.2020	24.10.2020	25.10.2020	26.10.2020	27.10.2020	28.10.2020	29.10.2020	30.10.2020	31.10.2020
Обговорення особливостей проекту та погодження контракту																															
Менеджер проекту розробляє анкети та інструкції щодо здійснення візитів																															
Публікація анкет на сайті для Таємних покупців																															
Координатор таємних покупців знайомить виконавців візитів з усіма особливостями проекту																															
Таємний покупець виконує візит																															
Таємний покупець заповнює звіт (анкету)																															
Валідатор перевіряє анкету																															
Валідатор надсилає анкети замовнику																															
Клієнт приймає анкету/надсилає зворотній зв'язок																															
Менеджер проекту формулює фінальний звіт за результатами візитів, відправляє клінту																															
Замовник приймає звіт																															

3.2. Венчурне фінансування інноваційного підприємства: джерела, інструменти, умови.

Існують такі причини залучення інвестицій:

1. Майже весь світ працює на принципах інвестиційної економіки. Розвиток конкуренції та глобалізації.
2. Якщо власних коштів достатньо для ефективної довгострокової роботи і розвитку бізнесу, залучати інвестиції не потрібно.
3. Якщо є значна небезпека нестачі власних коштів або намір розвивати новий бізнес, варто подумати над залученням інвестора.

Які наслідки можуть виникнути в разі залучення інвестицій:

1. Втрата частини контролю.
2. Необхідність зважати на думку інвестора, а при значному контролі з боку інвестора - підкорятися його рішенням.
3. Втрата бізнесу в разі агресивної політики інвестора або невиконання менеджментом взятих на себе зобов'язань.

Окрім цього, форма фінансування може вплинути на фінансове становище компанії в такий спосіб:

- Власні кошти відволікаються від поповнення оборотних коштів, знижується термінова ліквідність.
- Часткові інвестиції зміцнюють фінансове становище компанії.
- Короткострокові позикові кошти - погіршують платоспроможність
- Довгострокові позикові кошти - не впливають на строкову ліквідність, але змінюють співвідношення власних і позикових коштів.
- Застосування конкретної схеми фінансування впливає на баланс компанії і на звіт про прибутки і збитки. В результаті використання тієї чи іншої схеми фінансування компанія рухається від одного типу структури пасивів до іншої.

Існує можливість використовувати різні інструменти фінансування. Серед них зазвичай виділяють:

- звичайні акції;
- привілейовані акції;
- конвертовані привілейовані акції;
- привілейовані акції з правом участі;
- конвертовані привілейовані акції з правом участі;
- опціони;
- боргові інструменти.

У загальній практиці проміжні дивіденди проєкту реінвестуються в подальший розвиток. При виборі інструмента інвестування головним стає аспект поділу прибутку при продажу компанії, на «виході» венчурного капіталіста.

Оптимальний варіант для підприємства - використовувати змішану структуру фінансування. Вибір між двома, основними джерелами (позиковим і власним капіталом) відбувається на підставі розуміння ступеня ризикованості

вкладень, для здійснення яких капітал залучається. В даному випадку бізнес-ризик (невизначеність фінансового результату інвестицій) високий, фінансовий ризик повинен бути відносно низький - тому вибір на користь власного капіталу.

Другий важливий фактор у виборі джерела капіталу - терміни, на які робляться інвестиції. Довгострокові проєкти фінансуються «довгим» акціонерним або позиковим капіталом.

Участь приватних інвесторів у фінансуванні компанії найдоцільніше в даному випадку, тому що:

- наразі кредитні ресурси недоступні;
- потреба у фінансуванні вже не може бути покрита власними ресурсами і мала для формальних венчурних фондів;
- щоб реалізувати свої амбіції, компанія має потребу у відносно довгостроковому капіталі, при цьому не може запропонувати ніяких істотних гарантій банкам;
- бізнес - ідея здатна принести акціонерам високий рівень доходів уже через рік;
- підприємець готовий запропонувати інвестору частину акцій в обмін на інвестиції;
- підприємство потребує посилення управлінської команди і готове до активної участі бізнес-ангела в управлінні.

3.3. Оцінка показників економічної ефективності проєкту

Основні параметри, що використовуються для оцінки потенційного доходу нового бізнесу, представлені нижче у таблиці 3.4:

Таблиця 3.4

Напрямки інвестицій та витрат

Інвестиції	Розмір інвестиції, \$	Витрати					
		1 місяць	2 місяць	3 місяць	4 місяць	5 місяць	6 місяць
Реєстрація суб'єкта господарювання	600						
Створення веб-сайту	1 000						
Послуги кадрового агентства з залучення персоналу на етапі розвитку компанії	5 000						
Підтримка сайту		2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Послуги з нерухомості для пошуку офісних приміщень	1 400						
Оренда офісу		2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
POS реєстрація	5 000						
Закупівля обладнання	15 000						
Всього	28 000	4 000	4000	4000	4000	4000	4000

Вартість одного проєкту для замовника становитиме 5000\$. Припустимо, що компанія вже з січня буде проводити мінімум 10 проєктів, а значить, що розглядаємо щомісячну виручку у розмірі 50,000\$ протягом 5 років.

Амортизація обладнання встановлена у розмірі 20% на рік, що складе 3,000\$ у якості постійних витрат по проєкту на рік.

Для досягнення результатів нам також потрібно визначити спочатку ставку дисконтування, враховуючи, що наша компанія ще не досягла масштабів та реального прогнозованого зростання. Ставка дисконтування це коефіцієнт, що застосовується для визначення поточної вартості грошових потоків, які прогножуються на майбутнє. В контексті оцінки вартості підприємства ставка дисконту характеризує норму доходу на інвестований капітал та норму його повернення в післяпрогнозний період, відповідно до якої на дату оцінки покупець може інвестувати кошти у придбання об'єкта оцінки з урахуванням компенсації

всіх своїх ризиків, пов'язаних з інвестуванням. Ставка дисконтування буде розраховуватися на базі “Capital Asset Pricing Model”.

Вартість власного капіталу, K_e . Інакше кажучи, це те, що інвестори очікують заробити на своїх інвестиціях в акції. Якщо вони приходять до висновку, що вони не отримають цього прибутку, вони продадуть акції, і ціна знизиться, якщо вони дійдуть до висновку, що отримають більше, ніж це повернення, додаткові інвестори куплять акції, і ціна зросте, врешті-решт. повернення до K_e в рівновазі.

Основною формулою для K_e є

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f), \text{ де}$$

R_f = безризикова норма прибутку.

Хороший проксі - це державні облігації США, тривалість яких відповідає часовим рамкам, про які інвестор думає, коли володіє акціями. 5-річний ДКО - хороший проксі. Сьогодні 5-річний ДКО дає 1,7%, 10-річний 2,2%, тому 2-відсоткова безризикова ставка є хорошим підтвердженням.

B (бета) = чутливість очікуваного повернення акцій до ринкової рентабельності. Доводиться використовувати історію для оцінки. Математично це коваріація історичної віддачі цієї конкретної акції та ринку, поділена на дисперсію ринку. Отже $B = \text{Cov}(R_s, R_m) / \text{Var}(R_m)$. Найкращий спосіб досягти цього - переглянути бета-версію подібних публічних акцій. Для публічних компаній SaaS бета-версія сьогодні становить близько 1,3.

R_m = Ринкова норма прибутку - те, що інвестори очікують на повернення ринку. Державні ринки за останнє десятиліття поверталися приблизно на 8% на рік, і можна подумати, що це розумна ставка, яку очікують інвестори. Можуть бути різні думки (наприклад, 5-річна норма прибутку набагато вища). Якщо компанія є приватною, можна очікувати набагато вищої норми прибутку.

Підключивши все це до нашої компанії, можемо припустити такий результат: $K_e = 2\% + 1,3 (8\% - 2\%) = 9,8\% \sim 10\%$ для публічної компанії SaaS.

Витрати та прибуток підприємства по проєкту на рік, грн..

Статті доходів та витрат	Сума на рік, дол.США
Виручка	600 000
Прямі виробничі витрати	48 000
Постійні витрати	3 000
Фонд оплати праці (30 працівників)	204 000
Відрахування на соц. внески (22% ЄСВ)	44 880
Всього витрат	299 880
Прибуток до оподаткування	300 120
Податок на прибуток 18%	54 021,6
Чистий прибуток	246 098,4

Отже, чистий прибуток компанії за рік розрахунково складе 246 098,4 дол. США, враховуючи, що виручки від реалізації проєктів складе 600 000 дол. США.

Розрахуємо економічну ефективність проєкту, дослідивши спочатку його рентабельність:

Рентабельність проєкту – це співвідношення його чистого прибутку до виручки, розраховується у відсотках. Звідси,

$$\text{Рентабельність проєкту} = (246\,098,4 / 600\,000) * 100\% = 41,52\%.$$

Тепер визначимо ключові показники ефективності:

Чиста теперішня вартість:

$$NPV = I + \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}, \text{ де}$$

Значення $CF_k / (1 + r)^N$ називається дисконтованим грошовим потоком на етапі N.

Коефіцієнт $1 / (1 + r)^N$, який використовується у формулі для розрахунку NPV, зменшується із збільшенням N, що відображає зменшення вартості грошей з часом.

Формула для розрахунку NPV може бути використана для оцінки інвестицій, вже здійснених у минулому, та доходів, отриманих від них. У цьому випадку ставка дисконтування буде від'ємною, а коефіцієнт $1 / (1 + r)^N$ зростатиме зі збільшенням N:

$$NPV = \$ 199,447.21$$

Індекс прибутковості (PI):

$$PI = \frac{NPV}{IC} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{IC};$$

$$PI = \$199,447.21 / \$28,000.00 = 7.12$$

Значення вище 1, що означає, що проєкт слід прийняти.

Внутрішня норма прибутку (IRR,%):

З використанням функції IRR у MS Excel, IRR встановлюється на рівні 214 %, що означає, що проєкт повинен бути прийнятий.

Враховуючи рівень облікової ставки 10,00%, наші прогнозовані грошові потоки на сьогодні, будуть коштувати \$ 129,978.37, що більше , ніж початковий \$ 28,000.00 інвестованих . Отриманий позитивний NPV вищевказаного проєкту становить \$ 199,447.21, який вказує на те, що проведення вищевказаного проєкту може бути оптимальним.

ВИСНОВКИ

Розвиток інновацій дозволяє оптимізувати та вдосконалити процес виробництва, що в кінцевому результаті дозволить підвищити ефективність економіки. У світі венчурний капітал застосовується ще із середини XX століття. Завдяки його використанню розвинулись такі відомі компанії як Apple, Intel, Microsoft, Digital, Lotus. Для нашої країни поняття «венчурне фінансування» відносно нове і потребує подальших теоретичних досліджень та практичних напрацювань.

У даній роботі ми вивчили економічну сутність та роль венчурного фінансування, дослідили фінансову діяльність венчурних підприємств та методи оцінки венчурних проєктів, проаналізували етапи становлення венчурної індустрії в світі, вивчили особливості венчурного фінансування в Європі, дослідили державну підтримку європейських венчурних підприємств, виявили проблемні питання формування інвестиційного клімату та покращення ефективності діяльності на ринку венчурного інвестування України, на основі вивчення наявних проблем теорії і практики розробили рекомендації з удосконалення венчурного бізнесу в Україні.

Вперше категорія "венчурний капітал" з'явилася в США в 1960-х роках. Однак лише на початку XXI століття цей тип капіталу привернув увагу економістів. Саме поняття венчурного інвестування можна трактувати по-різному. З одного боку, вони є значною ризикованою інвестицією лише на ранніх стадіях розвитку бізнесу або навіть зародком бізнес-ідеї. Інші дослідники віддають перевагу більш широкій ролі, яка включає будь-яке фінансування для швидкого зростання бізнесу. Таким чином, венчурний капітал є джерелом фінансування не тільки для створення стартового капіталу, але і для пізніших етапів побудови інноваційної компанії.

Венчурний капітал у Західній Європі в основному використовується для розвитку. Оскільки фінансування ризикового капіталу для певних видів діяльності

в більшості випадків дає низьку віддачу, але пов'язане з набагато меншим ризиком.

Більшість країн, таких як Нідерланди, Великобританія, Німеччина та Італія, мають заходи щодо стимулювання ризикованих компаній за рахунок державних ресурсів, державних гарантій, зменшення валютних податків та створення валютних ринків. Розвиток нових технологій поглинає більшу частину цих інвестицій. Важливою особливістю венчурного фінансування в США, на відміну від Європи, є набагато вищий рівень інвестицій у бізнес на ранніх стадіях розвитку: 25-30% у США та 15-17% у Європі.

В Україні ризикове підприємництво виникло внаслідок переходу до нових організаційно-правових форм підприємництва під час економічних реформ в інноваційній сфері економіки. У нашій країні ця категорія означає конкретну інституцію взаємних інвестицій, правила створення, функціонування та закриття якої визначаються взаємною діяльністю компанії з управління активами та загальними правилами діяльності установи. Правова база для функціонування українських фондів венчурного капіталу була створена з набранням чинності українським Законом про інститути спільного інвестування (пайові фонди та компанії).

Основна відмінність між фінансуванням венчурного капіталу та традиційним фінансуванням полягає в тому, що активи надаються компанії-одержувачу без гарантії власності чи заощаджень. Тільки відповідний пакет акцій, який менший за контрольний пакет акцій, є єдиною гарантією, тобто фінансування венчурного капіталу надається компанії для перспективної ідеї.

З метою зменшення ризику найпоширенішою є комбінована форма вкладення венчурного капіталу: частина коштів розподіляється під власний капітал, інша - у формі інвестиційної позики. Існує два можливі напрямки венчурного інвестування: інвестиції в нові, швидкозростаючі, керовані технологіями компанії; фінансування реструктуризації компанії шляхом переходу до власного управління або третьої сторони.

Серед основних умов фінансування венчурного капіталу слід зазначити, що товариства з обмеженою відповідальністю, приватні, кооперативні чи державні установи не можуть інвестувати у фонд венчурного капіталу; очікується, що приріст капіталу складе 30-50% на рік.

Тільки акціонерні товариства, які мають чітко визначений механізм продажу акцій, можуть інвестувати у фонди венчурного капіталу. Український ринок венчурного капіталу має суттєві відмінності порівняно із зовнішніми. Перш за все, сфера венчурного інвестування інша - найпривабливіші сфери в Україні - це ІТ, сільське господарство та туризм. Натомість, розглядаючи інвестування в США та Європі, це інвестиція переважно тільки в інноваційні проекти. Тільки юридичні особи (тобто венчурні капіталісти) можуть брати участь у фондах. Ні приватні особи, ні страхові компанії, ні пенсійні фонди не можуть інвестувати у фонди венчурного капіталу.

Національні фонди венчурного капіталу в основному використовуються для оптимізації управління активами фінансових та промислових груп та представляють зниження податків за кордоном.

Основними причинами цього є непрозоре та недосконале законодавство, яке не передбачає суворих законодавчих вимог щодо складу та структури та діяльності активів венчурного капіталу, що характерно для інших UCI. По-перше, ці кошти звільнені від податку на прибуток та ПДВ. Це означає, що поки кошти інвестора знаходяться у фонді, вони дають дохід, який оподатковується лише після завершення його роботи та виплати дивідендів. Накопичуючи прибуток у фонді венчурного капіталу, інвестор має можливість конвертувати його в інші проекти без сплати податків. Такий фонд може бути створений на невизначений термін, оскільки національне законодавство не встановлює жодних обмежень щодо цього. Це дозволяє власникам фондів венчурного капіталу безпечно запускати та виводити кошти та фінансувати активи, не турбуючись про те, скільки такий фонд принесе і скільки необхідно сплатити податки.

Крім того, фонди венчурного капіталу в Україні відрізняються від загальної маси тим, що їх активи можуть повністю складатися з фондів, нерухомості, прав

компаній, позикових прав та цінних паперів, якими заборонено торгувати на фондовій біржі. Включення до активів Фонду позикового капіталу заборонено українським законодавством (інші активи) у формі векселів, застави, угод про передачу боргу, позик та інших форм. Іншими словами, фонди венчурного капіталу дають можливість інвестувати кошти за кордон, запровадити системи векселів, отримати позики під заставу активів. З 2011 року Асоціація інвестиційних фірм України припинила публікацію статистичних даних про прибутковість ІСІ компанії. Відсутність детальної аналітики та статистики у вільному доступі для кожного, про галузі, які отримують інвестиції венчурного капіталу, робить їх найбільш непрозорим гравцем на ринку ІТЦ та підкреслює зловживання організаційною формою фондів венчурного капіталу.

З кожним роком Україна зміцнює свої позиції на міжнародній ІТ-арені, збільшує обсяги залучених інвестицій по всьому світу, і стаючи домівкою для юнікорнів та R&D хабом для іноземних компаній. Не дивлячись на той факт, що іноземний капітал дійсно залучається до України, в ІТ-галузі весь капітал, що саме залишається у країні – це тільки зарплатний фонд, який документально оформлюється з того, що працівники, у данному випадку ФОПи – надають послуги для ЗЕД.

Однак слід зазначити, що ринок венчурного капіталу в Україні ще перебуває у стадії започаткування. Це створює національне завдання створення ефективної екосистеми взаємодії між інноваційними компаніями та усіма сегментами ринку венчурного капіталу в Україні. Саме тому, сьогодні існує нагальна потреба у перенаправленні українських венчурних фондів, які безпідставно користуються спеціальним податковим режимом та іншими преференціями, передбаченими для них. Тому корисно:

- 1) вдосконалити нормативно-правову базу для функціонування вітчизняних підприємств, зокрема прийняття Закону України "Про інвестиції в ризикові інвестиції" та внесення відповідних змін до відповідних законів та нормативних актів;

2) створення умов для продажу своїх акцій компаній, які потребують знань на біржі;

3) перегляд процедури надання податкових пільг, особливо в частині податку на прибуток, щоб вони не сприяли "законному" ухиленню від сплати податків. Податкові пільги, що надаються хедж-фондам, слід диференціювати за ступенем інновацій та пріоритетом для економіки певної компанії чи діяльності, в яку хедж-фонд інвестує.

Також в ході даного магістерського проєкту було розроблено рекомендації для компанії ТОВ «ФОРСЕРВІЗ ЮА СЕЙЛЗ» щодо залучення венчурних інвестицій. Проведені розрахунки дають можливість зробити висновок, що при реалізації проєктів методом «Таємний покупець» компанія здатна вийти на прибутковий рівень вже через декілька років.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Аналітичний огляд ринку управління активами в Україні: результати 2013 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1954/11/2013-f.pdf>
2. Аналітичний огляд ринку управління активами в Україні: результати 4-го кварталу та всього 2014 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/files/articles/2245/55/Q4%202014%20%20Full%202014_fina1.pdf
3. Архієреєв С., Попадинець О. Роль державної підтримки розвитку венчурного бізнесу для збільшення випуску високотехнологічної та інноваційної продукції // <http://www.niss.gov.ua/Monitor/May08/08.htm>.
4. Баранов, А. О. Реальные опционы в венчурном финансировании: оценка с позиций венчурного фонда [Текст] / А. О. Баранов, Е. И. Музыко // Вестник НГУ. Серия: Социально-экономические науки. – 2011. – Т. 11. – Выпуск 2. – С. 62-70.
5. Бендерський Ю. Роль інвестицій та інновацій в реструктуризації економіки // Економіка України. – 1998. – № 9. – С. 39–47.
6. Бояринова К. В. Венчурне фінансування малих інноваційних підприємств / К. В. Бояринова [Електронний ресурс]. – Режим доступу : **Ошибка! Недопустимый объект гиперссылки.**
7. Брігхем, Е. Ф. Основи фінансового менеджменту [Текст] / Е. Ф. Брігхем. – Київ: Молодь, 1997. – 1000 с.
8. Бутурлакiна Т.О. Проблеми функціонування венчурного капіталу як джерела фінансування інноваційної діяльності в Україні та шляхи вдосконалення (на прикладі досвіду США) [Електронний ресурс] / Т. О. Бутурлакiна, Завацька В.В. — Глобальні та національні проблеми економіки. — 2015. — Випуск 4. — С. 791-794. — Режим доступу: <http://www.global-national.in.ua/archive/4-2015/167.pdf>
9. Юмашев В. Огляд ринку венчурних і прямих інвестицій в Україні у 2019 році [Електронний ресурс]. – Режим

доступу: <https://www2.deloitte.com/ua/uk/pages/press-room/press-release/2020/investments-into-startups-2019.html>

10. Галасюк, В. О конфликте критериев IRR и NPV [Электронный ресурс] / В. Галасюк. – Режим доступа к документу: http://www.cfin.ru/finanalysis//invest/npv_vs_irr.shtml.

11. Герасимчук В. Г., Школьна О. В. Управління ризиками в іноземному венчурному фінансуванні інноваційних проєктів// Вісн. нац. ун-ту Львів. політехніка. Пробл. економіки та упр. – 2008. – № 628. – С. 424-429.

12. Гулькин, П. Г. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO [Текст] / П. Г. Гулькин, Т. А. Теребынькина. – СПб. : ООО «Аналитический центр Альпари СПб», 2002. – 190 с.

13. Дані офіційного сайту National Venture Capital Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nvca.org/research/venture-investment>.

14. Деревянко Б. В. Нормативно-правове регулювання діяльності венчурних фондів [Електронний ресурс] / Б. В. Деревянко, Р. Счастливцева // Підприємництво, господарство і право. — 2017. — № 1. — С. 59—64. — Режим доступу: <http://essuir.sumdu.edu.ua/handle/123456789/50248>.

15. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – 3-тє вид., виправ. та доп. – К., 2000.

16. Інвестування в Українські IT-Start-Up – Ризик чи Виграш [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://global-ukraine-news.org/2016/01/18/investuvannya-v-ukrayinski-start-ryzyk-chy-vygrash>

17. Клименко В. В. Венчурне фінансування інноваційногорозвитку: світовий досвід та Україна / В. В. Клименко [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://jrnl.nau.edu.ua/index.php/IMV/article/viewFile/2875/2864>

18. Ковалев, В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности [Текст] / В. В. Ковалев. – М. : "Финансы и статистика", 1995. – 432 с.

19. Ковалишин П.В. Формування та розвиток ринку венчурного інвестування України : монографія / П.В. Ковалишин. – Миколаїв : Вид-во МДАУ, 2008. –302 с.
20. Литвин І. В. Планування фінансового забезпечення і реалізації інноваційних проєктів венчурних підприємств // Вісн. нац. ун-ту Львів. політехніка. Менедж. та підприємництво в Україні: етапи становлення і пробл. розв. – 2008. – № 624. – С. 191-199.
21. Лукашов, А. В. Венчурное финансирование: стоимость компаний и корпоративное управление [Текст] / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. - 2006. – №2. –Ч. 1. С. 78-97.
22. Лях І. І. Роль механізму венчурного фінансування в підтримці національної інноваційної системи України / І. І. Лях [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://sp.niss.gov.ua/content/articles/files/8-1457001258.pdf>
23. Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций Европейская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования – 2009. [Текст] / Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования. – 2010. – 80 с.
24. Новиков Д. А., Иващенко А. А. Модели и методы организационного управления инновационным развитием фирмы. – М.: КомКнига, 2006. – 332 с.
25. Носова Є. А. Сучасний стан та особливості функціонування венчурних інвестиційних фондів в Україні [Електронний ресурс] / Є. А. Є. А.Носова, Д. Б. Могге // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». — 2017. — №3. — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=5491>.
26. Олейников А. Венчурные фонды в Украине: внутрикорпоративная оптимизация или высокотехнологический прорыв? /А. Олейников [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.inventure.com.ua/analytycs/formula>
27. Олейников А. Венчурные фонды в Украине: внутрикорпоративная оптимизация или высокотехнологический прорыв? [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://inventure.com.ua>

28. Осецький В. Л. Інвестиції та інновації: проблеми теорії і практики. – К.: Інститут аграрної економіки УААН, 2003. – 412 с.
29. Офіційний сайт Всесвітньої організації інтелектуальної власності [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.wipo.int/portal/en/index.html>
4. Офіційний сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>
30. Петрук О. М., Мошенський С. З. Теорія та практика венчурного фінансування: монографія. – Житомир: Рута, 2008. – 248 с.
31. Пилипенко Б. Г. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційних процесів / Б. Г. Пилипенко [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ubs.edu.ua/images/PDF/venchur_plan.pdf
32. Плоткін Я.Д., Дубодєлова А.В. Підприємцю про підприємництво. Зарубіжний досвід. – Львів, 1999.
33. Податковий кодекс України: Закон України від 02.12.2010 №2755-VI (зі змінами та доповненнями) // Офіційний сайт Верховної ради України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>
34. Покропивний С. Інноваційний менеджмент у ринковій системі господарювання // Lviv Polytechnic National University Institutional Repository <http://ena.lp.edu.ua> 218 Економіка України. – 1995. – № 2. – С. 24–31.
35. Поручник А. М., Антонюк Л. Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні. – К.: КНЕУ, 2000. – 171 с.
36. Поручник А.М., Антонюк Л.Л. Венчурний капітал: зарубіжний досвід та проблеми становлення в Україні. – К., 2000.
37. Про венчурні інвестиційні компанії: Проект Закону України // <http://www.in.gov.ua/index.php?get=118&id=1495>.
38. Про венчурні фонди інноваційного розвитку: Проект Закону України // <http://www.in.gov.ua/index.php?get=118&id=1499>.

39. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15 бер. 2001 р., № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21.
40. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 05.07.2012 № 5080-VI. — URL: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>
41. Про програму наукових досліджень і інновацій ЄС «Горизонт-2020» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://2020.pntu.edu.ua/about>
42. Радзиевская Л.Ф., Волощенко С.И. Уроки рискованного бизнеса: обзорная информация. – К., 1992. – Вып. 1. – 27 с.
43. Рузавина Е., Шеховцева Н. Венчурный капитал и инновации // Рос. экон. журн. – 1992. – № 7. – С. 100–108.
44. Сас Б. Б. Розвиток системи венчурного фінансування в Україні / Б. Б. Сас [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://econa.org.ua/index.php/econa/article/viewFile/%20635/pdf_250
45. Стариченко О. Особливості та можливості венчурних інвестиційних фондів в Україні [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/195.htm
46. Стартап-итоги 2015: Украина и мир [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ubr.ua/market/startup-time/startap-itogi-2015-goda-ukraina-i-mir>
47. Твисс Б. Управление научно-техническими инновациями. – М.: Экономика, 1989. – 388 с.
48. Титов, В. И. Экономическая оценка инвестиций [Текст] : монография: в 2 т. Т. 2 / В. И. Титов. – М. : НИИ школьных технологий, 2009. – 400 с.
49. Товмасян В. Р. Проблемы розвитку венчурного інвестування в Україні / В. Р. Товмасян // Економіка та держава. - 2015. - № 2. - С. 152-156.
50. Украина потеряла 8 мест в рейтинге инновационных стран по версии Bloomberg [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://economics.lb.ua/state/2016/01/19/325902_ukraina_poteryala_8_mest_reytinge.html

51. Цихай Т.В. Роль венчурної індустрії у формуванні національної інноваційної системи / Т.В. Цихай // Теорія і практика управління. – 2010.-№ 11. — С. 32-40
52. Шатирко Д. В. Оцінка світового досвіду венчурної діяльності та його адаптація до реалій української економіки/ Д. В. Шатирко// Економіка. Управління. Інновації.- 2015.- Випуск № 1 (13).
53. Chesbrough H. W. Making sense of corporate venture capital // Harvard business rev. – Boston, 2002. – Vol. 80. – № 3. – P. 90-99.
54. Cooke Ian, Mayers P. Introduction to Innovation and Technology Transfer. – Boston: Artech House, Inc., 1996. – Part 1. – 124 p.
55. Engel, D. Firm-level implications of early stage venture capital investment — An empirical investigation [Текст] / D. Engel, M. Keilbach // Journal of Empirical Finance. – 2007. – Volume 14. – Issue 2. – P. 150–167
56. European Venture Capital Association [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.investeurope.eu>.
57. Innovation Union Scoreboard 2015 [Electronic resource]. – Mode of access : http://ec.europa.eu/growth/industry/innovation/factsfigures/scoreboards/files/ius-2015_en.pdf
58. Kung, C. -Y. Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance [Текст] / C. -Y. Kung, K. -L. Wen // Decision Support Systems. – 2007. – Volume 3. – Issue 2. – P. 842-852
59. Macmillan, I. C. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals [Текст] / Ian C. Macmillan, R. Siegel, Narasimha P. N. Subba // Journal of Business Venturing. – Volume 1. – Issue 1. – Winter 1985. – P. 119-128.
60. National Science Board. 2016. Arlington, VA: National Science Foundation Science and Engineering Indicators 2016 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.nsf.gov/statistics/2016/nsb20161/#/digest> (дата обращения 28.10.2017).
61. Oliver N. Benchmarking Product Development. - Working Paper, Judge Institute of Management Studies, University of Cambridge, 1996

62. PitchBook [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.geekwire.com/2017/vc-investment-activity-2016-dips-year-prior-still-reaches-69b-across-7751-companies/>
63. The Bloomberg Innovation Index [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.bloomberg.com/graphics/2015-innovative-countries/>
64. Tobin, J. Liquidity preference as behaviour towards risk [Текст] / J. Tobin // The Review of Economic Studies. The Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University –1958. – №67. – P. 65–86.
65. Turning the corner. – Global venture capital in sight and trends 2013 [Текст]. – Ernst & Young – 17 p.
66. UNESCO Science report [Электронный ресурс]. URL: <http://unesdoc.unesco.org/images/0023/002354/235407e.pdf> (дата обращения 28.10.2017).
67. Wainwright, F. Note on Private Equity Deal Structures [Текст] / F. Wainwright, C. Blaydon. – Tuck School of Business at Dartmouth. –2005. –P. 1-15