

Дмитро Юрійович Лоза,
аспірант,
ORCID 0009-0004-5852-4998
e-mail: ankarn41k@gmail.com
*Класичний приватний університет,
м. Запоріжжя*

СУЧАСНІ МЕХАНІЗМИ ФІНАНСУВАННЯ СТАРТАПІВ: ВІД ВЕНЧУРНОГО КАПІТАЛУ ДО КРАУДФАНДИНГУ

Вступ та постановка проблеми. Глобальна економіка переживає фундаментальну трансформацію, в якій інноваційні стартапи відіграють роль не просто учасників ринку, а каталізаторів системних змін. Ці молоді компанії створюють нові індустрії, руйнують усталені бізнес-моделі та перерозподіляють капітал на користь технологічних проривів. Однак їхній потенціал залишається нереалізованим без доступу до фінансування, адаптованого до специфіки інноваційного підприємництва.

Традиційні фінансові інститути виявилися структурно непридатними для обслуговування стартапів. Банківське кредитування вимагає заставного забезпечення, яке відсутнє у компаній з нематеріальними активами. Публічні ринки капіталу орієнтовані на зрілі корпорації з передбачуваними грошовими потоками. Натомість сформувалася паралельна екосистема альтернативного фінансування: венчурний капітал для швидкого масштабування, бізнес-ангели для початкових етапів, краудфандинг для валідації ринку, ІСО для децентралізованого залучення коштів. Кожен з цих механізмів має власну логіку роботи, критерії відбору проєктів та очікування щодо повернення інвестицій.

Дослідження сучасних механізмів фінансування стартапів набуває актуальності з трьох причин. По-перше, доступ до капіталу став критичним фактором успіху інноваційного бізнесу в умовах зростаючої конкуренції. По-друге, відбувається швидка еволюція самих інструментів фінансування під впливом цифровізації та зміни інвестиційних пріоритетів. По-третє, накопичується емпіричний матеріал, який дозволяє сформулювати практичні рекомендації для підприємців щодо оптимального вибору джерел капіталу на різних етапах розвитку компанії.



© Видавець Інститут економіки промисловості НАН України, 2025

© Видавець Академія економічних наук України, 2025

Аналіз та дослідження публікацій. Проблематика фінансування стартапів є предметом активних наукових дискусій як у міжнародному, так і українському науковому середовищі. Аналіз наявних публікацій дозволяє виокремити кілька ключових тематичних блоків, що формують теоретичне та емпіричне підґрунтя для розуміння сучасних механізмів підтримки інноваційного підприємництва.

Венчурне інвестування та його роль у розвитку стартапів. Дослідження венчурного капіталу демонструють його багатоаспектну природу як джерела фінансування. Kato H. [8] у систематичному огляді літератури з венчурного фінансування МСП в країнах з економікою, що розвивається, підкреслює специфічну роль венчурного капіталу як "терплячого капіталу" (patient capital), що особливо важливо для стартапів, які потребують тривалого часу для досягнення прибутковості. Автор наголошує, що венчурні інвестори у таких країнах стикаються з додатковими викликами інституційного та інфраструктурного характеру, що робить їхню роль ще більш критичною для успіху стартапів.

Moirangthem N. S. та Nag B. [9], аналізуючи кейс зростання індійської компанії Flipkart, емпірично продемонстрували, що венчурний капітал виходить за межі простого фінансового інструменту, виконуючи функцію "доданої вартості" (value-added capital). Автори визначили чотири ключові напрями такої доданої вартості: стратегічне управління та планування, операційна підтримка, доступ до мереж та ресурсів, а також легітимізація стартапу в очах інших стейкхолдерів. Це дослідження підтверджує, що успішне венчурне інвестування ґрунтується на активній участі інвестора у розвитку портфельної компанії.

Важливим напрямом досліджень є вивчення циклічності венчурного фінансування. Gompers P. та колеги [7] проаналізували понад 40,000 венчурних інвестицій протягом 1975-1998 років та виявили, що венчурний капітал характеризується високою волатильністю, пов'язаною зі змінами на публічних ринках. Критичним висновком є те, що найдосвідченіші венчурні інвестори виявляють найвищу чутливість до публічних ринкових сигналів, збільшуючи інвестиції під час "гарячих" періодів без суттєвого погіршення ефективності. При цьому галузевий досвід (industry-specific experience) виявився значно важливішим за загальний досвід інвестування, що підкреслює значення спеціалізації та галузевих мереж контактів для успіху венчурного інвестування.

Окремою формою венчурного капіталу є корпоративне венчурне інвестування (Corporate Venture Capital, CVC), яке має специфічні особливості та цілі. Dushnitsky G. та Lenox M. J. [5] на основі панельних даних американських публічних компаній 1990-х років продемонстрували, що CVC створює цінність для інвестуючих фірм, але ця залежність є умовною та визначається стратегічною орієнтацією програм. Автори розрізняють "фінансово орієнтоване" CVC (спрямоване виключно на фінансові доходи) та "стратегічно орієнтоване" CVC, де інвестиції виконують функцію "вікна на технології" (window on technology), надаючи доступ до новітніх розробок, потенційних партнерів та об'єктів для поглинання. Результати показали, що саме стратегічно орієнтоване CVC створює більшу цінність, компенсуючи структурні недоліки (інформаційні асиметрії, слабші стимули для менеджерів фондів, внутрішні конфлікти) за рахунок непрямих стратегічних вигод.

Дума О. І. [13] здійснила детальний аналіз механізмів венчурного інвестування в українські стартапи, визначивши три основні моделі: модель перенесення акцій (портфельна інвестиція), фонд фондів (Fund of Funds) та спільне інвестування у приватні венчурні фонди. Авторка наголошує на специфічній ролі державних інституцій, зокрема державних інвестиційних фондів, у створенні сприятливого середовища для венчурного інвестування. Рапута К. О. [15] розвиває цю тематику, аналізуючи проблеми та напрями вдосконалення механізму венчурного фінансування стартапів в Україні, зокрема через призму діяльності Українського фонду стартапів та необхідності створення сприятливих умов для бізнес-ангелів та розвитку краудфандингу.

Бізнес-ангели та ангельське інвестування. Murthy C. S. та Sekhar M. P. [11] присвятили своє дослідження ролі ангельського фінансування у зростанні стартапів, запровадивши концепцію "розумного капіталу" (Smart Capital). На відміну від пасивних інвесторів, бізнес-ангели надають не лише фінансові ресурси, але й свій досвід, знання, навички та бізнес-контакти, що надзвичайно важливо для молодих компаній на етапах Pre-seed та Seed. Автори також простежили еволюцію ринку ангельського інвестування від індивідуальних інвесторів до організованих мереж та синдикатів ангелів, що підвищує ефективність інвестиційних рішень та розподіляє ризики.

Краудфандинг як альтернативний механізм фінансування. Систематичний огляд Camilleri M. A. та Bresciani S. [4] охоплює широкий спектр досліджень краудфандингу малих підприємств та

стартапів, виділяючи чотири основні моделі: на основі пожертвувань (donation-based), на основі винагороди (reward-based), на основі позик (lending-based) та на основі акціонерного капіталу (equity-based). Автори наголошують, що краудфандинг виходить за межі простого залучення коштів, виконуючи функції валідації ринку, маркетингу, формування спільноти прихильників та отримання зворотного зв'язку від потенційних споживачів.

Теоретичне підґрунтя краудфандингу на основі винагороди розроблене Belleflamme P. та колегами [2], які асоціюють його з механізмами попереднього замовлення та цінової диференціації. Автори продемонстрували, що краудфандинг дозволяє підприємцям практикувати багаторівневе ціноутворення, пропонуючи учасникам краудфандингу розширений досвід через вигоди спільноти (доступ до ексклюзивного контенту, участь у процесі розробки, відчуття належності до привілейованої спільноти). Ключовий компроміс полягає у тому, що учасники краудфандингу зазвичай платять більше за продукт, ніж звичайні споживачі, але отримують додаткову нематеріальну цінність. Водночас, чим більший обсяг капіталу потрібно залучити, тим більше підприємець змушений "викривляти" ціни для залучення достатньої кількості учасників, що зменшує прибутковість такої схеми.

Mollick E. [10] здійснив одне з перших масштабних емпіричних досліджень краудфандингу, проаналізувавши 48,526 проєктів на Kickstarter з загальним фінансуванням \$237 млн. Дослідження виявило, що успішні проєкти переважно виграють з вузькими маржами, тоді як невдалі програють значно. Фактори успіху включають якість проєкту (сигнали якості), розмір особистих мереж засновників та географічні чинники. Критично важливим висновком є те, що понад 75% краудфандингових проєктів доставляють продукти пізніше очікуваного терміну, причому рівень затримки корелює з обсягом і масштабом фінансування (проєкти із надлишковим фінансуванням особливо вразливі через зростання складності та очікувань).

Географічна специфіка краудфандингу досліджена Agrawal A. та колегами [1] на прикладі платформи Sellaband для фінансування музикантів. Несподівано, середня відстань між підприємцями-артистами та інвесторами складала близько 3,000 миль, що суттєво відрізняється від традиційного венчурного капіталу (середня відстань ~70 миль за даними Sorenson & Stuart, 2005). Це свідчить про те, що онлайн-платформи краудфандингу значною мірою усувають економічні бар'єри, пов'язані з відстанню (збір інформації,

моніторинг прогресу, надання рекомендацій). Проте географія залишається важливою: локальні інвестори інвестують раніше та менш чутливі до рішень інших інвесторів. Критичне відкриття полягає у тому, що ця різниця повністю пояснюється присутністю "Friends and Family" (F&F) інвесторів, які складають 65% локальних інвесторів, але лише 16% дистанційних. Автори інтерпретують це як свідчення того, що онлайн-платформи усувають економічні бар'єри, але не усувають соціальні бар'єри, пов'язані з особистими зв'язками та довірою.

Fortezza F., Pagano A. та Vocconcelli A. [6] запровадили концепцію "серійного краудфандингу" (serial crowdfunding), коли стартапи проводять кілька послідовних краудфандингових кампаній на різних етапах свого розвитку. Використовуючи модель "актор-ресурс-діяльність" (ARA Framework), автори продемонстрували, що краудфандинг є не одноразовою транзакцією, а складним процесом розвитку бізнес-мережі стартапу, де кожна наступна кампанія використовує ресурси та зв'язки, набуті у попередніх.

Reichenbach R. E. та Walther M. [12] у своєму лонгітюдному дослідженні акціонерного краудфандингу виявили критичні сигнали, що впливають на успіх стартапів після залучення коштів. Наявність патентів, участь бізнес-ангелів, досвід команди та активність у соціальних мережах знижують ризик невдачі, тоді як великий розмір команди та інвестиційний ентузіазм засновників можуть парадоксально підвищувати ризики. Ці висновки є важливими для розуміння не лише факторів успішного залучення коштів, але й довгострокової життєздатності стартапів.

Петренко Н. С. та Кашеева Т. М. [14] дослідили краудфандинг як інноваційний метод фінансування в Україні, акцентуючи його особливу актуальність в умовах обмеженого доступу до традиційних джерел капіталу. Авторки виокремили основні переваги краудфандингу для українських стартапів – низькі бар'єри входу, відсутність необхідності у заставі, можливість тестування ринку, але також і виклики, пов'язані з недостатньою обізнаністю населення, відсутністю правового регулювання та низькою довірою до онлайн-платформ.

Нові інструменти підприємницького фінансування. Block J. та колеги [3] здійснили порівняльний аналіз краудфандингу та первинних пропозицій монет (ICO) як ринків підприємницького фінансування майбутнього. Автори виявили як схожості (децентралізація, зниження бар'єрів входу, глобальний доступ), так і суттєві відмінності між цими механізмами. ICO характеризуються вищою швид-

кістю залучення коштів, більшими обсягами та меншим наглядом з боку регуляторів, що водночас створює як можливості, так і ризики для інвесторів та підприємців.

Незважаючи на значний обсяг досліджень, що охоплюють різні аспекти фінансування стартапів, залишається потреба у комплексному аналізі, який би систематизував знання про різні механізми фінансування та надав практичні рекомендації щодо їхнього застосування на різних етапах життєвого циклу стартапу.

Метою статті є системний аналіз сучасних механізмів фінансування стартапів в контексті еволюції глобальної екосистеми підприємницького капіталу.

Для досягнення поставленої мети визначено такі завдання:

- охарактеризувати основні механізми фінансування стартапів (венчурний капітал, бізнес-ангели, краудфандинг, первинні пропозиції монет) та виявити їхні специфічні особливості на різних етапах життєвого циклу інноваційних компаній;

- систематизувати теоретичні концепції, що розкривають природу різних форм підприємницького капіталу ("терплячий капітал", "капітал доданої вартості", "розумний капітал");

- виявити ключові фактори успіху та ризику для стартапів при використанні різних джерел фінансування;

- сформулювати практичні рекомендації для підприємців щодо вибору оптимальних механізмів фінансування залежно від етапу розвитку компанії та специфіки бізнес-моделі.

Виклад основного матеріалу. Сучасна екосистема фінансування стартапів характеризується значною диверсифікацією джерел капіталу, що дозволяє підприємцям обирати оптимальні інструменти залежно від етапу розвитку компанії, специфіки бізнес-моделі та стратегічних цілей. Систематизація механізмів фінансування може бути здійснена за кількома критеріями (табл. 1): за джерелом походження капіталу (власний, борговий, акціонерний), за типом інвестора (інституційний, індивідуальний, колективний), за етапом залучення (ранні стадії, стадії зростання, пізні стадії) та за рівнем залучення інвестора до операційної діяльності (пасивний, активний капітал).

Як видно з таблиці 1, механізми фінансування суттєво відрізняються за етапами життєвого циклу, обсягами інвестицій та рівнем залучення інвесторів. Ранні стадії (Pre-seed, Seed) характеризуються меншими сумами та більшим різноманіттям джерел (bootstrapping, бізнес-ангели, краудфандинг), тоді як стадії зростання вимагають

Таблиця 1. Порівняльна характеристика основних механізмів фінансування стартапів

Механізм фінансування	Етап життєвого циклу	Типовий розмір інвестиції	Тип капіталу	Рівень залучення інвестора	Основні переваги	Основні недоліки
Власні кошти (Boots-trapping)	Pre-seed	До \$50 тис.	Власний	Н/П	Повний контроль, відсутність боргу	Обмежені ресурси, повільне масштабування
Бізнес-ангели	Pre-seed, Seed	\$25-500 тис.	Акціонерний	Високий	"Розумний капітал", менторство, мережа	Часткова втрата контролю, обмежені суми
Венчурний капітал	Seed, Series A-E	\$1-50+ млн	Акціонерний	Високий	Великі суми, стратегічна підтримка, мережа	Значна втрата контролю, тиск на зростання
Корпоративний VC (CVC)	Seed, Series A-C	\$0.5-20+ млн	Акціонерний	Високий (стратегічний) / Низький (фінансовий)	Стратегічний: доступ до технологій, доступ до інновацій, комплементарність	Інформаційні асиметрії, слабкі стимули, коротка тривалість існування програм
Крауд-фандинг (винагорода)	Pre-seed, Seed	\$10-500 тис.	Передоплата	Низький	Валідація ринку, маркетинг, збереження контролю	Публічність, ризик невиконання, обмежені суми
Крауд-фандинг (акціонерний)	Pre-seed, Seed	\$100 тис.-5 млн	Акціонерний	Низький	Демократизація доступу, широка база інвесторів	Фрагментація капіталу, правові обмеження
ICO/Токенізація	Seed, Series A	\$1-100+ млн	Утилітарні токени	Низький	Великі суми, глобальний доступ, ліквідність	Високий правовий ризик, волатильність
Revenue-Based Financing	Growth	\$100 тис.-5 млн	Борговий	Низький	Збереження контролю, гнучкість повернення	Вартість капіталу, обмеження для збиткових компаній

Джерело: систематизовано автором на основі Kato, H. [8]; Moirangthem, N. S. & Nag, B. [9]; Murthy, C. S. & Sekhar, M. P. [11]; Camilleri, M. A. & Bresciani, S. [4]; Dushnitsky, G. & Lenox, M. J. [5]; Block, J. et al. [3]; Дума, О. І. [13]; Папута, К. О. [15]

значних обсягів капіталу від венчурних фондів. Критичний компроміс існує між збереженням контролю та доступом до капіталу: механізми з високим залученням інвестора (венчурний капітал, бізнес-ангели) надають більше ресурсів та стратегічної підтримки, але передбачають часткову втрату контролю засновниками. Водночас,

нові інструменти (краудфандинг, ICO) демократизують доступ до капіталу, дозволяючи стартапам зберігати контроль, але мають обмеження щодо обсягів залучення та правової визначеності.

Венчурне інвестування залишається одним з найбільш впливових механізмів фінансування інноваційних стартапів, особливо на стадіях активного зростання та масштабування. На відміну від традиційного кредитного фінансування, венчурний капітал являє собою акціонерні інвестиції в компанії з високим потенціалом зростання та, відповідно, високим рівнем ризику [8]. Специфіка венчурного фінансування полягає у його безстроковому, безвідсотковому та безповоротному характері, де винагорода інвестора визначається не відсотковими платежами, а приростом вартості компанії та можливістю виходу через продаж частки або IPO [13].

Концепція "терплячого капіталу", запропонована Kato H. [8] у контексті економік, що розвиваються, набуває особливого значення для розуміння ролі венчурного фінансування стартапів. На відміну від короткострокових інвестицій, орієнтованих на швидке повернення, венчурний капітал передбачає горизонт інвестування від 5 до 10 років, що дозволяє стартапам зосередитися на довгостроковій стратегії розвитку, а не на негайній прибутковості. Це вкрай важливо для технологічних стартапів, які потребують значних інвестицій у дослідження та розробки до виходу на ринок з комерційним продуктом.

Венчурний капітал характеризується високою циклічністю, пов'язаною зі змінами на публічних ринках. Gompers, P. та колеги [7], аналізуючи понад 40,000 венчурних інвестицій протягом 1975-1998 років, виявили, що зміна публічних ринкових сигналів (Tobin's Q, IPO activity) від нижнього до верхнього квартиля збільшує кількість інвестицій на 22%. Критично важливим є висновок, що найдосвідченіші венчурні інвестори виявляють найвищу чутливість до цих сигналів: високодосвідчені організації інвестують на 9.2% більше під час "гарячих" періодів порівняно з 1.2% зниженням у недосвідчених інвесторів. При цьому галузевий досвід (industry-specific experience) виявився ключовим фактором: венчурні фірми з високим галузевим досвідом інвестують на 24% більше, ніж фірми з низьким досвідом, причому загальний досвід (поза галуззю) не має впливу після контролю за галузевим досвідом. Це підкреслює значення галузевих мереж контактів, знання специфіки технологій та можливості ідентифікувати якісні інвестиційні можливості. Важливо, що збільшення інвестиційної активності досвідчених венчурних фірм під час пікових періодів не супроводжується суттєвим

погіршенням ефективності, що свідчить на користь гіпотези раціональної реакції на зміни фундаментальних факторів, а не надмірної реакції (табл. 2).

Таблиця 2. Венчурні інвестиційні цикли: вплив досвіду та публічних ринків на інвестиційну поведінку

Тип досвіду венчурної фірми	Зміна інвестицій (низька→висока активність IPO/Q)	Рівень успіху	Ключові характеристики
Високий галузевий досвід	+9.2% (висока активність IPO) vs -1.2% базовий рівень	54% + 4.3% бонус	Галузеві мережі, знання технологій, кращий пошук угод
Низький галузевий досвід	-1.2% (висока активність IPO)	54% базовий рівень	Обмежені галузеві зв'язки, менший потік угод
Високий загальний досвід (без галузевого)	+0% (після контролю)	Не значуще	Загальний досвід НЕ компенсує відсутність галузевого
Висока галузева спеціалізація	+5.7% (висока активність IPO)	Вище базового рівня	Фокус на одній галузі, глибока експертиза
Низька галузева спеціалізація	+3.9% (висока активність IPO)	Нижче базового рівня	Диверсифікація обмежує глибину експертизи
Вплив сигналів публічних ринків (Q/IPO)	+22% інвестицій (нижній→верхній квартиль)	Мінімальна деградація	Досвідчений венчурний капітал раціонально реагує на фундаментальні фактори

Джерело: систематизовано автором на основі Gompers, P. et al. [7], базовано на 42,559 венчурних інвестиціях (1975-1998)

Дослідження виявляє критичну роль галузевого досвіду у венчурному інвестуванні. Венчурний капітал з галузевим досвідом інвестує на 24% більше, ніж без такого досвіду навіть при низькій активності IPO, демонструючи базову перевагу галузевої спеціалізації. При високій активності IPO ця різниця зростає до 22.4% порівняно з низькою активністю, що свідчить про здатність досвідчених інвесторів ефективно використовувати сприятливі ринкові умови. Критично важливим є те, що негалузевий досвід має негативний ефект (-2.0%) при високій активності IPO після контролю за галузевим досвідом, тобто загальний досвід не лише не компенсує відсутність галузевого, але навіть може бути контрпродуктивним. Циклічність венчурного ринку зумовлена саме досвідченими спеціалізованими інвесторами, які раціонально реагують на сигнали публічних ринків через свої галузеві мережі та знання, а не недосвідченими інвесторами, що надмірно реагують на зміни. Галузевий людський капітал є критичним фактором успіху венчурного інвестування.

Водночас сучасне розуміння венчурного капіталу виходить за межі простого надання фінансових ресурсів. Концепція "капіталу доданої вартості", детально розроблена Moirangthem N. S. та Nag B. [9] на прикладі індійського стартапу Flipkart, підкреслює багатовимірну роль венчурних інвесторів у розвитку портфельних компаній.

Емпіричне дослідження виявило чотири ключові напрями створення доданої вартості:

1. Стратегічне управління та планування – венчурні інвестори беруть участь у формуванні стратегії розвитку, визначенні ключових показників ефективності (KPI), плануванні виходу на нові ринки та структуруванні угод з поглинання.

2. Операційна підтримка – надання експертизи у сферах, де команда стартапу має обмежений досвід: підбір ключових співробітників, оптимізація бізнес-процесів, впровадження систем управління.

3. Доступ до мереж та ресурсів – венчурні інвестори відкривають стартапам доступ до своїх бізнес-мереж, включаючи потенційних клієнтів, партнерів, постачальників та наступних раундів інвесторів.

4. Легітимізація та сигналінг – участь авторитетного венчурного фонду підвищує довіру до стартапу з боку інших стейкхолдерів, полегшуючи залучення талантів, укладання партнерських угод та отримання подальшого фінансування [9].

Однак венчурне фінансування не позбавлене недоліків та потенційних конфліктів інтересів. Рапута, К. О. [15] звертає увагу на феномен "токсичності" венчурного капіталу, коли агресивна стратегія зростання, нав'язана інвесторами, може суперечити довгостроковим інтересам засновників та призводити до передчасного виснаження ресурсів або втрати фокусу. Дилема між стратегією "швидкого зростання будь-якою ціною" та "стійкого органічного розвитку" залишається одним з ключових викликів у відносинах між підприємцями та венчурними інвесторами.

Окремої уваги заслуговує корпоративний венчурний капітал (Corporate Venture Capital, CVC), який відрізняється від традиційного VC за цілями та механізмами створення цінності. Dushnitsky G. та Lenox M. J. [5] на основі аналізу панелі американських публічних компаній 1990-х років виявили, що CVC створює цінність для інвестуючих фірм (вимірювану через Tobin's q), але ця залежність є умовною (табл. 3).

Дослідження показує фундаментальну відмінність між стратегічним та фінансовим CVC. Стратегічна орієнтація компенсує

структурні недоліки корпоративного венчурного капіталу через непрямі вигоди, створюючи цінність для фірми навіть при нижчих прямих фінансових доходах. Успіх стратегічного CVC залежить від кількох умов: підприємницькі стартапи мають бути важливим джерелом інновацій у галузі, компанія повинна мати чіткі організаційні процедури для координації та передачі знань, представники CVC отримують місця в раді директорів або права спостереження для доступу до стратегічної інформації, а керівництво демонструє толерантність до непрямих вигод замість фокусу виключно на прямих фінансових доходах.

Таблиця 3. Корпоративний венчурний капітал: стратегічна vs фінансова орієнтація

Характеристика	Стратегічний CVC	Фінансовий CVC
Основна мета	Доступ до технологій, стратегічні вигоди	Прямі фінансові доходи (ROI)
Частка програм	67% (Ernst & Young, 2002)	33%
Створення цінності фірми	Позитивне (↑ коефіцієнт Tobin's q)	Обмежене або негативне
Найкращі сектори	Пристрої, напівпровідники, комп'ютери	Варіативні
Механізми створення цінності	Місця в раді директорів для доступу до знань; Організаційні процедури для передачі знань; Ідентифікація об'єктів для поглинання; Розвиток комплементарних продуктів/послуг; Зв'язок між бізнес-підрозділами та стартапами	Прямі доходи від акцій; Вихід через IPO/злиття та поглинання; Диверсифікація портфеля
Приклади практик	Sony: зв'язки між бізнес-підрозділами і стартапами Intel: інвестиції у стартапи з комплементарними продуктами	Традиційний підхід венчурного капіталу
Типовий розмір	\$0.5-20+ млн	\$0.5-20+ млн
Горизонт інвестування	Короткий (схильність до швидкого закриття)	Короткий (ще більша схильність)
Структурні виклики (обидва типи):		
Інформаційні асиметрії	Стартапи бояться експропріації технологій	Менш гостро, але присутнє
Стимули для CVC менеджерів	Слабкі (корпоративна компенсація)	Слабкі (корпоративна компенсація)
Внутрішня політика	Бізнес-підрозділи конкурують за ресурси	Бізнес-підрозділи конкурують за ресурси
Тривалість існування програм	Коротша за незалежний VC	Найкоротша
Премія при інвестуванні	Корпоративні інвестори платять премію	Корпоративні інвестори платять премію

Джерело: систематизовано автором на основі Dushnitsky, G. & Lenox, M. J. [5], базовано на панелі 1173 U.S. public firms (1990-1999), 171 з яких інвестували CVC.

Натомість фінансовий SVC не має компенсуючих переваг і програє традиційному венчурному капіталу через всі структурні недоліки без стратегічних вигод, що пояснює, чому лише 33% програм SVC обирають фінансову орієнтацію. Найбільший ефект від стратегічного SVC спостерігається у високотехнологічних секторах (пристрої, напівпровідники, комп'ютери), де стартапи є критичним джерелом інновацій.

Бізнес-ангели (angel investors) відіграють ключову роль у фінансуванні стартапів на найбільш ранніх етапах розвитку – Pre-seed та Seed, коли компанія ще не має доведеної бізнес-моделі, стабільного доходу або значної клієнтської бази [11]. На відміну від інституційних венчурних фондів, які зазвичай входять на пізніших стадіях з більшими сумами інвестицій, бізнес-ангели готові приймати вищий рівень ризику, інвестуючи на етапі, коли стартап представлений лише ідеєю, прототипом або командою засновників.

Ключова відмінність ангельського інвестування полягає у концепції "розумного капіталу", яка передбачає, що бізнес-ангели надають не лише фінансові ресурси, але й свій підприємницький досвід, галузеві знання, управлінські навички та бізнес-контакти [11]. Типовий бізнес-ангел – це успішний підприємець або топ-менеджер з значним досвідом побудови та масштабування бізнесу, який вже досяг фінансової незалежності та готовий інвестувати частину свого капіталу у підтримку нового покоління підприємців.

Еволюція ринку ангельського інвестування демонструє перехід від індивідуальних інвестицій до організованих форм співпраці. Синдикати бізнес-ангелів (angel syndicates) та мережі ангелів (angel networks) дозволяють об'єднувати капітал кількох інвесторів для здійснення більших інвестицій, розподіляти ризики та використовувати колективну експертизу при оцінці проєктів [11]. Така інституціоналізація ангельського інвестування підвищує професіоналізм інвестиційних рішень та створює більш передбачуване середовище для стартапів.

Краудфандинг являє собою радикально відмінний підхід до фінансування стартапів, заснований на залученні невеликих внесків від великої кількості осіб через спеціалізовані онлайн-платформи [4]. Цей механізм демократизує доступ до підприємницького капіталу, дозволяючи проєктам, які можуть не відповідати критеріям традиційних інвесторів, залучати фінансування безпосередньо від майбутніх споживачів, ентузіастів або дрібних інвесторів.

Систематизація моделей краудфандингу, запропонована Camilleri M. A. та Bresciani S. [4], виокремлює чотири основні типи (див. рисунок).



Рисунок. Класифікація моделей краудфандингу

Джерело: систематизовано автором на основі Camilleri, M. A. & Bresciani, S. [4]

Як видно з рисунку, чотири моделі краудфандингу суттєво відрізняються за механізмами винагороди інвесторів та регуляторними вимогами. Нефінансові моделі (donation-based та reward-based) характеризуються нижчими бар'єрами входу та меншим регуляторним тягарем, тоді як фінансові моделі (lending-based та equity-based) вимагають дотримання фінансового законодавства та законодавства про цінні папери. Краудфандинг на основі винагороди є найбільш поширеним для споживчих продуктів та технологічних стартапів на ранніх стадіях. Платформи, такі як Kickstarter та Indiegogo, дозволяють підприємцям представити свій продукт або ідею широкій аудиторії, встановити цільову суму фінансування та

запропонувати різні рівні винагород залежно від розміру внеску. Ця модель виконує кілька функцій одночасно: залучення капіталу, валідація ринкового попиту, маркетинг та формування спільноти ранніх послідовників.

Теоретична модель Belleflamme P. та колег [2] пояснює краудфандинг через призму попереднього замовлення та цінової диференціації. Підприємці пропонують учасникам краудфандингу розширений досвід через вигоди спільноти: доступ до ексклюзивного контенту про процес розробки, можливість впливати на характеристики продукту, відчуття належності до привілейованої спільноти ранніх послідовників. Це дозволяє практикувати багаторівневе ціноутворення, де учасники з високою готовністю платити самостійно відбираються через попереднє замовлення за вищою ціною (наприклад, ZAR200 у випадку співачки Verity Price), тоді як звичайні споживачі платять нижчу ціну після випуску продукту (ZAR100). Ключовий компроміс: чим більший обсяг капіталу потрібно залучити наперед, тим більше підприємець змушений "викривляти" співвідношення цін для залучення достатньої кількості учасників, що зменшує прибутковість цінової диференціації. Тому краудфандинг найбільш прибутковий для невеликих сум фінансування, де підприємець не обмежений у ціноутворенні.

Емпіричний аналіз Mollick E. [10] на основі 48,526 проєктів Kickstarter (\$237 млн) виявив критичні закономірності успіху та провалу. Успішні проєкти переважно виграють з вузькими маржами (ледь вище мети), тоді як невдалі програють значно (набагато нижче мети). Фактори успіху включають: (1) сигнали якості проєкту (якість презентації, наявність прототипу); (2) розмір особистих мереж (кількість друзів у Facebook сильно корелює з успіхом); (3) географічні чинники (проєкти відображають культурні продукти географічної зони — наприклад, проєкти кантрі-музики концентруються у Нашвіллі, Теннессі). Критично важливим є висновок про виконання зобов'язань: понад 75% краудфандингових проєктів доставляють продукти пізніше заявленого терміну, причому рівень затримки корелює з обсягом і масштабом фінансування. Проєкти з надлишковим фінансуванням особливо вразливі до затримок через зростання складності (більше прихильників = більше одиниць продукції), вищі очікування та розширення масштабу (спокуса додати функції за рахунок додаткового фінансування).

Географічна специфіка краудфандингу кардинально відрізняється від традиційного венчурного капіталу. Agrawal A. та колеги [1], аналізуючи платформу Sellaband (музичний краудфандинг),

виявили, що середня відстань між підприємцями-артистами та інвесторами складає близько 3,000 миль, тоді як для традиційного венчурного капіталу середня відстань ~70 миль (Sorenson & Stuart, 2005), а для бізнес-ангелів понад 50% знаходяться в межах половини дня подорожі. Це свідчить, що онлайн-платформи краудфандингу значною мірою усувають економічні бар'єри, пов'язані з відстанню: збір інформації про репутацію та якість, моніторинг прогресу проекту, надання порад та рекомендацій (табл. 4).

Таблиця 4. Географія краудфандингу: локальні vs віддалені інвестори та роль друзів і родини

Характеристика	Локальні інвестори (<50 km)	Віддалені інвестори (>50 km)	Традиційний венчурний капітал (для порівняння)
Середня відстань	<50 km	~3,000 миль	~70 миль
Частка друзів і родини	65% (під 25 km), 61% (25-50 km)	16%	Н/Д
Середня інвестиція (за умови інвестування)	\$196	\$74	\$1-10+ млн
Ймовірність інвестування (за умови активності)	11.4%	1.5%	Висока (цільовий відбір)
Час інвестування у циклі фінансування	Раніше (особливо друзі та родина)	Пізніше, після накопичення	Раніше (перевірка)
Чутливість до рішень інших	Низька (особливо друзі та родина)	Висока	Середня
Частка у фінансуванні на початку	Друзі та родина: 1/3 при перших \$500	Віддалені (не друзі/родина): 2/3	Н/Д
Частка у фінансуванні наприкінці	Друзі та родина: 1/5 при досягненні мети	Віддалені (не друзі/родина): 4/5	Н/Д
Усунені бар'єри	Економічні: інформація, моніторинг	Економічні: інформація, моніторинг	Мінімальні (потрібна близькість)
НЕ усунені бар'єри	Соціальні: особисті зв'язки, довіра	Соціальні: потреба у легітимізації друзями та родиною	Економічні: близькість важлива

Джерело: складено автором на основі Agrawal, A. et al. [1], базовано на даних Sellaband

Онлайн-платформи усувають економічні бар'єри (збір інформації, моніторинг), але не усувають соціальні бар'єри, пов'язані з особистими зв'язками, довірою та приватною інформацією про здатність засновників наполегливо працювати та долати невдачі. Це створює потенційну залежність від траєкторії: віддалені інвестори покладаються на інформацію, розкриту в рішеннях інших, тому

друзі та родина відіграють критичну роль у ранніх інвестиціях, що генерують цю інформацію та легітимізують проєкт.

Акціонерний краудфандинг являє собою більш складний інструмент, що дозволяє непрофесійним інвесторам придбавати частки у стартапах через онлайн-платформи. Reichenbach R. E. та Walther M. [12] у своєму лонгітюдному дослідженні виявили критичні фактори успіху та невдачі стартапів, що використовували акціонерний краудфандинг. Аналіз показав, що сигнали якості проєкту відіграють вирішальну роль як на етапі залучення коштів, так і для подальшої життєздатності компанії (табл. 5).

Таблиця 5. Фактори успіху та ризику в краудфандингу (equity-based + reward-based)

Фактор	Вплив на успіх кампанії	Вплив на довгострокову життєздатність	Пояснення
Позитивні фактори:			
Наявність патентів	++	++	Захист інтелектуальної власності, технологічна перевага
Участь бізнес-ангелів	++	++	Сигнал якості, додаткові ресурси та експертиза
Досвід команди	+	++	Професійні компетенції та галузеві знання
Університетська афіліація	+	+	Доступ до досліджень та талантів
Активність у соціальних мережах	++	+	Залученість аудиторії, маркетингова видимість
Негативні фактори:			
Великий розмір команди	0	-	Складність координації, вищі витрати
Надмірний ентузіазм засновників	+	-	Може свідчити про нереалістичні очікування
Відсутність попереднього фінансування	-	-	Недостатня валідація проєкту
Додаткові фактори для краудфандингу на основі винагороди (Mollick, E. [10]):			
Розмір мереж у Facebook	++	+	Сильна кореляція з успіхом кампанії
Якість презентації	++	+	Професійна презентація, наявність відео
Наявність прототипу	++	+	Демонстрація працюючого продукту
Географічні чинники	+	0	Проєкти відображають культурні продукти регіону (Нашвілл → кантрі-музика)
Надлишкове фінансування (>150% мети)	++	-	Успіх кампанії, але 75%+ затримок через розширення масштабу та складність

Легенда: ++ = дуже позитивний вплив; + = позитивний вплив; 0 = нейтральний вплив; - = негативний вплив

Джерело: систематизовано автором на основі Reichenbach, R. E. & Walther, M. [12]; Mollick, E. [10]

Концепція "серійного краудфандингу", запропонована Forteza та колегами [6], розкриває динамічну природу цього механізму фінансування. На відміну від традиційного розуміння краудфандингу як одноразової кампанії, автори продемонстрували, що успішні стартапи можуть проводити кілька послідовних кампаній на різних етапах розвитку, використовуючи модель "актор-ресурс-діяльність". Кожна наступна кампанія будується на ресурсах, зв'язках та репутації, накопичених у попередніх, створюючи кумулятивний ефект розвитку бізнес-мережі стартапу.

Краудфандинг в Україні залишається недостатньо розвиненим механізмом фінансування, незважаючи на його потенціал. Петренко Н. С. та Кашеєва Т. М. [14] виявили кілька ключових бар'єрів: відсутність спеціалізованого законодавчого регулювання, низький рівень обізнаності населення про можливості краудфандингу, обмежена довіра до онлайн-платформ та недостатня фінансова грамотність потенційних інвесторів. Водночас, успішні кейси українських стартапів на міжнародних платформах демонструють, що при правильному позиціонуванні та маркетингу вітчизняні проекти можуть конкурувати за увагу глобальної аудиторії.

Первинні пропозиції монет (Initial Coin Offerings, ICO) та більш широко – токенизація активів на основі технології блокчейн, представляють радикально новий підхід до залучення капіталу, що виник внаслідок розвитку криптовалют та децентралізованих фінансів (DeFi) [3]. На відміну від традиційних механізмів фінансування, ICO дозволяють стартапам випускати цифрові токени, які можуть виконувати різноманітні функції: від утилітарних (надання доступу до продукту чи послуги) до інвестиційних (представлення частки у майбутньому прибутку проекту).

Порівняльний аналіз краудфандингу та ICO, здійснений Block, J. та колегами [3], виявив суттєві відмінності між цими механізмами підприємницького фінансування майбутнього (табл. 6):

Ключовими перевагами ICO є швидкість залучення значних обсягів капіталу, глобальний доступ до інвесторів без географічних обмежень, висока ліквідність токенів на вторинному ринку та відносна простота організації порівняно з традиційними IPO [Block et al., 2021]. Водночас, відсутність усталених правових норм створює значні ризики як для інвесторів (шахрайство, маніпулювання ринком, обмежений захист прав), так і для емітентів (непередбачуваність правових наслідків, можливість ретроактивного застосування нових норм).

Таблиця 6. Порівняльний аналіз краудфандингу та ІСО

Характеристика	Традиційний краудфандинг	ІСО/Токенізація
- Типовий розмір залучення	\$10 тис. - \$5 млн	\$1 млн - \$100+ млн
- Швидкість залучення	30-60 днів	1-30 днів
- Географічний охоплення	Може бути обмежений	Глобальний
- Нагляд за операціями	Високий (регульовані ринки)	Низький/Невизначений
- Ліквідність для інвесторів	Низька (період блокування)	Висока (торгівля на біржах)
- Бар'єри входу для інвесторів	Помірні	Низькі
- Вимоги до розкриття інформації	Високі (проспект емісії)	Низькі/Варіативні
- Захист інвесторів	Стандартизований	Обмежений
- Типові проекти	Споживчі продукти, технології	Блокчейн-платформи, криптопроекти
- Форма винагороди	Акції, продукти, відсотки	Утилітарні/інвестиційні токени

Джерело: систематизовано автором на основі Block, J. et al. [3].

Після піку популярності ІСО у 2017-2018 роках, коли було залучено десятки мільярдів доларів, ринок зазнав значної корекції внаслідок численних невдалих проектів. Сучасна еволюція цього механізму включає розвиток більш структурованих форм токенизації, таких як Security Token Offerings (STO), що поєднують переваги блокчейн-технології з традиційними формами захисту інвесторів.

Висновки. Проведене дослідження сучасних механізмів фінансування стартапів дозволяє сформулювати низку важливих висновків теоретичного та практичного характеру.

1. Диверсифікація механізмів фінансування як ключова тенденція. Сучасна екосистема фінансування стартапів характеризується значною диверсифікацією джерел капіталу, що виходить за межі традиційного банківського кредитування та венчурного інвестування. Венчурний капітал еволюціонував від простого надання фінансових ресурсів до концепції "капіталу доданої вартості" (value-added capital), де інвестори активно беруть участь у стратегічному управлінні, операційній підтримці та наданні доступу до мереж. Бізнес-ангели, пропонуючи "розумний капітал" (Smart Capital), відіграють критично важливу роль на найбільш ранніх етапах Pre-seed та Seed. Краудфандинг демократизує доступ до підприємницького капіталу та виконує важливі функції валідації ринку, маркетингу та формування спільноти. ІСО та токенизація відкривають нові можливості швидкого залучення значних обсягів капіталу з глобальних ринків.

2. Специфічність механізмів залежно від етапу життєвого циклу. Дослідження підтверджує, що різні механізми фінансування є оптимальними на різних етапах розвитку стартапу. На Pre-seed стадії домінують власні кошти засновників (bootstrapping) та бізнес-ангели, що готові інвестувати на етапі ідеї або прототипу. На Seed стадії з'являються можливості краудфандингу (як reward-based, так і equity-based) та перші венчурні раунди від мікро-VC фондів. Емпіричні дані Mollick E. [10] показують, що краудфандинг особливо ефективний для споживчих продуктів із сильною привабливістю для спільноти, де середні цілі фінансування (\$10-100 тис.) відповідають оптимальному співвідношенню між вигодами цінової диференціації та обмеженнями капіталу [2]. На стадіях Series A-E домінують інституційні венчурні фонди, здатні надавати значні суми (\$1-50+ млн) для масштабування бізнесу. Критично важливим є те, що найдосвідченіші венчурні інвестори з глибоким галузевим досвідом демонструють найвищу ефективність у ідентифікації якісних інвестиційних можливостей та створенні доданої вартості через галузеві мережі [7]. На пізніх стадіях з'являються альтернативні інструменти, такі як фінансування на основі доходів та корпоративний венчурний капітал, де CVC може виконувати подвійну функцію: надання капіталу та створення стратегічних вигод через доступ до технологій [5].

3. Ключові фактори успіху в залученні фінансування. Систематизація емпіричних досліджень виявила критичні сигнали якості проєкту, що впливають на успіх залучення фінансування: наявність патентів та інтелектуальної власності, попередня участь бізнес-ангелів або венчурних інвесторів (легітимізація проєкту), досвід та компетенції команди засновників, університетська афіліація (доступ до досліджень), активність у соціальних мережах та наявність спільноти ранніх прихильників. Водночас виявлено парадоксальні негативні фактори: великий розмір команди може знижувати ефективність координації, а надмірний ентузіазм засновників може сигналізувати про нереалістичні очікування.

Специфіка успіху варіюється залежно від механізму фінансування. Для краудфандингу критичними є: сигнали якості через якість презентації та наявність прототипу; розмір особистих мереж (Mollick E. [10] виявив сильну кореляцію між кількістю друзів у Facebook та успіхом); роль друзів і родини як ранніх інвесторів, що легітимізують проєкт для віддалених інвесторів [1]. Для венчурного

капіталу ключовим є галузевий досвід інвесторів: венчурні фірми з високим галузевим досвідом інвестують на 24% більше та демонструють на 4.3% вищий рівень успіху порівняно з недосвідченими [7]. Для корпоративного венчурного капіталу успіх визначається стратегічною орієнтацією: програми CVC з чітким фокусом на доступі до технологій створюють суттєво більшу цінність для фірми (вимірювану через коефіцієнт Tobin's q) порівняно з суто фінансовою орієнтацією, особливо у високотехнологічних секторах [5].

4. Виклики та обмеження сучасних механізмів. Попри диверсифікацію джерел капіталу, кожен механізм має суттєві обмеження. Венчурний капітал може бути "токсичним", нав'язуючи агресивну стратегію зростання, що суперечить довгостроковим інтересам засновників. Водночас, венчурне фінансування характеризується високою циклічністю, пов'язаною з публічними ринками, що може призводити до періодів надлишкового фінансування (1999-2000: понад 30-кратне зростання порівняно з 1991) з наступними різкими корекціями [7]. Бізнес-ангельське фінансування обмежене як за обсягами, так і за географічним охопленням.

Краудфандинг, попри усунення економічних бар'єрів, пов'язаних з відстанню, через онлайн-платформи, не усуває соціальні бар'єри, створюючи залежність від траєкторії: успіх часто залежить від наявності друзів і родини для ранньої легітимізації [1]. Додатковим викликом є виконання зобов'язань: понад 75% краудфандингових проєктів доставляють продукти пізніше заявленого, причому проєкти з надлишковим фінансуванням особливо вразливі через розширення масштабу та зростання складності [10]. Економічна логіка краудфандингу через попереднє замовлення [2] також обмежує його ефективність для великих потреб у капіталі, оскільки необхідність залучити більшу кількість учасників "викривлює" схему цінової диференціації, знижуючи прибутковість.

Корпоративний венчурний капітал стикається зі структурними недоліками: інформаційні асиметрії (стартапи бояться експропріації), слабкі стимули для менеджерів фондів CVC, внутрішня політика та короткий термін існування програм CVC [5]. Хоча стратегічна орієнтація може компенсувати ці недоліки через непрямі вигоди (доступ до технологій, доступ до інновацій), фінансові доходи часто нижчі за традиційний венчурний капітал: корпоративні інвестори платять премію для отримання акцій, що знижує загальну

прибутковість. ІСО характеризуються високою правовою невизначеністю та ризиками для інвесторів.

5. Практичні рекомендації для підприємців. Вибір механізму фінансування повинен базуватися на комплексній оцінці кількох факторів: етап розвитку стартапу, обсяг необхідного капіталу, готовність ділитися контролем, потреба у стратегічній підтримці та експертизі, специфіка бізнес-моделі (B2C vs B2B), галузева спеціалізація. Для технологічних стартапів на ранніх стадіях оптимальною є комбінована стратегія: власні кошти та FFF (родина, друзі, ентузіасти) для створення мінімально життєздатного продукту, краудфандинг для валідації ринку та отримання перших клієнтів, бізнес-ангели для масштабування до досягнення відповідності продукту ринку, венчурний капітал для агресивного зростання.

При виборі краудфандингу критично важливо враховувати: капітал краще підходить для середніх цілей фінансування (\$10-100 тис.), оскільки великі суми вимагають "викривлення" схеми цінової дискримінації [2]; успіх залежить від мобілізації друзів і родини для ранньої легітимізації, оскільки віддалені інвестори чутливі до дій інших [1]; необхідно реалістично планувати виконання зобов'язань, враховуючи, що 75%+ проєктів затримують доставку, особливо ті, що мають надлишкове фінансування [10]; сильні особисті мережі (друзі у Facebook) та сигнали якості (прототип, професійна презентація) критичні для успіху.

При роботі з венчурним капіталом слід віддавати перевагу інвесторам з глибоким галузевим досвідом у релевантній галузі, оскільки вони забезпечують не лише капітал, але й доступ до галузевих мереж, клієнтів та стратегічних партнерів [7]. Водночас, треба усвідомлювати циклічність венчурного ринку та потенційні ризики "токсичності" капіталу під час пікових періодів, коли тиск на швидке зростання може бути надмірним.

Для взаємодії з корпоративним венчурним капіталом важливо ідентифікувати стратегічну чи фінансову орієнтацію програми: стратегічно орієнтований SVC створює більшу довгострокову цінність через передачу знань, доступ до ресурсів та потенційний шлях до поглинання, але вимагає готовності до тіснішої співпраці та потенційного обміну технологіями [5]. Для споживчих продуктів краудфандинг може бути самодостатнім джерелом на ранніх стадіях, тоді як для B2B SaaS більш релевантні бізнес-ангели та венчурний капітал.

6. Напрями подальших досліджень. Проведене дослідження окреслює три пріоритетні напрями подальшого наукового пошуку. По-перше, вивчення механізмів легітимізації у краудфандингу та ролі друзів і родини як ранніх інвесторів у створенні інформаційних каскадів. По-друге, дослідження стратегічних вигод корпоративного венчурного капіталу та механізмів передачі знань між SVC-підтриманими стартапами та материнськими корпораціями. По-третє, аналіз венчурних інвестиційних циклів у посткризові періоди з фокусом на ефективність інвесторів з галузевим досвідом.

Таким чином, сучасні механізми фінансування стартапів характеризуються високою диверсифікацією, специфічністю застосування залежно від етапу розвитку та галузевої належності, а також постійною еволюцією під впливом технологічних інновацій та змін регуляторного середовища. Успішні підприємці повинні володіти глибоким розумінням переваг та обмежень кожного механізму для прийняття оптимальних рішень щодо залучення капіталу.

ЛІТЕРАТУРА

1. Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. Crowdfunding: Geography, social networks, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*. 2015. Vol. 24, No. 2. P. 253–274. <https://doi.org/10.1111/jems.12093>
2. Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*. 2014. Vol. 29, No. 5. P. 585–609. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>
3. Block J. H., Groh A., Hornuf L., Vanacker T., Vismara S. The entrepreneurial finance markets of the future: a comparison of crowdfunding and initial coin offerings. *Small Business Economics*. 2021. Vol. 57. P. 865–882. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00330-2>
4. Camilleri M. A., Bresciani S. Crowdfunding small businesses and startups: A systematic review, an appraisal of theoretical insights and future research directions. *European Journal of Innovation Management*. 2022. <https://doi.org/10.1108/EJIM-02-2022-0060>
5. Dushnitsky G., Lenox M. J. When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*. 2006. Vol. 21, No. 6. P. 753–772. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.04.012>
6. Fortezza F., Pagano A., Bocconcelli A. Serial crowdfunding in start-up development: a business network view. *Journal of Business & Industrial Marketing*. 2021. Vol. 37, No. 4. P. 892–910. <https://doi.org/10.1108/JBIM-05-2020-0243>
7. Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D. Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 87, No. 1. P. 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.002>
8. Kato H. A literature review of venture capital financing and growth of SMEs in emerging economies and an agenda for future research. *Journal of Small Business &*

Entrepreneurship. 2021. Vol. 35, No. 3. P. 580–604. URL: <https://www.researchgate.net/publication/354926705>

9. Moirangthem N. S., Nag B. Value-added Activities of Venture Capitals in Entrepreneurial Finance: Evidence from the Growth of Flipkart. *Asian Journal of Management Cases*. 2024. Vol. 21, No. 1. P. 57–68. <https://doi.org/10.1177/0972820121998120>

10. Mollick E. The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*. 2014. Vol. 29, No. 1. P. 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>

11. Murthy C. S., Sekhar M. P. The Role of Angel Financing in the Growth of Start-up Business. *Management Dynamics*. 2020. Vol. 20, No. 2. P. 29–37. URL: <https://www.researchgate.net/publication/364844282>

12. Reichenbach F., Walther M. Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure. *Financial Innovation*. 2021. Vol. 7. Art. 54. <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>

13. Дума О. І. Механізми венчурного інвестування в стартапи. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку*. 2022. Т. 4, № 2. С. 169–182. <https://doi.org/10.23939/smeu2022.02.169>

14. Петренко Н. С., Кащєєва Т. М. Краудфандинг – інноваційний метод фінансування в Україні. *Наукові праці Міжрегіональної Академії управління персоналом. Економічні науки*. 2023. № 4 (71). <https://doi.org/10.32689/2523-4536/71-2>

15. Рапута К. О. Напрями вдосконалення механізму венчурного фінансування стартапів в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 2. С. 56–63. <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2021.2.56>

Надійшла до редакції 16.10.2025 р.

Прийнята до друку 20.11.2025 р.

REFERENCES

1. Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2015). Crowdfunding: Geography, social networks, and the timing of investment decisions. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2), 253–274. <https://doi.org/10.1111/jems.12093>

2. Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585–609. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>

3. Block, J. H., Groh, A., Hornuf, L., Vanacker, T., & Vismara, S. (2021). The entrepreneurial finance markets of the future: a comparison of crowdfunding and initial coin offerings. *Small Business Economics*, 57, 865–882. <https://doi.org/10.1007/s11187-020-00330-2>

4. Camilleri, M. A., & Bresciani, S. (2022). Crowdfunding small businesses and startups: A systematic review, an appraisal of theoretical insights and future research directions. *European Journal of Innovation Management*. <https://doi.org/10.1108/EJIM-02-2022-0060>

5. Dushnitsky, G., & Lenox, M. J. (2006). When does corporate venture capital investment create firm value? *Journal of Business Venturing*, 21(6), 753–772. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.04.012>

6. Fortezza, F., Pagano, A., & Bocconcelli, A. (2021). Serial crowdfunding in start-up development: a business network view. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 37(4), 892–910. <https://doi.org/10.1108/JBIM-05-2020-0243>

7. Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.002>
8. Kato, H. (2021). A literature review of venture capital financing and growth of SMEs in emerging economies and an agenda for future research. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 35(3), 580–604. <https://www.researchgate.net/publication/354926705>
9. Moirangthem, N. S., & Nag, B. (2024). Value-added Activities of Venture Capitals in Entrepreneurial Finance: Evidence from the Growth of Flipkart. *Asian Journal of Management Cases*, 21(1), 57–68. <https://doi.org/10.1177/0972820121998120>
10. Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
11. Murthy, C. S., & Sekhar, M. P. (2020). The Role of Angel Financing in the Growth of Start-up Business. *Management Dynamics*, 20(2), 29–37. <https://www.researchgate.net/publication/364844282>
12. Reichenbach, F., & Walther, M. (2021). Signals in equity-based crowdfunding and risk of failure. *Financial Innovation*, 7(54). <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00270-0>
13. Duma, O. I. (2022). Mechanisms of venture investment in startups. *Menedzhment ta pidpriemnytstvo v Ukraini: etapy stanovlennia i problemy rozvytku*, 4(2), 169–182. <https://doi.org/10.23939/smeu2022.02.169> [in Ukrainian].
14. Petrenko, N. S., & Kashcheieva, T. M. (2023). Crowdfunding – an innovative method of financing in Ukraine. *Naukovi pratsi Mizhrehionalnoi Akademii upravlinnia personalom. Ekonomichni nauky*, 71. <https://doi.org/10.32689/2523-4536/71-2> [in Ukrainian].
15. Raputa, K. O. (2021). Directions for improving the mechanism of venture financing of startups in Ukraine. *Investytsii: praktyka ta dosvid*, 2, 56–63. <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2021.2.56> [in Ukrainian].

Received: 16.10.2025

Accepted: 20.11.2025

Лоза Д. Ю. Сучасні механізми фінансування стартапів: від венчурного капіталу до краудфандингу

У статті досліджено сучасні механізми фінансування стартапів в контексті еволюції глобальної екосистеми підприємницького капіталу. Традиційні фінансові інститути виявилися структурно непридатними для обслуговування інноваційних компаній, що зумовило формування паралельної екосистеми альтернативного фінансування: венчурний капітал, бізнес-ангели, краудфандинг та первинні пропозиції монет. Кожен з цих механізмів має власну логіку роботи, критерії відбору проєктів та очікування щодо повернення інвестицій.

Здійснено системний огляд та аналіз наукових публікацій з проблематики фінансування стартапів. Охарактеризовано основні механізми фінансування на різних етапах життєвого циклу інноваційних компаній. Систематизовано теоретичні концепції венчурного капіталу: "терплячий капітал", "капітал доданої вартості", "розумний капітал". Виявлено специфічні особливості корпоративного венчурного капіталу та розкрито відмінності між стратегічною та фінансовою орієнтацією SVC-програм. Проаналізовано чотири моделі краудфандингу та ідентифіковано ключові фактори успіху краудфандингових кампаній. Розкрито механізми попе-

реднього замовлення та цінової диференціації у краудфандингу на основі винагороди.

На основі узагальнення емпіричних досліджень виявлено критичні фактори успіху в залученні фінансування: наявність патентів, участь бізнес-ангелів, досвід команди, активність у соціальних мережах, роль друзів і родини як ранніх легітимізаторів проєктів. Сформульовано практичні рекомендації для підприємців щодо вибору оптимальних механізмів фінансування залежно від етапу розвитку компанії та специфіки бізнес-моделі. Обґрунтовано комбіновану стратегію фінансування: власні кошти для створення мінімально життєздатного продукту, краудфандинг для валідації ринку, бізнес-ангели для масштабування, венчурний капітал для агресивного зростання.

Ключові слова: венчурне фінансування, стартапи, краудфандинг, бізнес-ангели, корпоративний венчурний капітал, ICO, підприємницький капітал, інноваційне підприємництво.

Loza D. Modern mechanisms of startup financing: from venture capital to crowdfunding

The article investigates modern mechanisms of startup financing within the context of the evolution of the global entrepreneurial capital ecosystem. Traditional financial institutions have proved structurally inadequate for servicing innovative companies, which has led to the formation of a parallel ecosystem of alternative financing: venture capital, business angels, crowdfunding, and initial coin offerings. Each of these mechanisms has its own operational logic, project selection criteria, and expectations regarding return on investment.

A systematic review and analysis of scientific publications on startup financing issues has been conducted. The main financing mechanisms at various stages of innovative companies' life cycles have been characterised. Theoretical concepts of venture capital have been systematised: "patient capital", "value-added capital", and "smart capital". Specific features of corporate venture capital have been identified, and the differences between strategic and financial orientations of CVC programmes have been revealed. Four crowdfunding models have been analysed, and key success factors of crowdfunding campaigns have been identified. Mechanisms of pre-ordering and price differentiation in reward-based crowdfunding have been elucidated.

Based on the generalisation of empirical research, critical success factors in attracting financing have been identified: presence of patents, participation of business angels, team experience, social media activity, and the role of friends and family as early legitimisers of projects. Practical recommendations for entrepreneurs have been formulated regarding the selection of optimal financing mechanisms depending on the company's development stage and business model specifics. A combined financing strategy has been substantiated: own funds for creating a minimum viable product, crowdfunding for market validation, business angels for scaling, and venture capital for aggressive growth.

Keywords: venture financing, startups, crowdfunding, business angels, corporate venture capital, ICO, entrepreneurial capital, innovative entrepreneurship.