

УДК 339.9+330.8

DOI: <https://doi.org/10.37320/2415-3583/22.2>**фон Розен В.М.**кандидат економічних наук, доцент
Київський національний економічний університет

імені Вадима Гетьмана

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6678-0140>

ЕВОЛЮЦІЯ КОНЦЕПЦІЙ ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ: ІСТОРИЧНИЙ РОЗВИТОК ТА ПЕРСПЕКТИВИ

У статті досліджено деякі підходи до визначення венчурного капіталу та пов'язані з ним інші дефініції. Серед таких дефініцій: венчурний бізнес, венчурні інвестиції, венчурне фінансування, венчурні капіталісти, інновації, підприємництво, інноваційне підприємництво. Ставиться акцент на історичному розвитку венчурного капіталу та особливостях цього розвитку для США та Європи. Розглянуто процес розвитку венчурного бізнесу у взаємозв'язку та взаємозалежності від рівня розвинутоності підприємництва, інноваційності країн, а також розвитку фінансового ринку та його інституційної структури. Висновки стосуються багатоаспектності поняття «венчурний капітал». Звернено увагу на необхідність його розгляду у зв'язку з іншими питаннями, такими як: правове підґрунтя та оподаткування, особливості управління, вплив транскордонних умов, зміна бізнес-моделі, освітні інституції тощо. Це ставиться в завдання подальших досліджень.

Ключові слова: венчурний капітал, венчурний бізнес, приватний акціонерний капітал, інновації, підприємництво.

Постановка проблеми. Виникнення поняття венчурного капіталу пов'язують із проривом в інноваційному розвитку та подальшому розвитку підприємництва наприкінці 50-х років минулого сторіччя. Хоча можна говорити в історичному плані про появу венчурного капіталу набагато раніше. Розвиток концепцій венчурного капіталу отримав останні два десятиліття нового поштовху. Останні дослідження із цього приводу свідчать про особливо бурхливий розвиток поряд зі США також у країнах Європи, Азії та арабських країнах.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Розглядом питання венчурного капіталу, його розвитком та суміжними з ним питаннями займалися такі вчені-економісти, як: Richard A. Bready, Stewart C. Myers, Franklin Allen; Robert D. Hisrich, Michael P. Peters, Dean A. Shepherd; Stefano Caselli та Giulia Negri; Massimiliano Guerini, Anita Quas; Brad Feld, Jason Mendelson; Harm F. De Vries, Menno J. Van Loon, Sjoerd Mol; Tobias Kollmann; Nikolas Samios, Anja Arnold; Martin Giese, Nicolaj Hojer Nielsen; Arthur Rock та ін.

Мета статті полягає у дослідженні еволюції концепцій венчурного капіталу та особливостей історичного розвитку венчурного інвестування, а також дослідженні поступового розширення компетенцій, що мають відношення до поняття «венчурний капітал»; розгляді в історичному контексті розвитку венчурного бізнесу; з'ясуванні не вирішених ще питань та можливих напрямів подальших досліджень.

Виклад основного матеріалу. Існує дуже тісний зв'язок між поняттями «приватний акціонерний капітал», private equity capital, «венчурний капітал». Визначення приватного капіталу пов'язане з інвестиціями в приватні компанії, своєю чергою, ці приватні компанії можуть знаходитися на різних стадіях свого життєвого циклу. Венчурний капітал пов'язаний із початковою стадією життєвого циклу діяльності підприємства та відповідним інвестуванням. Хоча поняття приватного акціонерного капіталу і відноситься до всієї індустрії приватного інвестування, але поняття венчурного капіталу вважається таким, що виникло раніше. У подальшому можна зустріти таке визначення, як venture-backed company, це означає виникнення та розвиток компанії за початкового венчурного інвестування [1, с. 4].

Перш ніж розглянути інші поняття, пов'язані з венчурним капіталом, з'ясуємо його сутність на базі останніх досліджень науковців різних шкіл.

Один із підходів до визначення венчурного капіталу, за аналогією з попереднім підходом, – це визначення як інвестиції капіталу в молоді приватні компанії. Такий венчурний капітал можуть надавати відповідні інвестиційні інституції або заможні особи, які готові підтримати новостворену компанію в обмін на частину її акцій [2, с. 391].

За іншим підходом венчурний капітал визначається як один зі шляхів фінансування компаній. Brad Feld та Jason Mendelson зазначають, що лише невеликий відсоток компаній, що з'явилися та/або зрос-

тали за рахунок венчурного капіталу, досягли успіху, але серед таких є багато великих технологічних компаній, включаючи Google, Apple, Cisco Systems, Yahoo!, Netscape, Sun Microsystems, Compaq, Digital Equipment Corporation та America Online. Інші компанії, такі як Facebook, Twitter, Airbnb, LinkedIn та Uber, також були свого часу профінансовані за рахунок венчурного капіталу [3].

Тут доречно згадати відоме правило 100/10/1, яке згадують Stefano Caselli та Giulia Negri. По суті, це правило описує рівень ризику інвестування в компанію на seed-фазі. Інвестор має приблизно 100 проєктів, 10 із них він фінансує і буде задоволений, коли один проєкт буде успішним [1, с. 61].

У роботі Harm F. De Vries, Menno J. Van Loon, Sjoerd Mol акцентується увага на венчурному капіталі як сегменті індустрії приватного капіталу, що фокусується на інвестуванні в нові компанії з високими темпами зростання [4, с. 183].

У контексті підприємництва, у визначенні Robert D. Hisrich, Michael Peters, Dean A. Shepherd, венчурний капітал – це довгострокова інвестиція, як правило, терміном на п'ять років, що пов'язана «...зі створенням компаній на ранніх стадіях, розширенням та/або поживленням існуючого бізнесу, фінансуванням викупу існуючих коштів за допомогою кредитних плечей або приватного бізнесу» [5, с. 334]. Науковці також зважають на тісний зв'язок із ринком капіталу, що опосередковує участь венчурного капіталіста в компаніях через портфельне інвестування. «У кожній інвестиції венчурний капіталіст бере участь у капіталі через акції, варанти та/або конвертовані цінні папери та бере активну участь у моніторингу кожної портфельної компанії, що приносить інвестиції, фінансове планування та навички ведення бізнесу, необхідні фірмі» [5, с. 334]. Також зазначається можлива участь інших інвесторів, таких інституцій, як пенсійні фонди, фонди заохочення та ін., у тому числі іноземні інституції. Важливість венчурного фінансування для високотехнологічних компаній відзначають й інші науковці (Gompers and Lerner 2001; Denis 2004). Так само, як і важливість участі венчурних інвесторів не тільки у фінансовій, а й у адміністративній, маркетинговій стратегічній та управлінській підтримці (Gorman and Sahlman 1989; Sahlman 1990), також зазначають Massimiliano Guerini, Anita Quas [6].

Німецький науковець Tobias Kollmann зазначає, що в німецькій мові немає точного перекладу поняття «венчурний капітал». Відповідними перекладами можуть служити такі визначення: ризиковий (Wagnis), ризиковий (Risiko), підприємницький та капітал шансу [7, с. 705]. Останній переклад, по суті, – визначення, що вдало розкриває саму сутність венчурного капіталу та його вплив на розвиток саме інноваційного підприємництва.

Martin Giese, Nicolaj Hojer Nielsen визначають венчурний капітал як ризиковий капітал із найбільш високим ризиком втрати, але й кращою можливістю щодо отримання більш високого прибутку [8, с. 487].

Інше визначення венчурного капіталу – це інвестиції в акціонерний капітал у новостворених компаніях із високим потенціалом зростання, що належать до класу активів приватного капіталу [9, с. 43].

Nikolas Samios, Anja Arnold у своїй книзі зазначають роль венчурного фінансування незалежно від того, чи то є кошти приватних інвесторів (бізнес-ангелів), чи інституційних (наприклад, фондів венчурного інвестування), є рушійною силою для інновацій, що швидко розвиваються [10, с. 14–15].

У своєму інтерв'ю Arthur Rock, один із перших венчурних капіталістів, визначав свою діяльність як сприяння створенню та розвитку нового бізнесу [11].

Порівнюючи, таким чином, різні за часом та змістом визначення венчурного капіталу, слід зауважити поступове розширення змісту в історичному плані та відповідно до необхідності деталізації. Так, у кінці 50-х років за тодішніх умов регулювання і наявних фінансових інструментів акцент ставився на питанні фінансування нового та/або бізнесу, що розвивається, переважно у зв'язку з інноваційним характером діяльності. До речі, Brad Feld та Jason Mendelson називають Digital Equipment Corporation (США) першою найбільш відомою венчурною інвестицією [12, с. 1–2].

Якщо брати до уваги європейську практику і безпосередньо досвід Німеччини, то слід зазначити певні особливості розвитку ринку капіталу. Фактично лише з 1997 р. розпочався розвиток можливостей для діяльності підприємців (перш за все інноваційних напрямів підприємницької діяльності) та зростання активності та кількості інвестиційних фондів. За короткий час бізнес венчурного капіталу перетворився на швидкозростаючий та перспективний напрям [13].

У 2021 р. за загальною оцінкою обсягів венчурного інвестування за країнами Європи перша трійка країн така:

1. Велика Британія – 34,9 млрд євро.
2. Німеччина – 17,2 млрд євро.
3. Франція – 11,3 млрд євро [15].

Також відзначаються суттєвими обсягами венчурного інвестування Швеція (8,1 млрд євро), Швейцарія (2,8 млрд євро) та Нідерланди (5,6 млрд євро) [14].

Узагальнюючи світову практику, слід зазначити, що основними ознаками венчурного капіталу порівняно з іншими формами інвестування є його найбільш ризикований характер. Венчурне інвестування відбувається на ранніх стадіях життєвого циклу підприємства та переважно за інноваційними напрямками і прямо пов'язане з так званім іннова-

ційним підприємництвом. Ще однією особливістю венчурного інвестування є те, що зиск вкладників має довгоочікуваний характер і пов'язаний зі злиттям та поглинанням та первинним публічним розміщенням. Основною перевагою венчурних капіталістів є суттєвіша участь у капіталі [15].

У зв'язку із викладеним вище слід зазначити про існування безпосереднього зв'язку і взаємного впливу між формуванням зовнішніх та внутрішніх складників впливу на розвиток венчурного бізнесу (визначаючи «венчурний бізнес» як особливу форму організації бізнесу, пов'язану з ризиковим інвестуванням, переважно за інноваційними напрямками підприємницької діяльності). До перших ми можемо віднести правове підґрунтя, умови оподаткування та їхній вплив, вплив транскордонних умов (особливо за сучасних умов глобалізації конкурентного середовища), розви-

ток ринку капіталу та фінансових інститутів. До других – управління, питання бізнес-моделі та необхідності її зміни у зв'язку з подальшим інноваційним розвитком.

Висновки. У статті досліджено деякі підходи до визначення венчурного капіталу та пов'язаних із ним понять. Також відзначено особливості розвитку венчурного капіталу у США та країнах Європи. Окрім того, слід відзначити багатоаспектність понять «венчурний капітал» та «венчурний бізнес», особливості їх розвитку та необхідність розгляду для визначення правового підґрунтя, умов оподаткування та їх впливу, управління, впливу транскордонних умов; питання бізнес-моделі та необхідності її зміни у зв'язку з подальшим інноваційним розвитком, розвитком ринку капіталу та фінансових інститутів. Ці питання є завданням подальших досліджень.

Список використаних джерел:

1. Caselli S., Negri G. (2021) Private Equity and venture capital in Europe. Markets, Techniques, and Deals. Third edition. Academic Press is an imprint of Elsevier.
2. Brealy R.A., Stewart C. Myers S.C., Allen F. (2020) Principles of Corporate Finance. Thirteenth edition, McGraw-Hill Education.
3. Feld B., Mendelson J. (2019) Venture Deals. Be smarter than your lawyer and venture capitalist. Fourth Edition, Wiley.
4. De Vries H.F., Van Loon M.J., Mol S. (2016) Venture capital. Deals terms. A guide to negotiating and structuring venture capital transactions. HMS Media Vof.
5. Hisrich R.D., Peters M.P., Shepherd D.A. (2020) Entrepreneurship. Eleventh edition, McGrawHill Education.
6. Guerini M., Quas A. (2015) Governmental venture capital in Europe: screening and certification. Journal of Business Venturing. URL: <https://www.researchgate.net/publication/284136763> (дата звернення: 25.01.2022).
7. Kollmann T. (2019) E-Entrepreneurship. Grundlagen der Unternehmensgründung in der Digitalen Wirtschaft. 7.Auflage, Springer Gabler.
8. Giese M., Hojer H.N. (2020) Startup Finanzierung. Dein Insider- Guid Praxistipps von Investoren für Gründerinnen und Gründer. 1. Auflage, Impressum.
9. Treibstoff Venture Capital: Wie wir Innovationen und Wachstum befeuern. (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungs-gesellschaften e.V., Internet Economy Foundation, Roland Berger GmbH). URL: <https://www.yumpu.com/de/document/read/61778382/treibstoff-venture-capital-wie-wir-innovation-und-wachstum-befeuern> (дата звернення: 27.01.2022).
10. Samios N., Arnold A. (2018) DEALTERMS.VC Von Handwerk, Kunst und Philosophie der Venture-Capital-Finanzierung von Startups in Deutschland, COOPERATIVA. Venture Services GmbH, Berlin.
11. Rock A. Interviewer: Amy Blitz, HBS Director of Media Development for Entrepreneurial Management. URL: <https://docplayer.net/19138967-Arthur-rock-arthur-rock-the-early-years-the-hbs-experience-finding-the-opportunity-fairchild-semiconductor.html> (дата звернення: 25.01.2022).
12. Feld B., Mendelson J. (2019) Venture Deals. Be smarter than your lawyer and venture capitalist. Fourth Edition, Wiley.
13. Fiedler M.-O., Hellmann T. Against All Odds The Late but Rapid Development of the German Venture Capital Industry (The Journal of Private Equity) URL: <https://jpe.pm-research.com/content/4/4/3> (дата звернення: 22.08.2022).
14. Total value of venture capital investments in Europe in 2021, by country. (Statista). URL: <https://www.statista.com/statistics/879080/value-of-investments-by-venture-capital-europe/> (дата звернення: 25.01.2022).
15. Venture capital worldwide – statistics & facts. (Statista). URL: <https://www.statista.com/topics/4724/venture-capital-worldwide/#dossierKeyfigures> (дата звернення: 25.01.2022).

References:

1. Caselli S., Negri G. (2021) Private Equity and venture capital in Europe. Markets, Techniques, and Deals. Third edition. Academic Press is an imprint of Elsevier.
2. Brealy R. A., Stewart C. Myers S. C., Allen F. (2020) Principles of Corporate Finance. Thirteenth edition, McGraw-Hill Education.
3. Feld B., Mendelson J. (2019) Venture Deals. Be smarter than your lawyer and venture capitalist. Fourth Edition, Wiley.
4. De Vries H. F., Van Loon M. J., Mol S. Venture capital. Deals terms. A guide to negotiating and structuring venture capital transactions (2016) HMS Media Vof.

5. Hisrich R.D., Peters M.P., Shepherd D.A. (2020) *Entrepreneurship*. Eleventh edition, McGrawHill Education.
6. Guerini M., Quas A. (2015) Governmental venture capital in Europe: screening and certification. (*Journal of Business Venturing*). Available at: <https://www.researchgate.net/publication/284136763> (accessed 25 January 2022).
7. Kollmann T. (2019) *E-Entrepreneurship. Grundlagen der Unternehmensgründung in der Digitalen Wirtschaft [E-Entrepreneurship. Basics of founding a company in the digital economy]*. 7. Auflage, Springer Gabler.
8. Giese M., Hojer H. N. (2020) *Startup Finanzierung. Dein Insider- Guid Praxistipps von Investoren für Gründerinnen und Gründer [Startup financing. Your insider guide Practical tips from investors for founders]*. 1. Auflage, Impressum.
9. *Treibstoff Venture Capital: Wie wir Innovationen und Wachstum befeuern [Fuel Venture Capital: How we fuel innovation and growth]* (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V., Internet Economy Foundation, Roland Berger GmbH). Available at: <https://www.yumpu.com/de/document/read/61778382/treibstoff-venture-capital-wie-wir-innovation-und-wachstum-befeuern> (accessed 27 January 2022).
10. Samios N., Arnold A. (2018). *DEALTERMS.VC Von Handwerk, Kunst und Philosophie der Venture-Capital-Finanzierung von Startups in Deutschland, COOPERATIVA. [DEALTERMS.VC About the craft, art and philosophy of venture capital financing of startups in Germany]* (Venture Services GmbH, Berlin).
11. Rock A. Interviewer: Amy Blitz, HBS Director of Media Development for Entrepreneurial Management. Available at: <https://docplayer.net/19138967-Arthur-rock-arthur-rock-the-early-years-the-hbs-experience-finding-the-opportunity-fairchild-semiconductor.html> (accessed 25 January 2022).
12. Feld B., Mendelson J. (2019) *Venture Deals. Be smarter than your lawyer and venture capitalist*. Fourth Edition, Wiley.
13. Fiedler M.-O., Hellmann T. *Against All Odds The Late but Rapid Development of the German Venture Capital Industry (The Journal of Private Equity)* Available at: <https://jpe.pm-research.com/content/4/4/3> (accessed 22 August 2022).
14. Total value of venture capital investments in Europe in 2021, by country. (Statista). Available at: <https://www.statista.com/statistics/879080/value-of-investments-by-venture-capital-europe/> (accessed 25 January 2022).
15. *Venture capital worldwide – statistics & facts*. (Statista). Available at: <https://www.statista.com/topics/4724/venture-capital-worldwide/#dossierKeyfigures> (accessed 25 January 2022).

von Rosen Viktoriia

National Economic University named after Vadym Hetman

EVOLUTION OF VENTURE CAPITAL CONCEPTS: HISTORICAL DEVELOPMENT AND PERSPECTIVE

The aim of the article is to study the evolution of venture capital and the features of the historical development of venture capital. The task is to explore the gradual expansion of competencies related to the concept of "venture capital". In addition, the article clarifies unresolved issues as possible areas for further research. Among the tasks of this study is to explore the need to take into account an integrated approach of the analysis of venture capital in the context of its historical development. In accordance with the goal of the study, the following research methods were used, such as analysis and synthesis (in the consideration of basic concepts), as well as induction and deduction and the dialectical method. The article examines existing approaches to the definition of venture capital and other definitions related to it. Thus the authors cover: venture business, venture capital, venture finance, venture capitalists, innovation, entrepreneurship, innovative entrepreneurship. Emphasis is given to the historical development of venture capital and the peculiarities of this development for the United States and Europe. The definitions of venture capital, which differ in time and content, are compared and the gradual expansion of the content in historical terms and in accordance with the need for detail is noted. The process of development of venture business in interrelation and interdependence on the level of development of business, innovation of the countries, and also development of the financial market and its institutional structure is considered. Venture capital shows clearly that it is the most risky form of financing; Venture capital investment takes place in the early stages of the enterprise life cycle and concerns mainly the innovation sphere, called innovative entrepreneurship. In addition, it should be noted that the profit of investors is long-awaited and associated with mergers and acquisitions or initial public offering, although it is measured mainly by greater participation in capital (larger stake). The conclusions concern the multifaceted nature of the concept of "venture capital". Attention is drawn to the need to consider it in connection with other issues, such as: legal basis and taxation, management features, the impact of cross-border conditions, changes in business models, educational institutions, etc. This is left of further and deeper research.

Key words: *venture capital, venture business, private equity capital, innovation, entrepreneurship.*

JEL classification: F23, G24