

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Куракова Н.Г., Зинов В.Г., Цветкова Л.А.,
Ерёмченко О.А., Кураков Ф.А.**

**Корпоративные венчурные фонды как инструмент
инновационного развития российских корпораций**

Москва 2020

Аннотация. В работе систематизированы стратегии создания и развития корпоративных венчурных фондов, проведен анализ деятельности российских венчурных фондов корпораций Softline, Ростелеком, Северсталь и др., а также их взаимодействия с государственными институтами развития для выявления ключевых факторов результативности деятельности этих фондов.

Куракова Н.Г., директор Центра научно-технической экспертизы ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Зинов В.Г., главный научный сотрудник Центра научно-технической экспертизы ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Цветкова Л.А., ведущий научный сотрудник Центра научно-технической экспертизы ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Ерёмченко О.А., старший научный сотрудник Центра научно-технической экспертизы ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Кураков Ф. А., старший научный сотрудник Центра научно-технической экспертизы ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2019 год

Содержание

ВВЕДЕНИЕ.....	4
1 Выявление комплекса структурных отличий, характеризующих корпоративные венчурные фонды на рынке венчурного капитала.....	6
1.1 Становление сектора корпоративного венчурного финансирования и его современные тенденции развития	6
1.2 Отличие корпоративных венчурных инвестиций и независимых венчурных инвестиций	10
1.3 Анализ корпоративных венчурных фондов в технологических секторах	16
1.4 Требования для устойчивости корпоративного венчурного фонда	20
2 Идентификация и систематизация значимых факторов успешности корпоративных венчурных фондов российских компаний	23
2.1 Место российских компаний на глобальном ландшафте корпоративного венчурного финансирования.....	25
2.2 Разнообразие подходов к корпоративным инновациям у крупного российского бизнеса и потребность в государственной поддержке.....	27
2.3 Основные барьеры развития корпоративного венчурного финансирования в России ...	33
3 Совершенствование инвестиционных процессов корпоративных венчурных фондов	39
3.1 Корпоративные венчурные фонды как новая бизнес-модель управления инновациями в крупном бизнесе	40
3.2 Основные подходы к организации корпоративных венчурных фондов	41
3.3 Как преодолеть барьеры развития корпоративных венчурных инвестиций в России? ..	45
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	47
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	49

ВВЕДЕНИЕ

Новым трендом технологического развития промышленного сектора индустриально развитых стран стало повышение активности корпоративных венчурных фондов (структурных единиц корпораций, реализующих программы корпоративных венчурных инвестиций). Корпоративные венчурные фонды (КВФ) позволяют осуществлять технологическое развитие корпорации не столько за счет проведения внутрикорпоративных НИОКР, сколько путем приобретения готовых технологий извне. По данным ежегодного отчета Global CVC Report [1], содержащего анализ корпоративных венчурных инвестиций, в 2017 г. зафиксированы исторически максимальные показатели общего объема завершенных венчурных сделок, причем на долю КВФ в 2017 г. пришлось около 20% всех венчурных инвестиций в мире, и эта доля в последние несколько лет устойчиво растет. По данным, опубликованным в отчете Global CVC Report за 2018 г., финансирование КВФ в 2018 г. увеличилось примерно на 47% по сравнению с 2017 г., а сделки возросли на 32% за тот же период [2].

Тема необходимости развития корпоративных венчурных инвестиций в Российской Федерации впервые была поднята в 2011 г. в поручениях Президента Российской Федерации, выданных по результатам заседания Комиссии при Президенте Российской Федерации по модернизации и технологическому развитию экономики России [3].

Новый импульс процессу формирования отечественного рынка корпоративных венчурных инвестиций придали опубликованные в августе 2014 г. «Поручения по итогам встречи с членами Экспертного совета при Правительстве и представителями экспертного сообщества по вопросу развития инноваций» [4]. Они предусматривают выработку предложений «по развитию системы корпоративных венчурных фондов, осуществлению инвестиций в отраслевые фонды или институты развития, а также по вопросам приобретения инновационных компаний, ведущих инновационные разработки, в рамках осуществления программ инновационного развития государственных корпораций и компаний с государственным участием».

Несмотря на то, что около двух лет назад 50 крупных российских корпораций, в том числе госкомпаний, публично объявили о планах сотрудничать с инновационными компаниями, по данным газеты Ведомости [5] обещания не выполнены: 74% опрошенных стартапов не смогли получить поддержку российского бизнеса. Чаще всего сотрудничество с корпорациями ограничивается для них проведением тренингов и конкурсов. Единицам стартапов удастся запустить пилотные проекты в компаниях, но тут же начинаются проблемы с адаптацией бизнес-процессов, включая взаимодействие со службой

безопасности, отделом закупок и пр. Корпоративная бюрократия вынуждает каждый стартап тратить дополнительные ресурсы, что не приводит к развитию молодой компании.

Необходимо отметить, что в настоящее время еще не сложилась практика предоставления открытой информации о деятельности российских корпоративных венчурных фондов. Неслучайно опыт первых КВФ как инструмента технологического развития российских компаний только начинает становиться предметом исследований. Вместе с тем создание сектора корпоративного венчурного капитала в Российской Федерации может стать эффективным инструментом достижения глобальной конкурентоспособности отечественной промышленности за исторически короткий промежуток времени. Эти обстоятельства обуславливают актуальность настоящего исследования.

1 Выявление комплекса структурных отличий, характеризующих корпоративные венчурные фонды на рынке венчурного капитала

1.1 Становление сектора корпоративного венчурного финансирования и его современные тенденции развития

К непрерывному поиску и внедрению инноваций, приспособлению к меняющимся потребностям потребителей и созданию новых рыночных ниш лидирующие компании вынуждает жесткая рыночная конкуренция. Поиск новых технологических и управленческих идей, в том числе и высокорисковых, внутри компании и за ее пределами, а также дальнейшее их введение в деятельность компании становится значимым способом повышения конкурентоспособности. Для освоения таких идей и достижения успеха при развитии бизнеса требуются значительные затраты на протяжении длительного периода времени. Возникает потребность в предпринимательской гибкости, быстрой адаптации под меняющиеся внешние условия, к чему крупные компании совершенно не готовы в силу сложившихся бюрократических процедур, которые возникают из-за масштаба операционной деятельности и необходимости обеспечивать ее эффективность.

Инновации всегда были ключом к выживанию и процветанию корпораций. Однако классический внутренний процесс разработки новых продуктов и услуг зачастую бывает громоздким. Поэтому постепенно появляются альтернативные формы внедрения инноваций через внешние инвестиционные обязательства. Они могут оказаться успешными в случае хорошей реализации и контроля, и в результате стать причиной кратко- или долгосрочных возможностей для развития корпорации. Существует два типа таких технологических альянсов: соглашение о сотрудничестве и участие в капитале. Если первый тип основан на краткосрочном или среднесрочном партнерстве, и сконцентрирован на совместном использовании определенных стратегических ресурсов, в частности в области НИОКР, то стратегический альянс, основанный на участии в капитале, приводит к большему объему обязательств каждого партнера.

Инструменты, которые компании могут использовать при взаимодействии с другими организациями в отношении инноваций через внешние инвестиционные обязательства, различны и могут быть разделены на четыре большие семьи.

Во-первых, компании могут отдавать предпочтение сделкам по слияниям и поглощениям (англ. - mergers and acquisitions, M&A) и, следовательно, извлекать выгоду из развитых компаний и их устоявшегося бизнеса для быстрого стимулирования инноваций.

Во-вторых, компании могут использовать стратегические партнерства и создавать совместные предприятия, полагаясь на сотрудничество для более эффективного продвижения собственных товаров и услуг, и получения дополнительных доходов. Эта категория также охватывает все виды лицензионных соглашений между компаниями.

В-третьих, крупные компании могут помогать расти стартапам и проектам на ранних стадиях через специализированные инкубаторы и акселераторы.

Наконец, в-четвертых, компании могут сделать ставку на венчурные практики, получив долю в уставном капитале других компаний и вследствие этого обеспечить себе доступ к новым возможностям роста.

Среди схем финансирования путем частных прямых инвестиций, венчурное инвестирование фокусируется на предоставлении средств малым компаниям на ранних стадиях развития и средним растущим компаниям, которые, как предполагается, обладают высоким потенциалом роста. Работая со стартапами на самых ранних этапах развития, венчурный капитал является ключевым источником финансирования молодого предприятия, когда ему рынки капитала еще не доступны. В обмен на привлеченные средства финансируемая компания отдает долю уставного капитала венчурному фонду, который отныне несет часть риска. И хотя риск для венчурных инвесторов значительно выше, чем для инвесторов, вкладывающих средства на более поздних стадиях, он компенсируется потенциально более высокой доходностью в случае успеха.

Корпоративное венчурное инвестирование, как механизм финансирования новых инновационных компаний, впервые появился в XX в. в США, постепенно становясь особой отраслью, специализирующейся на инвестировании инновационных малых и средних компаний с сильным потенциалом роста [6]. Начиная с 60-х гг. и до настоящего времени все большее число влиятельных корпораций с высокой капитализацией из разных отраслей вовлекаются в приобретение миноритарных пакетов акций молодых компаний.

Однако некоторые корпорации пошли еще дальше, создавая в своей структуре внутренние венчурные компании (фонды). Такие венчурные компании, представляющие собой другой источник финансирования для стартапов, называются корпоративными венчурными фондами, и они почти всегда являются либо подразделениями корпорации, либо ее 100% дочерними компаниями. По сути, они отличаются от независимых венчурных фондов (НВФ) тем, что основным источником денег, вводимый в инвестиционный механизм,

исходит не от инвесторов, а состоит из выделенных денежных средств самой материнской компании.

Корпоративное венчурное инвестирование также характеризуется определенными полномочиями материнской компании в области мониторинга деятельности стартапа, в том числе ее правом вето, когда, например, должны приниматься инвестиционные решения. Хотя конечной целью любых венчурных инвестиций со стороны НВФ и КВФ является получение прибыли за счет максимально возможного прироста капитала, цели корпоративного венчурного инвестирования нельзя сводить исключительно к финансовым показателям.

Промышленные компании обычно функционируют в определенной рыночной нише и развивают соответствующие ей компетенции, они не обладают достаточной квалификацией, чтобы действовать в качестве финансовых спекулянтов. В этом контексте мотивацией создания и деятельности КВФ чаще всего являются стратегические причины развития материнской компании. Более того, в крупном бизнесе корпоративное венчурное инвестирование становится одним из способов организации инновационной деятельности, поиска успешных бизнес-идей и технологий [7, 8] путем вложения корпоративных средств непосредственно во внешние стартап-компании. Крупные корпорации приобретают долю в малых инновационных компаниях, вкладывая свой управленческий, маркетинговый опыт и получая для себя определенные конкурентные преимущества, при этом стимулируя рост инвестируемого стартапа [9].

Несмотря на тот факт, что корпоративные венчурные инвестиции используются компаниями, начиная с 1960-х гг., интерес к КВФ в зарубежной научной среде возник лишь в 1990-е гг. Согласно [10], если в 1970-х гг. около 25% компаний, возглавлявших список Fortune 500, осуществляли различные программы венчурного финансирования, то в настоящее время среди таких компаний уже 75% имеет действующие корпоративные венчурные фонды.

КВФ являются инструментом повышения конкурентоспособности компании, и с этой целью должны сочетать в себе стратегическое развитие, инновации и предпринимательскую инициативу [10]. В первую очередь повышенный интерес бизнес-сектора к корпоративному венчурному капиталу обусловлен такими факторами, как широкие возможности внедрения новых технологических решений, разрабатываемых стартапами, и повышение эффективности использования накопленных денежных средств. Смысл корпоративного венчурного капитала отражает цель инвестиций, в которой делаются акценты на стратегических и финансовых аспектах при принятии решения в компании-инвесторе, а

также степень связи компании в инвестиционном портфеле с текущими операционными возможностями инвестирующей материнской компании.

КВФ является уникальным инструментом среди частных венчурных фондов потому, что КВФ обычно стремится к продвижению, в первую очередь, не финансовых, а стратегических целей, которые связаны с увеличением, прямо или косвенно, продаж и прибыли действующего бизнеса материнской компании, а не инвестируемого стартапа, стремясь использовать синергию между ними. Однако основная цель КВФ состоит в том, чтобы использовать потенциал для дополнительного роста в материнской компании. Например, целью компании-инвестора может быть получение доступа к новым технологиям, ресурсам и рынкам. Специалисты КВФ обладают конкурентными преимуществами перед частными венчурными фондами из-за того, что они имеют управленческий и маркетинговый опыт, лучше знают рынки и технологии и обладают способностью быть терпеливым инвестором [10]. Очевидно, например, что бренд компании - учредителя КВФ, может сигнализировать о качестве вложений другим инвесторам и потенциальным клиентам, а это может в конечном итоге привести к вознаграждению первоначального инвестора.

Достижение стратегических целей КВФ не обязательно противоречит достижению установленных финансовых индикаторов и задач. Как показывает анализ зарубежных публикаций [11], обе цели взаимосвязаны и могут стимулировать развитие венчурного инвестирования, так как в долгосрочной перспективе стратегические инвестиции всегда направлены на получение добавленной стоимости, хотя в краткосрочной перспективе согласование финансовых и стратегических целей может вызывать сомнение. Приоритет достижения краткосрочных финансовых целей зачастую может противоречить достижению долгосрочных стратегических целей, которые, как правило, приводят к финансовой отдаче в долгосрочной перспективе [12]. Поэтому КВФ сначала рассматривают возможные стратегические результаты венчурных сделок, а затем, когда установлено соответствие инвестиционного предложения стратегическим целям компании, анализ проводится в соответствии с финансовыми инвестиционными стандартами [13].

Второй отличительной особенностью корпоративных венчурных инвестиций является степень взаимосвязи операционных возможностей материнской компании с аналогичными процессами портфельной компании. Например, стартап может использовать заводы-изготовители, каналы распределения, технологии или бренд, если технологические или коммерческие связи снижают издержки, создают новые рынки благодаря мощным связям с корпорацией. Для создания, продажи или обслуживания своих продуктов компания-инвестор может использовать отработанные методы ведения бизнеса.

Если стартап предлагает компании-инвестору создание различных новых технологических, организационных и маркетинговых возможностей, то необходима их проверка, в какой степени они могут угрожать жизнеспособности существующей корпоративной практике. Это может стать целью инвестиций КВФ. Если предприятие и его процессы протекают приемлемо, корпорация может затем оценить, следует ли и как адаптировать свои собственные процессы, чтобы быть более похожими на стартап.

По данным [14] многие корпорации закрепляют свои стратегии в венчурных инвестиционных портфелях. Если они не могут победить стартапы в конкурентной борьбе, то вынуждены быть их финансовыми партнерами в бизнесе. Становится очевидным, что в настоящее время у корпораций возникла необходимость развивать сотрудничество с малым инновационным бизнесом. Любой лидирующей компании, независимо от масштабов и отрасли ее деятельности, приходится сталкиваться с серьезной угрозой – появлением новых участников рынка, использующих разработанные прогрессивные технологии, которые трудно внедрить в сложившуюся корпоративную структуру. Однако если такие технологии становятся прорывными в освоенном сегменте рынка, то их игнорирование обязательно приведет к снижению объема продаж.

В обзоре А. Повалко [15] приведен яркий пример WhatsApp: компания со штатом в 30 человек нанесла по крупнейшим телеком-компаниям удар в миллиарды долларов благодаря своему разработанному мессенджеру. При этом, по мнению экспертов, тренд на создание КФВ и использование его возможностей только набирает обороты, и согласно прогнозам, уже к 2025 г. объем корпоративных венчурных сделок достигнет 35% всех венчурных сделок.

1.2 Отличие корпоративных венчурных инвестиций и независимых венчурных инвестиций

Одной из основных отличительных черт корпоративного венчурного финансирования является то, что финансовый капитал в инновационном стартапе дополняется промышленным опытом. Принятие решения о заключении корпоративной венчурной сделки, как правило, основывается не только на ожидаемых финансовых показателях. В отличие от традиционного НВФ, который редко вмешивается в повседневную работу и процесс принятия решений стартапа или компании, которую финансирует, КВФ более включен в текущую деятельность.

J.S. Lantza с соавторами выделяют пять групп стимулов для участия корпораций в корпоративных венчурных сделках [16]:

- Технологический интерес: путем инвестирования в высокоинновационные компании в направлении, котором работает материнская корпорация, могут отслеживаться инновации, что приводит к экономии средств на выполнение внутренних НИОКР. Корпорации при этом могут достигать технологических прорывов путем подписания соглашений о разработке совместных проектов, передачи и приобретения лицензий или приобретения стартапа на более поздней стадии разработки и продвижения на рынок инновации. Происходит интеграция целей инвестирующей и инвестируемой компаний, вплоть до их объединения.

- Повышение ценности собственных НИОКР: путем поддержки создания высокотехнологичных стартапов, корпорации развивают их патентные портфолио. При этом большая часть созданных объектов интеллектуальной собственности часто не используются стартапами, а корпорации имеют возможность заключить лицензионные соглашения на эти объекты в приоритетном порядке.

- Отслеживание рынка и приобретение опыта на новых рынках: финансирование стартапов предоставляет инвесторам информацию о поведении клиентов по отношению к новым продуктам и их обслуживанию, которая может быть использована для того, чтобы начать выпуск подобных товаров и оказания услуг.

- Внедрение новых практик: инвестируемые стартапы используются в качестве инструмента для того, чтобы внедрить новые практики в области внешнего управления (взаимодействие клиентов или поставщиков) и внутренних взаимоотношений между сотрудниками, руководством и персоналом, структурными подразделениями, которые в дальнейшем могут быть приняты материнской организацией в случае успеха.

- Финансовый интерес: как и другие венчурные инвесторы, корпорации должны преумножить инвестиции, чтобы получить доход на момент выхода или через выплаты дивидендов.

В этом контексте КВФ могут быть рассмотрены с двух позиций: как способ снижения внешних рисков для больших компаний и как альтернативный источник финансирования инновационных стартапов. Эти две концепции не противоречат друг другу, более того, они показывают общие интересы, единый организационный режим, обеспечивающий разделение риска при обеспечении финансирования и контроля инновационных проектов. Вот почему корпоративные венчурные инвестиции часто определяются как вклад финансовых и технических ресурсов, а также стратегических экспертных знаний в начальный этап

предпринимательства. Это подчеркивает зависимость, которую имеет стартап от материнской компании.

Таким образом, в отличие от НВФ, стратегический подход, который в первую очередь характерен для промышленных корпоративных фондов – это инвестирование в проекты, которые имеют синергию с основным видом деятельности корпорации.

Однако организационные изменения, вытекающие из корпоративных венчурных программ не всегда позитивны, поэтому необходимо упомянуть о недостатках использования КВФ, к которым следует отнести:

- Во-первых, сохранение целостности управленческих решений по отношению к проектам, которые конкурируют с аналогичными проектами материнской компании.

- Во-вторых, уступки экономическому климату и стратегическому выбору топ-менеджмента корпорации - основателя КВФ. Источником капитала часто является избыточная ликвидность материнской компании, поэтому инвестирование в поддерживаемые проекты в период экономического спада ставится под вопрос. Возникает риск закрытия таких проектов при смене руководства и риск потерь вложенных ранее инвестиций.

Чтобы быть успешным, КВФ должен учитывать доминирующую роль финансовых характеристик путем включения процессного измерения всех инвестиций и своевременного их вывода. В процессе инвестирования в проекты, приобретается информация, значение которой должно оцениваться, если транзакционные издержки идентификации проекта, последующая поддержка и вывод средств ниже, чем те, которые будет генерироваться за счет прямых инвестиций. Следовательно, посредничество КВФ актуально только для новых предприятий, специфика которых заключается не только в инновациях, но и в рыночных, технологических, и других компетенциях компании.

Для всех успешных транснациональных инновационно-активных корпораций, деятельность КВФ связана с высокими рисками, как и в иных венчурных фондах. Также в КВФ возникают риски специфического характера. Сложившиеся в каждой корпорации организационные процедуры, консерватизм финансовой политики и стиль управления вступают в противоречие с предпринимательским подходом, характерным для венчурного инвестора. Наиболее ярко такое противоречие выражено в отношении ожиданий учредителем КВФ быстрых сроков возврата инвестиций и высокой финансовой отдачи.

Если же руководство корпорации понимает, что главной оценкой деятельности КВФ является не финансовые показатели, а получение быстрого доступа к новым технологиям, которые могут стать источником значительного дохода, повлиять на структуру отрасли и

потеснить конкурентов, затраты будут оправданы. Нужно иметь в виду, что КВФ значительно отличаются от НВФ по ряду показателей, в том числе по бизнес-модели, организационной форме, структуре. При этом если для НВФ инвестирование стартапов – это основной вид деятельности и основная задачи любой сделки – получение прибыли, то КВФ создаются нефинансовыми корпорациями не столько ради получения дохода на инвестированный капитал (хотя эта цель тоже важна, поскольку инвесторы нацелены на максимизацию стоимости своей и инвестируемой компаний), сколько для обеспечения доступа к новым идеям и перспективным технологиям.

Исследуя преимущества КВФ перед другими формами организации инновационной деятельности корпораций, исследователи отмечают такие аспекты как: поддержка предпринимательских инициатив [18], организационное обучение [19], развитие интеллектуального капитала компании, возможность поддержки со стороны руководства корпорации, причем не только финансовой, и другие.

В то же время следует отметить, что на сегодняшний день исследования в области корпоративного венчурного инвестирования только развиваются. Это определяется закрытостью в России данных по программам корпоративного венчурного инвестирования. В открытом доступе нет баз данных, которые включали бы в себя начальные показатели по инвестируемым компаниям (размер выручки, активов, год основания, количество выпущенных патентов и т.д.).

Сравнивая способности КВФ и НВФ в развитии инноваций, многие зарубежные авторы подчеркивают уникальность организационной и коммерческой структуры КВФ, которая может эффективно и активно поддерживать рискованную инновационную деятельность.

Во-первых, КВФ имеют более длительные инвестиционные горизонты, чем НВФ, потому что являются дочерними компаниями корпораций, а не товариществами с ограниченным сроком деятельности согласно договору.

Во-вторых, КВФ, как дочерние компании, преследуют указанные им взаимосвязанные стратегические и финансовые цели материнских компаний, и оценка их результативности значительно разнообразнее, чем достижение высокой финансовой отдачи, как единственной инвестиционной цели НВФ.

В-третьих, структура вознаграждения менеджеров независимых венчурных фондов на основе результатов деятельности существенно отличается от КВФ, в которых менеджеры получают фиксированную заработную плату и корпоративные бонусы, привязанные к финансовой эффективности.

Вышеизложенные три различия между КВФ и НВФ позволяют корпоративным фондам быть более открытыми для экспериментов и случайных неудач. При этом материнская компания может предоставить КВФ уникальные знания об отрасли и технологиях в интересах портфельных стартапов, что отсутствует в НВФ. Ценность возможных экспертных оценок индустрии и технологии, характерных для менеджеров корпоративных фондов могут повысить способность лучше использовать получаемую ими «мягкую» информацию о деятельности компаний в области исследований и разработок, позволяя им лучше оценивать и развивать технологии этих новых предприятий и новые продукты. Вместе взятые, вышеуказанные факторы могут позволить КВФ быть более эффективными, чем НВФ в развитии инноваций в своих портфельных стартапах.

Однако корпоративная организационная структура КВФ также может иметь негативные последствия при стимулировании инноваций в своих портфельных стартапах. Централизованное распределение ресурсов порождает своеобразную корпоративную «уравниловку» при распределении средств на НИОКР [20]. Кроме того, вознаграждения управляющих в дочерних компаниях связаны с финансовыми показателями материнской компании, а не с повышением капитализации инвестируемых стартапов, что влияет на развитие инвестируемых компаний. В исследовании [21] анализируется ситуация, когда предприниматели готовы скорее обращаться за финансированием к НВФ вместо КВФ, чтобы предотвратить простую эксплуатацию себя корпорацией. Наиболее это актуально, если их стартапы конкурируют с материнской компанией на товарном рынке.

Как правило, корпоративный фонд имеет стратегическую миссию для повышения конкурентоспособности и, следовательно, доходов материнской компании.

Об этом говорят результаты исследования, в котором был проведен анализ, насколько сказывается зависимость фокуса инвестиций КВФ на выручке материнской компании, то есть на результативность корпоративного венчурного капитала [22]. Фонды так называемого «финансового» типа благодаря высокой степени свободы, которая позволяет им отбирать большее количество объектов инвестиций, и широкой возможности привлечения финансовых ресурсов инвестируют в разы больше средств относительно годовой выручки материнских компаний по сравнению с другими типами фондов. Однако выручка материнской компании при этом растет меньше, чем при стратегическом фокусе инвестиций КВФ.

Поэтому, практика доказывает первоначальное предположение о том, что эффективность корпоративного венчурного капитала для материнской компании, осуществляющей венчурные инвестиции, при достижении стратегических целей выше, чем

при постановке финансовых целей. Это связано с более тщательной подготовкой венчурных сделок, большей вовлеченностью технических и маркетинговых сотрудников корпорации в рабочий процесс фонда. При этом количество и объем сделок в пересчете на одного сотрудника у них меньше, но при этом их результативность для материнской компании выше.

При прочих равных условиях НВФ могут быть более эффективными при самостоятельном распределении имеющихся ресурсов. Они имеют полный контроль над капиталом, вложенным их партнерами, поскольку являются партнерствами с ограниченной ответственностью. Управляющие независимых фондов вознаграждаются исключительно на основе финансовых показателей. В исследованиях [23, 24] приведены данные о том, что если растет профессионализм управленческих команд, то такие венчурные фонды вносят все более значительный вклад в развитие инвестируемых стартапов через их вовлечение в стратегические альянсы.

При этом согласно исследованию [25], НВФ также стремятся обладать соответствующими знаниями отраслевого инновационного процесса, что позволяет им профессионально содействовать своим портфельным компаниям добиваться роста объема выпускаемой продукции. Таким образом, НВФ может показывать результаты, превосходящие КВФ при выращивании инноваций в связи с более эффективным распределением ресурсов, более результативной системой вознаграждения менеджмента и специализированной отраслевой экспертизой.

В исследовании [26] проанализированы результаты IPO (первичного публичного размещения акций) компаний, поддерживаемых КВФ и НВФ. Авторы выделили для анализа 926 различными КВФ, из которых 562 аффилированы с публично торгуемыми материнскими корпорациями.

В отобранных КВФ были выделены только те портфельные компании, которые получили инвестирование хотя бы от одного корпоративного инвестора и идентифицированы те из них, которые стали публичными в период 1980-2004 гг. Выборочный период заканчивался в 2004 г. с учетом, чтобы обеспечить наличие трехлетней инновационной продукции после IPO и пять лет работы после IPO в БД цитирования патентов.

В результате было обнаружено, что при сравнении двух типов компаний, поддерживаемых КВФ и НВФ, большее количество патентов и патентов более высокого качества было выявлено у компаний, получивших корпоративные инвестиции. Например, такие компании производят на 20-40% (в среднем 26,9%) больше патентов за три года до

IPO и на 38% ~ 60% больше патентов после IPO, и эти патенты получают на 17,6% больше цитирований. После IPO (в первые четыре года) компании, поддерживаемые КВФ, производят на 44,9% больше патентов, которые получают в среднем на 13,2% больше цитирований в будущем. Таким образом компании, получившие корпоративные инвестиции стремятся создать лучшее качество патентов перед выходом на IPO и после IPO, чем компании, получившие финансирование от НВФ.

С высокой вероятностью можно сделать вывод, что если компании получают свой первый раунд финансирования от КВФ, то их деятельность характеризуется значительно большим долгосрочным увеличением своих инновационных результатов, чем если бы инвестиций не было.

1.3 Анализ корпоративных венчурных фондов в технологических секторах

Тенденции развития корпоративного венчурного финансирования в различных технологических секторах существенно отличаются от аналогичных характеристик при инвестициях НВФ и диктуются отраслевой спецификой, устоявшимися моделями поиска и внедрения инновационных решений, готовностью вкладывать средства, преследуя, в первую очередь, стратегические, а не финансовые цели, и другими факторами.

Авторами была поставлена задача определить отрасли экономики, которые на данный момент являются наиболее активно вовлеченными в использование корпоративного венчурного финансирования, а также составить портрет каждой из отраслей, включающий основные данные об объемах и динамике финансирования и о заключаемых сделках, основных стратегиях выхода.

Информационной базой анализа глобального ландшафта корпоративного венчурного финансирования, включая определение отраслей, наиболее активно включенных в венчурные сделки, и выявление тенденций в области корпоративного венчурного инвестирования в отдельных отраслях экономики была выбрана БД CB Insights [27].

Обобщая полученные данные об объемах венчурного инвестирования в глобальном срезе и пятилетних трендах в отдельных отраслях экономики, необходимо отметить, что использование венчурного капитала становится все более актуальным и востребованным инструментом достижения финансовых и стратегических целей компаний во всем мире.

В таблице 1 представлены показатели корпоративного венчурного финансирования - данные о долях объеме и количестве заключенных корпоративных венчурных сделок в 2018

г. по отдельным отраслям экономики, а также среднегодовые темпы изменений этих показателей за пятилетний период (2014-2018 гг.).

Таблица 1 - Показатели корпоративного венчурного финансирования по отраслям экономики

Отрасль	Доля отрасли в общем объеме заключенных сделок в 2018 г., %	Доля отрасли в общем количестве заключенных сделок в 2018 г., %	Среднегодовой темп роста объема финансирования, 2014-2018 гг., %	Среднегодовой темп роста числа сделок, 2014-2018 гг., %
Интернет	30,70	38,37	+24,39	+21,12
Мобильная связь и телекоммуникации	15,94	14,05	+24,57	+14,33
Здравоохранение	10,98	9,28	+27,57	+14,9
Финансовый сектор	10,98	2,22	+41,26	+36,95
Автотранспорт и перевозки	4,97	1,36	+56,52	+28,21
Программное обеспечение (за исключением Интернет и мобильной связи)	4,50	7,44	+33,05	+30,42
Компьютеры, комплектующие и услуги	3,31	2,94	+37,92	+18,73
Энергетика	3,14	2,01	+16,89	+18,36
Потребительские товары и услуги	2,99	6,55	+2,12	+10,43
Ритейл (за исключением продаж через Интернет и мобильные сервисы)	2,10	0,59	+120,19	+60,04
Коммерческие товары и услуги	2,00	2,99	+18,60	+33,22
Промышленность	2,00	3,97	+18,95	+33,49
Медиа (традиционные)	1,99	1,23	+53,84	+35,88
Электроника	1,43	2,41	+2,97	+17,75
Общественное питание	1,19	1,90	+49,96	+37,18
Досуг	1,19	1,25	+34,02	+39,25
Сельское хозяйство	0,33	0,80	+25,08	+36,56
Металлургия и добыча полезных ископаемых	0,19	0,14	-33,83	+27,23
Экологическое оборудование и услуги	0,05	0,28	+5,47	+27,23
Безопасность	0,01	0,22	-16,14	+14,87

Источник: составлено авторами по данным CB Insights на 24.01.2019 г.

Согласно полученным данным, абсолютным лидером среди всех отраслей, как по объему, так и по числу заключенных корпоративных венчурных сделок, является «Интернет» - на эту отрасль пришлось 30,7% от общего объема финансирования и 38,37% заключенных в 2018 г. сделок. Более 10% от общего объема корпоративного венчурного финансирования пришлось также на «Мобильную связь и телекоммуникации» (15,94%), а также на «Здравоохранение» и «Финансовый сектор» (по 10,98% на каждую отрасль). В

число лидеров по доле заключенных сделок наряду с отраслью «Интернет» вошли «Мобильная связь и телекоммуникации» (14,05%), «Здравоохранение» (9,28%) и «Программное обеспечение (за исключением Интернет и мобильной связи)» (7,44%).

Анализ показателей среднегодовых темпов роста объема и числа корпоративных венчурных сделок за 2014-2018 гг., позволяет сделать два ключевых вывода. Во-первых, в каждой из отраслей увеличилось число ежегодно заключаемых корпоративных венчурных сделок (от 10,43% в год в области «Потребительские товары и услуги» до 60,04% в год в области «Ритейл»). Во-вторых, лишь две из двадцати отраслей показали отрицательные темпы изменений объема корпоративного венчурного финансирования – для отраслей «Безопасность» и «Металлургия и добыча полезных ископаемых» среднегодовой темп изменений за пятилетний период составил соответственно -16,14 и -33,83%. Для отраслей, имеющих максимальные доли в общем объеме заключенных корпоративных венчурных сделок в 2018 г., среднегодовой темп прироста составил около 25%.

Распределение доли корпоративных венчурных сделок в соответствии с этапами финансирования по отраслям экономики за 2014-2018 гг., представленное на рисунке 1, показывает, что максимальная доля сделок приходится на наиболее ранние раунды венчурного инвестирования Seed/Angel и Series A. Для четырех отраслей финансирование компаний на начальной стадии проектов составляет более половины от общего числа заключенных сделок. В области «Металлургия и добыча полезных ископаемых» доля сделок, заключенных на стадии Seed/Angel, за пятилетний период составляет 100%, «Потребительские товары и услуги» – 71,88%, «Безопасность» – 66,67%, «Общественное питание» – 52,52%.

Однако для некоторых отраслей доля сделок, заключенных на стадии Series A, превышает долю сделок стадии Seed/Angel, например, в области «Здравоохранение», показатели за 2014-2018 гг. находятся на уровне 34,73 и 10,38% соответственно. Для медицинской отрасли такое распределение связано, в первую очередь, с высокими затратами на разработку, клиническими и доклиническими исследованиями, результаты которых могут показать невозможность дальнейшего развития продукта.

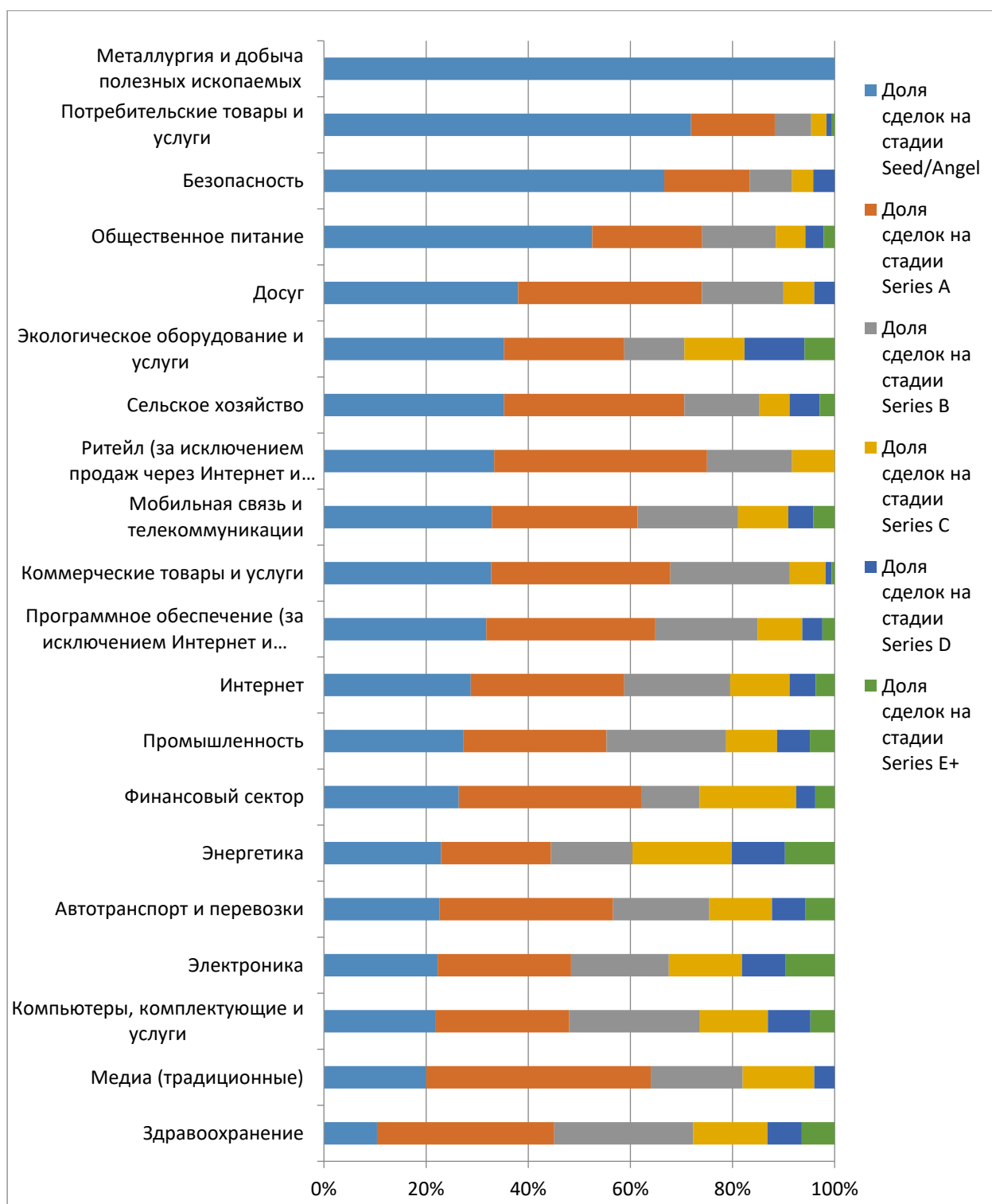


Рисунок 1 - Распределение доли корпоративных венчурных сделок в соответствии с этапами финансирования по отраслям экономики, 2014-2018 гг.

Источник: составлено авторами по данным CB Insights на 24.01.2019 г.

В отличие от независимых венчурных фондов, для которых своевременный выход из проектов и связанное с ним получение прибыли является основой бизнес-модели, КВФ как правило, преследуют одновременно и экономические, и стратегические цели. В этой связи

крайне важным представляется анализ показателей выхода стартапов на сделки слияний-поглощений и IPO по отдельным отраслям экономики. Распределение выходов по отраслям экономики ожидаемо коррелирует с данными по активности КВФ в отдельных отраслях, а лидером с показателем 2498 выходов в 2018 г. является отрасль «Интернет». За пятилетний период (2014-2018 гг.) на отрасль «Интернет» пришелся 21% от общего числа выходов на сделки слияний и поглощений и 11% от общего числа выходов на IPO.

Отметим, что почти треть стартапов (32%), успешно реализовавших выход на IPO, работают в области здравоохранения.

Отдельного внимания заслуживает выход через выкуп доли КВФ менеджментом инвестируемого стартапа (Management Buyout, MBO). В течение последних пяти лет эта форма выхода является основной для таких отраслей, как «Интернет», «Программное обеспечение (за исключением Интернет и мобильной связи)», «Потребительские товары и услуги», «Промышленность», «Коммерческие товары и услуги», «Электроника», «Компьютеры, комплектующие и услуги», «Автотранспорт и перевозки». Для всех перечисленных отраслей выкуп доли у КВФ менеджментом стартапа был ключевым способом выхода.

1.4 Требования для устойчивости корпоративного венчурного фонда

В научной литературе, посвященной изучению КВФ, отмечается, что в большинстве случаев такие структуры создаются для увеличения ценности головной организации, выделяя два основных параметра – финансовый и стратегический. Все чаще корпоративные венчурные инвестиции становятся инструментом повышения ценности компании через достижение стратегических задач, в том числе диверсификации основных видов деятельности [28].

В исследовании [29] обосновано три требования для достижения стабильного функционирования КВФ: стратегические цели, непрерывность и финансовая устойчивость, причем третье требование является наиболее критичным.

Стратегическая цель

В отличие от единственного фокуса на финансовых доходах, общих для институциональных НВФ, большинство КВФ также должны добиваться стратегических целей, поставленных корпорацией. В погоне за прибылью в результате типичных для

венчурных инвесторов финансовых спекулятивных операций может быть пропущена технологические тенденции стратегического значения, что может обесценить всю деятельность КВФ.

Опрос членов Американской национальной ассоциации венчурного капитала NVCA, опубликованный в 2012 г., показывает, что стратегическое направление является основой для 95% опрошенных менеджеров КВФ [30]. Кроме того, около 75% опрошенных оценивают важность достижения стратегических целей на уровне или выше, чем получение финансовой прибыли. Тем не менее, достижение финансовых целей не является взаимоисключающим и противоречащим достижению стратегической ценности и, если компания обанкротилась через три года после получения инвестиций, то утверждать о добавлении значительной стратегической ценности в таком случае не приходится.

Непрерывность

Венчурное финансирование - это узкая сфера деятельности, где многое зависит от хорошей репутации и лично полученной информации из надежных источников; любой инвестор, институциональный или КВФ, должен стремиться стать надежным и устойчивым партнером для предпринимателей, стартапов и других инвесторов. Следовательно, важнейшей предпосылкой для создания успешной программы КВФ является преемственность в отношении стратегии, инвестиционного фокуса и основной команды. Эта необходимость, несомненно, признается в сообществе КВФ. Команды для осуществления корпоративного венчурного инвестирования не проходят корпоративную ротацию каждые 3-5 лет. Костяк команды имеет важное значение для обеспечения преемственности внешней группы (предприниматели, портфолио компаний, венчурные компании), а также для внутренней сети менеджеров.

Финансовая устойчивость

КВФ (особенно при инвестировании в технологии ранней стадии) должны находиться в активном взаимодействии с компаниями, в которые они инвестируют, в течение всего жизненного цикла компании (в среднем более восьми лет). Долгосрочная устойчивость в корпоративной среде может быть достигнута только в том случае, если КВФ как подразделение материнской организации не потеряет деньги в течение более длительного периода времени, поскольку корпорации часто быстро сокращают программы из-за их убыточности, особенно во время кризиса. Ничто не остается стратегической ценностью очень долго, если не дает финансовых результатов, но если программы КВФ, не имеют стратегических целей, то также становятся ближе к урезанию во время финансового кризиса.

Ключевое требование для успешного КВФ: финансовая устойчивость. Программы корпоративного венчурного инвестирования нуждаются в операционной модели, где финансовая устойчивость достигается при учете накладных расходов на регулярный контроллинг. Однако в то же время финансовые цели далеко не всегда являются приоритетными. Согласно данным исследования [48], только в 14 из 20 КВФ (около 70%) были установлены измеримые финансовые цели

2 Идентификация и систематизация значимых факторов успешности корпоративных венчурных фондов российских компаний

Для каждой страны характерны свои особенности организации и функционирования корпоративного венчурного сектора, определяющие его эффективность. В этой связи весьма актуальной является проблематика изучения российского опыта в области корпоративных венчурных инвестиций, поскольку большинство опубликованных ранее исследований выполнено по данным рынка США и стран ЕС.

О необходимости развития корпоративных венчурных фондов в Российской Федерации на самом высоком уровне впервые было сказано в 2011 г. в поручениях Президента России, выданных по результатам заседания Комиссии при Президенте Российской Федерации по модернизации и технологическому развитию экономики России [31]. В числе прочего, было принято решение устранить нормативно-правовые барьеры для участия компаний, полностью или частично находящихся в собственности государства в капитале российских и международных венчурных фондов, а также выполнить сбор предложений по механизмам, критериям целесообразности и условиям соинвестирования в российские и международные венчурные фонды.

В августе 2014 г. в «Поручениях по итогам встречи с членами Экспертного совета при Правительстве и представителями экспертного сообщества по вопросу развития инноваций» предусматривалась выработка предложений «по развитию системы корпоративных венчурных фондов, осуществлению инвестиций в отраслевые фонды или институты развития, а также по вопросам приобретения инновационных компаний, ведущих инновационные разработки, в рамках осуществления программ инновационного развития государственных корпораций и компаний с государственным участием» [32].

Президентом России по итогам Петербургского международного экономического форума 2017 г. было поручено Правительству РФ совместно с пятью госкорпорациями (Росатом, Ростех, Роскосмос, Объединённая судостроительная корпорация и Объединённая авиастроительная корпорация) «обеспечить создание в указанных организациях специальных подразделений и венчурных фондов, осуществляющих инвестирование в малые инновационные компании» [33].

В последние годы в каждом выступлении руководителей страны говорится о необходимости технологического и инновационного развития отраслей и регионов. Президент России, выступая 20 февраля 2019 г. перед Федеральным собранием, подчеркнул

возрастающую роль современных технологий: «Волна технологического развития позволяет захватывать рынки очень быстро. У нас есть примеры успешных инновационных проектов. Их должно быть больше. Правительству нужно понимать, как поддерживать перспективные стартапы. Все наше законодательство нужно настроить на новую технологическую реальность» [34].

Среди инструментов достижения поставленных целей указывается особая роль корпоративных венчурных фондов. Их важное место в системе поддержки высокотехнологичного бизнеса отметил на итоговой коллегии Минэкономразвития России премьер-министр Дмитрий Медведев [35].

Однако российским промышленным сектором необходимость создания КВФ еще не осознана – в стране не сформирована соответствующая корпоративная культура, а копирование зарубежных историй успеха не всегда возможно.

При этом необходимо отметить, что, несмотря на ужесточение международных санкций и давление на финансовые рынки в 2018 году, темпы роста российской экономики достигли +2,3%, что является рекордом за последние шесть лет. В докладе Всемирного банка «Перспективы мировой экономики: рост напряженности, спад инвестиций» эти успехи объяснены высокими ценами на нефть, увеличением экспорта, реализацией ряда крупных энергетических проектов и проведением чемпионата мира по футболу в 2018 году [36].

Журнал Forbes представил рейтинг 200 крупнейших, наиболее выросших в 2019 г частных российских компаний, в среднем их общая рублевая выручка за год увеличилась на 22,2% [37, 38]. Причем отдельные компании показали результаты, значительно превышающие средние по отрасли. Однако, если проанализировать, какие из успешных компаний создали свои корпоративные венчурные фонды согласно данным ежегодного рейтинга самых активных венчурных инвесторов в России, который составляет РВК [39], то выясняется, что только 5,5% топ-200 наиболее быстро растущих крупных частных компаний имеют свои венчурные фонды, каждый из которых инвестировал не менее, чем в один проект. В числе таких компаний - Северсталь (черная металлургия), МТС (телекоммуникации), Мегафон (телекоммуникации), Группа Альфа-Банк (финансы), Группа ПИК (строительство), Ташир (недвижимость), Ланит (информационные технологии), Яндекс (информационные технологии), Группа Mail.Ru (информационные технологии), Softline (информационные технологии), 1С (информационные технологии).

Поэтому резервы развития корпоративного венчурного капитала в России, несомненно, имеются.

2.1 Место российских компаний на глобальном ландшафте корпоративного венчурного финансирования

Обзор венчурного рынка России в 2018 г., выполненный аналитической компанией Dsight совместно с ЕУ и НАУРАН, показал, что за год российский рынок венчурных инвестиций (включая сегмент корпоративного венчурного инвестирования) вырос почти в полтора раза с 471 млн долл. в 2017 г. до 714,7 млн долл. в 2018 г. (без учета сделок выходов) [40]. Авторы обзора отмечают, что рост рынка обусловлен, прежде всего, ориентацией на сделки на более поздних стадиях, а соответственно и увеличением среднего объема одной сделки.

Информация о венчурных сделках в России, полученная с помощью зарубежной аналитической платформы CB Insights за период с октября 2017 г. по сентябрь 2018 г., по показателю «количество заключенных сделок в России» коррелируют с данными, приведенными в обзоре Dsight [40]. По данным CB Insights, в России была заключена 341 венчурная сделка на общую сумму инвестирования в 1,13 млрд. долл., что на 26,8% больше по сравнению с аналогичным периодом годом ранее.

При этом объем заключенных сделок с участием корпоративного венчурного капитала составляет почти пятую часть от общего объема венчурных сделок в России (236,5 млн. долл.). За октябрь 2017 г. - сентябрь 2018 г. российскими венчурными фондами было заключено 52 корпоративные венчурные сделки.

Распределение заключенных корпоративных венчурных сделок в России за последние два года по стадиям финансирования показывает, что наибольшая их доля приходится на самую стадию Seed/Angel - 78,26%. Средний объем финансирования по каждой заключенной сделке на этой стадии составил 1,33 млн. долл. 8,7% пришлось на стадию Series A и по 4,35% от числа заключенных сделок – на стадии финансирования Series B, C, D. Ожидаемо средняя сумма финансирования на более поздних стадиях выше, чем на посевной стадии финансирования.

Более половины всех заключенных корпоративных сделок в России в течение октября 2017 г. - сентября 2018 г., приходится на область «Интернет» (53,57%). На втором месте – «Мобильные сервисы и услуги» (21,43%), на третьем – «Программное обеспечение» (10,71%), «Здравоохранение» занимает четвертую позицию с показателем в 3,57% от общего числа сделок, оставшиеся 10,71% распределены между другими отраслями. В целом отраслевые приоритеты соответствует общемировым трендам. Однако если сравнить удельные веса отдельных отраслей экономики, то заметно, что доминируют (86%) на

российском рынке венчурные бизнесы в областях «Интернет», «Программное обеспечение» и «Мобильные сервисы и услуги», а область «Здравоохранение» встречается в разы реже (3,57%), чем на глобальном рынке (18,6%).

Наиболее активные участники корпоративного венчурного финансирования в России по данным базы CB Insights - топ-20 за 2018 г., 2017-2018 гг. и за период 2014-2018 гг., а также количество их сделок, представлены в таблице 2. Лидирующие позиции по числу заключенных сделок занимает российская компания Mail.ru и ее подразделение Mail.Ru Games Ventures.

Таблица 2 – Топ-20 компаний, наиболее активно вовлеченных в заключение корпоративных венчурных сделок в России, 2014-2018 гг.

Число заключенных сделок в 2018 г.	Число заключенных сделок в 2017-2018 гг.	Число заключенных сделок в 2014-2018 гг.
4 - Mail.Ru	6 - Mail.Ru	13 - QIWI Venture
4 - Mail.Ru Games Ventures	4 - Admitad Invest	8 - Mail.Ru
3 - BitFury Group	4 - Mail.Ru Games Ventures	7 - Sistema Venture Capital
3 - FunCubator	4 - Sistema Venture Capital	6 - Leta Capital
3 - Softline Venture Partners	3 - BitFury Group	5 - EMC Ventures
2 - Alfa Banking Group	3 - FunCubator	5 - Softline Venture Partners
2 - Leta Capital	3 - Softline Venture Partners	5 - Yandex
2 - Megafon	3 - Yandex	4 - Admitad Invest
2 - Sistema Venture Capital	2 - Alfa Banking Group	4 - CommIT Capital
2 - Yandex	2 - CommIT Capital	4 - Mail.Ru Games Ventures
1 - Admitad Invest	2 - Kickstarter	4 - Microsoft
1 - Alibaba Group	2 - Leta Capital	4 - Mitsui & Co.
1 - Anadolu Efes	2 - Megafon	3 - BitFury Group
1 - Anheuser-Busch InBev	2 - Mitsui & Co.	3 - FunCubator
1 - China Baoli	2 - QIWI Venture	3 - Intel Capital
1 - Chronobank.io	2 - SBI Investment	3 - LANIT
1 - CommIT Capital	1 - Alibaba Group	2 - Alfa Banking Group
1 - Cosmo and Company Co	1 - Anadolu Efes	2 - Kickstarter
1 - Epic Games	1 - Anheuser-Busch InBev	2 - Megafon
1 - Ferrero Group	1 - Boomstarter	2 - Mobile TeleSystems PJSC

Источник: CB Insights, данные на 14.12.2018 г.

Анализ наиболее успешных зарубежных практик и историй успеха глобальных гигантов корпоративной венчурной индустрии не является достаточным для принятия решений менеджментом российских компаний относительно развития собственных КВФ. Специфика условий формирования корпоративной венчурной индустрии в России, включающая недостаточную развитость нормативно-правовой базы в отношении КВФ и несопоставимо меньшие объемы средств для инвестирования у компаний, а также

особенности развития конкурентной среды на отечественном рынке, диктует необходимость применения особых подходов и практик, соответствующих сложившимся обстоятельствам.

Активность российских компаний в области венчурного инвестирования в 2014 г. не дает оснований ее оценивать как высокую – за этот период времени, по данным CB Insights, было зарегистрировано лишь 26 корпоративных венчурных сделки. Однако уже в 2018 г. стала заметна готовность крупнейших российских компаний развиваться за счет венчурных инвестиций в стартапы: заметно выросло число сделок, составив по данным РВК 77 сделок в 2018 г. [41]. В обзорах экспертов в числе активных корпоративных венчурных инвесторов чаще всего называются Мегафон, МТС, а также корпорации с госучастием — Сбербанк, Газпром нефть, Ростелеком, Росатом и другие [41].

Имея недолгую историю становления и развития, отечественный промышленный сектор в попытках найти наиболее успешные способы использования корпоративного венчурного капитала демонстрирует различные стратегии. Возникла история успеха корпоративного венчурного фонда ПАО «Северсталь» Severstal Ventures, получившего высокую награду в номинации «Прорыв года» в 2019 г. в рамках международного саммита Global Corporate Venturing and Innovation [42] за правильные действия менеджмента и корпорации на старте работы КВФ.

2.2 Разнообразие подходов к корпоративным инновациям у крупного российского бизнеса и потребность в государственной поддержке

Возможности государственной поддержки развития российского венчурного рынка, в том числе его корпоративного сектора, постоянно обсуждаются бизнесом и властью на каждом инновационном форуме и других площадках. Российский рынок, как он сложился, существенно отличается от более развитого и более зрелого европейского, и тем более американского рынков значительным удельным весом в экономике государственных компаний и компаний с государственным участием. Поэтому разработка регуляторных инструментов для помощи развитию российского венчурного рынка не может просто повторять модели других стран.

При разработке системы государственной поддержки участников венчурного рынка вначале рассматривалась модель «инвестиционного лифта», чтобы на каждом этапе финансирования стартапа был свой государственный институт развития. Однако позднее пришли к выводу, что более правильная модель – это поддержка конкурентной среды при

координации между разными институтами развития, то есть приоритет отдан организации эффективной инновационной инфраструктуры. Важно, чтобы «инвестиционный лифт» работал не столько с точки зрения финансов, сколько предлагал более разностороннюю целостную систему поддержки. Например, один из важнейших элементов инфраструктуры – инжиниринговые компании, инжиниринговые центры, которые могут обеспечить выполнение запроса компании на подъем уровня готовности технологии, а с другой стороны, могут понять возможности разработчиков.

Поэтому необходимо рассматривать «инвестиционные лифты» как возможности получения инновационной компанией на каждой стадии своего развития такой формы поддержки, которая бы помогала компании быстрее расти. Это не обязательно государственная финансовая или преференционная поддержка, но государство должно на каждой стадии способствовать формированию той инфраструктуры, которая позволяла бы бизнесу дальше расти и развиваться.

Прежняя концепция «инвестиционного лифта» о том, что конкретная компания должна подхватываться на каждой следующей стадии развития одним из институтов развития и ее нужно сопровождать индивидуально, признана экспертным сообществом ошибочной. Такая концепция приводит к иждивенчеству, компания перестает работать в рыночных условиях, начинает обращаться во все институты развития с требованиями получения обязательной финансовой поддержки.

«Инвестиционный лифт» должен работать, скорее, как инфраструктура и система мер нефинансовой поддержки. Одним стартапам на ранних стадиях важнее заработать, другим нужно обратиться в дизайн-центр или центр трансфера технологий, по мере роста проекта появляются новые задачи, и если проект разрастается, то больше нужна поддержка нефинансовая.

С другой стороны, очевидно, что российский рынок по-прежнему является рынком покупателя, а не продавца. Доминирует ожидание, что проекты находятся в активном поиске источника ресурсов, и они очень сильно заинтересованы конкурировать за инвестора. Однако такая ситуация в реальности не складывается. Потому любым инвесторам, а венчурным в первую очередь, нужно быть весьма активным и предлагать, даже, можно сказать, навязывать себя, обосновывать, почему следует получить финансирование именно у него. В этом смысле борьба за качественные проекты между частными и корпоративными фондами, а также государственными институтами развития – это положительное явление. В таком случае каждый институт развития естественным

образом будет находить свою нишу на рынке, поэтому конкуренцию здесь можно только приветствовать.

Правильная модель российского КВФ – это либо фонд, который больше работает как воронка, всасывающая новые технологии, интересные корпорации, либо это скорее финансовый инструмент для корпорации. В России используются обе модели, но они эффективны только в одном случае - если создан своеобразный «радар», который позволяет крупной компании с помощью фонда держать руку на пульсе новейших разработок и иметь очень внятное представление о различных технологических направлениях, потенциально интересных материнской компании. Сутью такого «радара» должна быть активность фонда на рынке: либо инвестируя, либо только проводя переговоры, либо регулярно отслеживая специфику новой разработки. Особенно это важно на ранней стадии технологии, о которой пока мало известно в информационных ресурсах.

Отслеживание динамики развития стартапов дает возможность вовремя понимать направления формирования как технологического, так и венчурного рынков. Поэтому важно, чтобы свою стратегию корпоративный фонд соотносил со стратегией материнской компании, но при этом не испытывал диктата с ее стороны, иначе КВФ превращается в департамент корпорации, где затягиваются процедуры и ограничивается доступ к имеющимся управленческим, маркетинговым, финансовым инструментам. Примером скоординированной и системной инфраструктуры венчурного рынка является проект Fintech Lab [44], который помогает крупным банкам, большим корпорациям и маленьким стартапам совместно запускать технологические проекты, чтобы обеспечить реальный трансфер технологий. Это немеханистический процесс, невозможно взять некое описание технологии, принести ее в корпорацию, чтобы эта технология сразу зажила внутри бизнеса. Корпорации должны вырастить внутри себя некую специальную компетенцию для того, чтобы воспринимать новые технологии вообще, а тем более воспринимать технологии от стартапов и небольших инновационных предприятий. Малый инновационный бизнес не всегда готов к этой процедуре трансфера. Аналогична проблема при передаче разработок от университетов.

Ключевым вопросом сегодня для многих больших корпораций является способность к восприятию стремительных перемен, в том числе технологических, происходящих в рамках индустриальной революции 4.0. Вопрос в том, как воспринимать технологические новации, освоить возможность быстрого их внедрения и одновременно научиться рисковать. Такие способности не вполне свойственны крупным корпорациям.

КВФ - это слишком узкий инструмент для того многообразия вариантов взаимодействия с технологией или разработкой, с которыми в настоящее время сталкивается

русская корпорация. Типичная ситуация – когда у команды есть научно-технический задел, это еще далеко не проект и не стартап компания, которые идеально подходят к задаче заказчика проекта Fintech Lab. Это еще только команда с некими компетенциями, которые применимы к решению задачи. Существует некий разрыв между тем, что нужно сейчас, условно на стадии опытного образца, и нуждами разработчика. Возникает инвестиционная возможность, в которой мог бы участвовать КВФ, инвестировав в созданный стартап для доведения разработки до этапа, требуемого корпоративному заинтересованному. При этом остальной рынок не закрывается для стартапа в отличие от договора на НИОКР, по которому создается новый объект интеллектуальной собственности для заказчика - это совершенно закрытая модель, она имеет низкую эффективность и узкоприменима. Поэтому в реальной русской практике не хватает инструмента для доведения разработок ранней стадии до состояния, необходимого заказчику. КВФ в этой схеме является одним из возможных инструментов.

В Центре стратегических разработок совместно с фондом Сколково [45] развивается тема «инновационной песочницы» для государственных компаний и компаний с государственным участием, которая будет иметь существенно другой уровень гибкости, принятия решений, полномочий, принятия рисков, возможности избежать какого-либо наказания за допущенные ошибки. Это очень привлекательная идея, потому что сложно с боязнью Следственного комитета, прокуратуры и других контролирующих органов заниматься госкомпаниям инновациями. КВФ – это один из инструментов инновационной песочницы, где разрешено то, что не разрешено внутри госкомпаний и крупного бизнеса. В принципе, должно быть место для инновационной ошибки внутри корпорации, это особый интерфейс, возможность совершать какие-то действия по иной регламентации. Успешное взаимодействие корпорации с новой разработкой есть только тогда, когда такой интерфейс создан, причем он может быть достаточно разнообразным. Имеются примеры наделенного полномочиями топ-менеджера, как в компании Invitro [46], примеры выделенных подразделений, которые занимаются новой технологией и последующей ее доводкой и приземлением в компании, как в Уралхиме [47] или Трансмашхолдинге [48], своеобразные корпоративные технопарки, имеющие свою инфраструктуру, примеры соответствующих подразделений, которые занимаются маршрутизацией проектов внутри корпорации. Однако уже стало очевидным, что без такой инфраструктуры невозможно взаимодействовать со стартапами.

Если рассматривать государственное участие в инфраструктуре поддержки венчурного рынка, то задача заключается в четкой координации институтов власти. Следует

обратить внимание не только на меры государственной поддержки, но и на работу правоохранительных органов, на регулирование деятельности венчурного рынка с точки зрения мотивационной функции.

Для государственных корпораций и компаний с государственным участием развитие венчурного капитала связано, в первую очередь, с поручением Президента РФ главам пяти крупнейших госкорпораций создать в своих структурах специальные подразделения и венчурные фонды по инвестированию в малые инновационные компании. При этом важное значение для участников венчурного рынка имеет поручение Президента РФ подготовить законопроекты о новых формах специальных инвестиционных контрактов [49], которые должны предусматривать увеличение предельных сроков действия специального инвестиционного контракта, расширение круга его участников, а также инструментов, гарантирующих спрос на продукцию, произведенную по такому специнвестконтракту, в рамках госзакупок и закупок госкомпаний. Предполагается предусмотреть предоставление льгот по налогу на прибыль организаций для инвесторов — участников специальных инвестиционных контрактов на весь срок их реализации.

Для решения поставленных задач недостаточно директивного указания, нужна тщательная координация различных институтов власти. Например, всегда возникает много вопросов о том, как госкомпании обязаны распорядиться своими средствами. Все, что касается состава себестоимости выпускаемой продукции - соответствующих затрат, связанных с производством и реализацией проектов, не вызывает сомнений. В отличие от себестоимости чистая прибыль — это абсолютно реальный, открытый источник финансирования инноваций, в том числе через корпоративные венчурные фонды. Между тем, через ряд директив 25-50% чистой прибыли акционеры госкомпаний требуют начислять в качестве дивидендов. В абсолютных величинах это весьма значительные средства, на которые рассчитывает государственный бюджет. В этих директивах госкомпаниям должны быть указания на возможность использования прибыли в корпоративном венчурном капитале.

Титанические усилия, которые прикладываются к тому, чтобы культура венчурного финансирования в Российской Федерации возрастала, не дадут ожидаемых результатов без соответствующих учебных курсов для сотрудников контрольно-надзорных органов, чтобы культура их работы с венчурным финансированием тоже возрастала.

На сегодняшний день одна из основных проблем - это сомнение должностных лиц в связи с ответственностью за подпись в платежных документах. Все, что касается регламентов, процедур, правил и т.д. — все это, более-менее отработано, но как только

наступает момент подписания каких-либо кассовых документов, должностное лицо ощущает опасение и неопределенность, как этот его поступок расценит сотрудник контрольно-надзорных органов.

Необходима однозначная регламентация, когда государственные деньги перестают быть государственными с точки зрения администрирования процесса создания нового продукта. Практически в каждом научно-техническом проекте гражданского назначения предусмотрены бюджетные средства в объеме не более 50%, остальное финансирование должно поступить от индустриального партнера. Разработчики находят представителей реального сектора экономики – компании, которые обещают вкладывать соответствующие ресурсы и подписывают обязательства, что они будут софинансировать этот проект, а также доведут полученные результаты до постановки на производство, выпуска новой продукции и реализации на рынке.

Однако до сих пор отсутствует ответ на вопрос – на каком рубеже в такой цепочке обоснованных и последовательных действий государственные средства при софинансировании научно-технической разработки новой продукции перестают быть бюджетными? Ведь при реализации новой продукции возникнет у компании прибыль, часть которой может быть использована для корпоративного венчурного капитала. В связи с отсутствием ответа на вопрос, есть ли в такой прибыли государственные средства, невозможно предугадать будущее мнение сотрудника контрольно-надзорных органов.

Венчурные инвесторы в России уже перестали сетовать, что не хватает готовых проектов для финансирования, и считают нормой поиск внутри и вне корпорации команды с необходимыми компетенциями, которые применимы к решению стоящей перед крупным бизнесом задачи. Венчурный фонд в реальных российских условиях оказался пока слишком узким инструментом для того многообразия вариантов взаимодействия с технологией или разработкой, с которой приходится сталкиваться крупному бизнесу.

Поэтому современный этап развития корпоративного венчурного капитала связан в большей степени не с КВФ, а с созданием «инновационных песочниц», которые получили название «акселераторы». Корпоративные акселераторы создаются как в партнерстве с участниками венчурного рынка, так и самостоятельно. В качестве примера можно привести такие компании как Сбербанк, Ростех, Яндекс, Лента, X5, Байер, Интач, Дикси, Пепсико, Росэлектроника, консорциум банков, запустивший Fintech Lab. При этом возможности акселератора хорошо подходят для развития внутреннего предпринимательства в компании, поддержки сотрудников компании в развитии нового бизнеса, включая выделение им рабочего времени и необходимых ресурсов.

Например, корпоративный акселератор Sber#UP [50] ориентирован на поддержку сотрудников в развитии нового бизнеса с дальнейшей возможностью включения в экосистему банка, что позволило привлечь в 6 проектов более 27 млн руб. Корпоративный бизнес-акселератор Ростеха [51] проводит для сотрудников обучение по предпринимательству по вопросам бизнес-моделирования и финансового планирования, лучшие проекты тестируются и внедряются в бизнес корпорации.

Концерн Алмаз-Антей [52] приобрел небольшую компанию ООО «ВКЛ-Интеллект», имеющую опыт проведения патентных исследований и с их помощью находят оптимальные технологические решения для гражданской продукции, в том числе для ГЛОНАСС и систем управления воздушным движением. Для решения проблем диверсификации, импортозамещения, реиндустриализации этой компанией был проведен аудит интеллектуальных заделов всех ранее созданных разработок. Проверка всех патентов концерна Алмаз-Антей, полученных за весь период деятельности, показала, что во многих организациях концерна имеются технические решения хоть и не профильные, в частности, по медицине, но соответствующие мировому уровню.

2.3 Основные барьеры развития корпоративного венчурного финансирования в России

Обобщая представленные выше данные о развитии отдельных КВФ в России, экспертные мнения и обзоры, выполненные аналитическими агентствами и фондами развития, а также результаты интервью с руководителями российских корпоративных фондов и институтов развития, можно сформулировать следующие барьеры развития корпоративного венчурного инвестирования.

Недоработанность законодательного регулирования

Для крупных российских компаний создание собственных венчурных фондов в настоящее время сопряжено с рядом проблем нормативно-правового характера. В России отсутствует закон о венчурной деятельности, хотя и приняты общие правила осуществления прямых и портфельных инвестиций [53, 54], а также нормы, которые регулируют деятельность инвестиционных фондов, включая фонды венчурных инвестиций [55], деятельность инвестиционных товариществ [56], деятельность хозяйственных партнерств [57], требования относительно структуры активов инвестиционных фондов [58]. Однако полноценная правовая нормативно-правовая база, позволяющая осуществлять

систематизирующее регулирование деятельности как самих венчурных инвестиционных фондов, так и инвестируемых ими портфельных венчурных компаний пока еще отсутствует. Поэтому все представители российских венчурных фондов отмечают сложность в выборе организационно-правовой формы стартапов и проблемы при применении налогового законодательства. Отсутствие необходимых организационно-экономических инструментов развития венчурной инвестиционной деятельности не способствует созданию благоприятных условий функционирования корпоративного венчурного капитала.

Ограниченный доступ к зарубежным рынкам стартапов

В связи с санкционными ограничениями, неразрывно связанными с политическими причинами, для российских компаний сокращена возможность поддержки и последующего выкупа стартапов на некоторых внешних рынках, прежде всего, на самом развитом американском рынке стартапов и венчурных инвестиций. Это создает ограниченный доступ к потенциальным покупателям.

Санкционные ограничения затрагивают также процессы входа и выхода российского корпоративного венчурного капитала, ограничивая потенциал поддержанных стартапов, поскольку зарубежным компаниям запрещено или сложно получить разрешение на покупку таких активов. В таких условиях взаимодействие с зарубежными венчурными фондами, которые могли быть заинтересованными в корпоративных российских средствах, вызывает опасение у менеджмента компаний. Немногочисленные ведущие фонды не испытывают потребности в привлечении новых инвестиций, они настолько прочно создали свою репутацию, что у них нет кризиса с инвестициями. Тем более такие фонды не возьмут деньги у российских компаний с государственным участием. В остальных зарубежных венчурных фондах необходимость новых инвестиций имеется, но взаимодействие с ними имеет высокие риски. Как показывает практика, большинство российских инвесторов, вошедших в такие фонды, получили только негативную практику взаимодействия с ними и потеряли свои средства.

Недостаточная развитость российского венчурного рынка

Побудительным мотивом к венчурному инвестированию является конкуренция, которая выполняет роль триггера для использования любых инструментов инновационного развития. У крупных российских компаний, особенно с государственным участием, практически, отсутствует мотивация к созданию КВФ. Ключевым становится для руководителей крупных компаний поиск ответа на постоянно актуальный вопрос - направить свободные средства на развитие текущего производства или вложить в инновационные проекты через венчурный фонд для повышения конкурентоспособности

компаний. Однако для менеджмента остаются неясными правовые последствия вложения в сторонние фонды, особенно фонды иностранных юрисдикций. Учитывая, что инвестиции в российские венчурные фонды могут не окупиться, возникает обоснованное в отечественной практике опасение появления претензий со стороны контролирующих органов. Сказывается отсутствие опыта сотрудничества с независимыми венчурными фондами.

Менеджменту компаний не понятно, как распределяется ответственность между участниками инвестиционных проектов, а также кому принадлежит интеллектуальная собственность, созданная в ходе их выполнения, какова степень влияния инвесторов на отбор и управление портфельными компаниями. Возникает замкнутый круг: недостаточная развитость корпоративного венчурного рынка не повышает в компании опыт инвестирования через соинвестирование в существующие фонды, и возникает соблазн создания собственных КВФ, но приходится приглашать новых квалифицированных специалистов, которые ориентируются только на финансовые цели вне стратегических ориентиров материнской компании, что обесценивает смысл корпоративного венчура. Попытки привлечь к такой работе специалистов из независимых венчурных фондов без дополнительной подготовки не всегда успешны, поскольку специфика корпоративного сегмента венчурного финансирования требует других моделей управления. При этом нужно учитывать, что, по мнению участников рынка, в России отсутствует достаточное число стартапов, готовых к сотрудничеству в формате взаимодействия с венчурным фондом или институтами развития.

Как следует из интервью с представителями крупных российских компаний, проведенных в июле-августе 2019 г. авторами настоящего исследования, среди большей части менеджмента КВФ отсутствует понимание целей и задач корпоративного венчурного инвестирования, российские компании все еще не проявляют реального интереса к венчурному инвестированию. По результатам опроса, проведенного ОАО «РВК» и Некоммерческим партнерством «Клуб директоров по науке и инновациям» в 2017 г., лишь 30% компаний утвердительно ответили на вопрос о наличии планов по финансированию высокотехнологичных стартапов в краткосрочной перспективе. У 24% респондентов венчурное инвестирование прописано во внутренних регламентирующих деятельность компаний документах. Только пятая часть опрошенных готова оказывать стартапам нефинансовую помощь, организовывать внутренние конкурсы, а также создавать спин-офф компании [59].

Отдельно следует отметить, что для госкорпораций и корпораций с государственным участием корпоративное венчурное инвестирование – это сложная и опасная тема ввиду

неотъемлемого риска нарушить действующее законодательство. Корпоративный венчурный инвестор обязательно осознает, что не все поддержанные стартапы из портфеля поддержанных принесут в перспективе финансовую отдачу. При этом органы исполнительной власти, осуществляющие контроль и надзор за использованием государственных средств в госкомпаниях и компаниях с госучастием, могут усомниться в рациональности инвестиций в высокорисковые проекты, в составе которых обязательно присутствуют государственные средства, и в соответствии со своими полномочиями – наложить штрафы или даже возбудить дело в связи с их нецелевым использованием.

Консервативная корпоративная культура российских компаний

Для крупных компаний выход на венчурный рынок совершить сложно при сложившейся консервативной корпоративной культуре с негативным отношением к финансовым неудачам. Трудно сочетать такие правила с культурой венчурных инвестиций, где риск и возможные ошибки заложены в саму модель деятельности. Принятие решений относительно корпоративных венчурных сделок зачастую требует сжатых сроков, что невозможно ввиду консерватизма административных процедур и сложностью бюрократического согласования решений внутри корпораций. Этот конфликт между устоявшимися правилами внутри корпорации и необходимостью быстрой реакции на меняющиеся условия в венчурном бизнесе неизменно приводит к снижению эффективности работы и даже потерям возможностей ввиду длительного периода согласования.

Осознание того, что обязательно будут провальные инвестиции, как бы тщательно не отбирались объекты для инвестирования, не дает руководству корпорации принять положительные решения о венчурных сделках. Поэтому решение о запуске КВФ можно принимать только в том случае, если компании чётко сформулировали свой инвестиционный фокус, определили границы принимаемого на себя риска, детально описали стратегии использования инноваций внутри компаний и уточнили баланс ресурсов, необходимых для поддержки молодых компаний.

Как правило, потенциальный выигрыш начинает перевешивать трудности перестройки инвестиционной и продуктовой стратегии. Опыт зарубежных корпораций демонстрирует, что венчурные инвестиции — проверенный и в настоящее время, практически, обязательный инструмент поддержания конкурентоспособности, проникновения на смежные рынки, освоения новых технологий и технологической диверсификации бизнеса. Кроме того, предпринимательский подход, характерный для независимых венчурных фондов, противоречит организационным процедурам компании, консервативной финансовой политикой и стилем управления.

Еще одним негативным элементом российской корпоративной культуры является отсутствие практики раскрытия информации о деятельности корпораций в области инвестирования, в том числе через КВФ. Многие корпоративные российские инвесторы не раскрывают объемы вложенных средств и активы, в которые направляются средства. Наиболее распространенными причинами является нежелание информировать конкурентов о развитии уникальной технологии и опасения, связанные с тем, что раскрытие такой информации может повлиять на осуществление задуманной и утвержденной стратегии развития на своем рынке. Вместе с тем, уже сейчас есть примеры компаний, раскрывающих свои данные. Так, например, КВФ АФК «Система» раскрывает информацию о сделках своих венчурных фондов. По мнению инвестиционного директора РВК Алексея Басова, непрозрачность венчурного рынка связана, в первую очередь, с незрелостью российского рынка: «Опыт многих зрелых рынков показывает, что открытость информации о сделках и деятельности игроков работает на всех ее участников» [59].

Отсутствие стратегического планирования

Принципиальным препятствием для поддержки перспективных стартапов крупными корпорациями становится длительный период от первой сделки до выхода из компании или получения решения, готового к внедрению в основной технологический процесс. Сложилась практика коротких сроков стратегического планирования в российских крупных компаниях, который ограничен, в лучшем случае, пятью годами при бюджетировании инвестиционных проектов на период до трех лет. В таких условиях руководителям корпораций, действительно, трудно понять, зачем вкладывать немалые средства в поддержку стартапов, если они существенно не повысят конкурентоспособность материнской компании в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Зарубежный опыт венчурного финансирования показывает, что корпорация должна быть готова к 10-летнему периоду окупаемости, при этом российский бизнес не имеет стратегических программ развития на такую дальнесрочную перспективу.

По сравнению с зарубежными транснациональными корпорациями, российские компании имеют в разы меньшие бюджеты как на проведение собственных исследований и разработок, так и на создание венчурных фондов. Если средний объем заключенной корпоративной венчурной сделки в мире в 2018 г. составил 53 млн. долл. [2], то объем поддержки стартапов наиболее успешными российскими КВФ Softline Venture Partners составляет от 100 тыс. долл. до 1 млн долл. [60], средний размер сделки LETA Capital – около 2 млн долл. [61].

Особенно остро такое несоответствие объемов располагаемых средств на поиск и внедрение технологических решений у отечественных и зарубежных компаний может сказаться при конкурентной борьбе за перспективные стартапы. Вместе с тем, при создании КВФ корпорации должны закладывать значительные средства в уставной капитал, покрывающие потребности в финансировании формирующегося портфеля стартапов, а также расходы, связанные с поддержкой текущей деятельности фонда. При этом следует учитывать раунды планируемых сделок, а также возможную необходимость финансовой поддержки стартапов на протяжении следующих 8-10 лет.

Отсутствие наработанной практики функционирования КВФ

В отличие от зарубежной практики венчурного финансирования, в частности осуществляемого через специальные подразделения или дочерние компании в интересах крупных корпораций, в России первые КВФ появились относительно недавно, всего 10-15 лет тому назад. Анализ мнений руководителей КВФ российских компаний показывает, что они понимают смысл деятельности, прежде всего, в достижении финансовых результатов, а не в обеспечении взаимосвязи со стратегическими целями материнской компании. Если такая взаимосвязь отсутствует или не является приоритетом, то велика вероятность финансовых потерь, особенно, если руководит фондом не исполнительный директор корпорации, и фонд не играет большого значения в корпоративной структуре. Крупный российский бизнес лишь недавно начал включать в свои стратегические документы обязательное присутствие на венчурном рынке и приступил к формированию собственных корпоративных фондов. Можно ожидать, что такие компании как РЖД, Вертолеты России, ОАК и ОСК нарабатывали практику системной работы с существующим на рынке венчурным капиталом и в ближайшие годы вслед за первопроходцами включатся в процесс создания КВФ, а следом за ними аналогичные практики развития бизнеса будут осваивать и другие компании.

3 Совершенствование инвестиционных процессов корпоративных венчурных фондов

Последние годы в России объем высокотехнологичного экспорта показывает крайне слабую динамику роста [62], при этом постоянно увеличиваются объемы импорта в секторах экономики с высокой добавленной стоимостью, несмотря на принимаемые меры по снижению импортозависимости. Правительство России выражает готовность оказать отечественным предприятиям финансовую помощь для технического перевооружения, проведения НИОКР и предлагает преференции при госзаказах на приобретение инновационных продуктов. Более того, в стране в настоящее время в основном завершен этап создания государственных институтов развития для поддержки инновационных программ российских предприятий. Однако рост доли государственного финансирования прикладных разработок не гарантирует того, что компании смогут в кратчайшие сроки эффективно освоить новые технологии собственными силами.

За последние годы в России было предпринято множество попыток по организации совместной работы представителей индустриального сектора, в частности – создание технологических платформ и консорциумов. Однако ни техплатформы, ни консорциумы не смогли стать основой эффективной системы поддержки и внедрения инноваций.

Особенностью российской экономики является тот факт, что только крупные компании располагают значительными ресурсами и возможностями для развития новых бизнес-моделей разработки конкурентоспособной продукции. Потому от состояния экономики «гигантов» зависит в значительной степени экономическое развитие страны. Второй особенностью отечественной экономики можно считать уже неоднократно используемые «директивные» методы освоения современных инструментов инновационного развития в госкомпаниях и в компаниях с государственным участием, которые составляют ядро российской промышленности. Механизмы открытых инноваций и корпоративного венчурного инвестирования также вводятся не столько в связи с опасениями компаний избежать упущенную выгоду в конкурентной борьбе, сколько по принуждению. Таков нынешний этап экономической истории страны.

В России первые КВФ начали появляться только во втором десятилетии XXI в., когда крупный бизнес, как и 50 лет назад за рубежом, стал искать новые бизнес-модели разработки конкурентоспособной продукции.

Ключевые вопросы организации деятельности зарубежных КВФ были всесторонне проанализированы Е. Симудисом [63-68], и могут быть применимы в российской практике. В

частности, предложены способы преодоления наиболее распространенных причин неудач корпоративного венчурного инвестирования, которые следует использовать отечественным компаниям.

3.1 Корпоративные венчурные фонды как новая бизнес-модель управления инновациями в крупном бизнесе

Мировой опыт убедительно демонстрирует, что качественным скачком для перехода крупных компаний на интенсивный путь развития инноваций является новая бизнес-модель создания и эффективного управления прорывными технологиями на основе собственных корпоративных венчурных инвестиций. Сегодня в России активно действуют единицы таких фондов, в то время как в мире их насчитывается более тысячи.

Привлечение в корпоративную практику венчурного инвестирования позволяет:

- снизить риски неожиданного появления подрывных инноваций в ключевых для материнской компании рыночных нишах;
- идентифицировать новые тенденции развития продуктов и технологий, являющихся основой текущей деятельности корпорации;
- обеспечить доступ к передовым ноу-хау, патентам, технологиям, технологическим командам с компетенциями в ключевых для корпорации областях деятельности;
- соблюдать баланс между стратегическим целеполаганием корпорации и финансовым возвратом на вложенные инвестиции, привлекая соинвесторов для снижения рисков высокотехнологического бизнеса;
- восполнять недостающие в корпорации компетенции и технологии путем приобретения перспективных стартапов.

Функциями КВФ, чаще всего, являются следующие:

- формирование инвестиционной стратегии с учетом обеспечения баланса между сформулированными материнской компанией стратегическими и финансовыми целями при выборе инвестиционного фокуса (технологическая область и рынок, уровень готовности разработок, объем инвестирования);
- разработка полномочий инвестиционного комитета, механизмов взаимодействия фонда со стартапами и корпорацией, структуры и управления фондом;
- создание пайплайна сделок (список сделок в работе менеджера, которые находятся на разных стадиях завершения): поиск, скрининг, экспертиза стартапов;

- организационное обеспечение процесса инвестирования: обсуждение условий сделок, рассмотрение на инвестиционном комитете, заключение сделок;
- обеспечение процесса управления инвестиционным портфелем: участие в совете директоров портфельных компаний, развитие стартапов с помощью технологических рыночных и организационных ресурсов корпорации, организация взаимодействия с её подразделениями, мониторинг портфельных компаний;
- осуществление выхода из портфельных компаний путем сделок слияний и поглощений (M&A) и выведения их на IPO.

3.2 Основные подходы к организации корпоративных венчурных фондов

Для компаний, планирующих создавать КВФ, необходимо:

- сформировать фонд адекватного размера: слишком маленький фонд предполагает ограниченный объем интереса крупной компании к программе корпоративных венчурных инвестиций, а слишком большой фонд свидетельствует о том, что крупная компания не до конца осознает сложности быстрого роста;
- привлечь в создаваемый фонд нескольких инвестиционных профессионалов венчурного рынка;
- детально описать инвестиционную стратегию;
- одновременно инвестировать в несколько независимых фондов, в чей фокус попадают технологии, направленные на решение однотипных интересующих корпорацию проблем;
- рассмотреть возможность формирования совместных предприятий с различными корпоративными и независимыми венчурными фондами.

При рассмотрении вопроса о создании КВФ обычно ориентируются на пять факторов: стратегия, персонал, система поощрения, поток сделок, управление. Рассмотрим каждый из них детальнее.

Стратегия

Главные рекомендации при создании КВФ можно свести к следующим трем подходам [66]:

- 1) Необходимо сосредоточиться на ключевых областях деятельности материнской компании, учредителя КВФ.

2) Фонды в размере до 100 млн долл. должны проводить единую инвестиционную стратегию, финансируя только одну стадию (этап). Более крупные фонды, например, 300-500 млн долл., могут рассмотреть возможность реализации многоэтапной стратегии.

3) Для фондов, реализующих стратегию одного этапа для инвестиций на ранних стадиях, потенциальное выделение средств может составлять 30% инвестиций для поддержки существующих бизнес-моделей, 50% для новых, но проверенных на рынке моделей и 20% для прорывных (разрушительных) бизнес-моделей.

Персонал

В КВФ ключевую роль играют компетенции непосредственных участников.

- Руководитель. В отличие от независимых венчурных фондов, которые имеют партнерские отношения и операционный комитет, укомплектованный подмножеством старших партнеров компании, КВФ обычно находятся под управлением генерального директора. Генеральный директор, как правило, входит в топ-менеджмент корпорации и вовлечен в формирование и реализацию ее стратегических планов.

- Инвестиционная команда. В эту группу входят менеджеры, которые могут руководить инвестициями, определять потенциальные инвестиционные возможности, инвестировать в портфельные компании.

- Инвестиционный комитет. Этот комитет несет ответственность за окончательное решение о том, будет ли та или иная конкретная сделка осуществлена на условиях, рекомендованных инвестиционным партнером на основе результатов обоснования инвестиции.

- Консультативный совет. Члены таких советов являются представителями секторов рынка, в которых заинтересована компания, и обеспечивают ценную внешнюю экспертизу, которая используется для формулирования новых инвестиционных фокусов и определения конкретных компаний для рассмотрения вопроса об инвестировании.

- Команда передачи знаний. Большая часть знаний, полученных КВФ в результате взаимодействия с экосистемой стартапов и с конкретными портфельными компаниями, теряется, потому что, как правило, нет специальной команды, миссия которой передать эти знания обратно в корпорацию.

Система поощрения

Создание правильной системы вознаграждения или компенсационных стимулов для персонала КВФ является самым трудным аспектом в практике управления фондом. Для этого требуется согласование с корпоративным руководством, учет инвестиционной стратегии, ожидаемых рисков и наличие соответствующего финансового вознаграждения за

эти риски. Сильные результаты должны быть вознаграждены, даже если они не соответствуют средней норме стимулирования в корпорации.

Есть два способа создать стимул, связанный с рентабельностью инвестиций КВФ. Во-первых, могут быть предложены специально настроенные дополнительные пакеты вознаграждений. Эти пакеты должны обладать двумя характеристиками: иметь значительную ценность, например, соразмерную вознаграждению, которое должны получать руководители высшего звена, а не руководители среднего звена, и иметь графики предоставления, привязанные к срокам инвестирования. Например, график передачи прав инвесторам, работающим со стартапами на ранних стадиях, может составлять 7-8 лет, тогда как типичный график предоставления корпоративных опционных грантов составляет 3-4 года. Также будет важно периодически обновлять наборы опций высокопроизводительных специалистов по инвестициям. Это должно быть аналогично практике, сложившейся в стартапах, поддерживаемых венчурным капиталом, который регулярно обновляет наборы опций для своих высокопроизводительных менеджеров. Во-вторых, корпорация может предварительно распределить часть прибыли, которую она получает от своих венчурных инвестиций, между персоналом КВФ.

Поток заявок (предложений для венчурных инвестиций)

Ключом к успешному входящему потоку заявок является сеть отношений КВФ с участниками инновационной экосистемы. Чем шире сеть с правильным уровнем таких отношений, тем богаче может быть поток предложений. Используя свое корпоративное положение, а также развивая сильное и значимое взаимодействие с экосистемой материнской компании, КВФ имеют больше возможностей создавать сети отношений, чем НВФ.

Большое значение имеет взаимодействие с подразделениями корпорации. Тесное партнерство с бизнес-подразделениями также ознакомит инвестиционных менеджеров с проблемами, которые эти подразделения хотят решить. Каждая такая проблема дает КВФ возможность провести глубокий анализ сектора, чтобы определить стартапы, которые потенциально могут ее разрешить. После того, как эти стартапы определены, венчурные менеджеры могут обратиться к ним для создания имеющихся инвестиционных возможностей.

КВФ также должен тесно сотрудничать со структурами материнской компании в области развития бизнеса и корпоративного развития. Эти подразделения постоянно работают со многими частными компаниями, которые, в свою очередь, могут предоставить дополнительные инвестиционные возможности.

В дополнение к внутренним отношениям каждый КВФ должен развивать сеть внешних отношений, которая может включать НВФ, бизнес-ангелов, руководителей, основателей стартапов (особенно если фонд фокусируется на инвестициях в раннюю стадию инноваций), инкубаторы и акселераторы и даже другие КВФ, которые могут иметь аналогичную инвестиционную стратегию и инвестиционные фокусы.

Управление

Управление в венчурной организации является трудным, но чрезвычайно важным вопросом для КВФ. Фонд должен иметь соответственный набор политик, процессов и процедур, которые определяют формат управления. В каждом КВФ должен быть инвестиционный комитет и внешняя консультативная группа.

Управление в КВФ должно учитывать структуру отчетности, принятую в остальной части корпорации, и определять, кто будет принимать операционные решения, а также управлять процессами и процедурами, связанными с принятыми инвестиционными решениями.

Структура отчетности КВФ для остальной части корпорации зависит от того, будет ли фонд создан как отдельная организация или подразделение. Если это отдел, то корпорации необходимо будет определить отношение отчетности генерального директора фонда по отношению к корпоративной организационной структуре. Необходимо уточнить отношения фонда с корпоративной научно-исследовательской организацией в отношении разрабатываемых инноваций. Если КВФ организован как дочерняя компания, то его генеральному директору важно отчетываться непосредственно перед генеральным директором корпорации или финансовым директором.

При создании общего процесса принятия инвестиционных решений КВФ должен установить регламент проведения due diligence для новых инвестиций и следить за обязательностью его исполнения и утверждения, который будет сопровождаться инвестиционным комитетом. Этот процесс должен включать способы документирования собранной информации и потенциального обмена ею с материнской компанией. Для нее информация, собранная в процессе due diligence, обладает несомненной ценностью.

Еще один элемент процесса принятия инвестиционных решений должен касаться того, будет ли КВФ занимать место в совете директоров портфельной компании или только место наблюдателя. При этом необходимо решить, будет ли член совета директоров, представляющий КВФ, голосовать за интересы корпорации, даже если они противоречат интересам портфельной компании и других ее акционеров.

3.3 Как преодолеть барьеры развития корпоративных венчурных инвестиций в России?

Анализ особенностей корпоративного венчурного капитала в нашей стране, а также интервью с руководителями российских КВФ дают основания для формулирования следующих подходов к преодолению сложившихся барьеров их развития.

1. С учетом специфических условий России государству можно рекомендовать предложить систему мер, которые бы способствовали внушению доверия к венчурным механизмам у руководителей крупных компаний и, в первую очередь, государственных компаний и компаний с государственным участием. Это стало бы побудительным мотивом инвестировать средства в венчурные фонды для достижения важнейших задач диверсификации и стратегического развития, не ожидая от таких инвестиций прямой финансовой отдачи в короткие сроки и соответствующих претензий от контролирующих органов.

2. В связи с недостаточным опытом венчурного инвестирования для крупных российских компаний целесообразно не организация ими собственных КВФ под управлением сборной команды приглашенных специалистов, слабо знакомых со стратегией корпорации, а софинансирование стартапов через существующие независимые венчурные фонды. Это будет эволюционный путь к созданию корпоративного венчурного капитала и, как показывает практика развивающихся экономик, окажется более продуктивным, потому что позволит избежать многих рисков. Сотрудники корпораций начнут участвовать в работе венчурных фондов, освоят бизнес процессы в такой степени, что через некоторое время смогут обеспечить деятельность собственного фонда.

3. Для уменьшения рисков участия в венчурных инвестициях целесообразно на первой стадии при создании КВФ среди задач венчурных инвестиций крупной компании основной акцент сделать на внутренние проекты. Если находить и финансировать потенциально интересные идеи, которые рождаются сотрудниками, но не встраиваются по разным причинам в существующие бизнес-процессы, то созданный КВФ становится инвестором внутрикорпоративного предпринимательства. Это значительно менее рискованные инвестиции, чем внешние технологии и проекты, особенно на зарубежном рынке, с планами их дальнейшего поглощения и интегрирования в бизнес-процессы корпорации.

4. Следовало бы рекомендовать в условиях недостатка знаний и опыта венчурного инвестирования создавать отраслевые венчурные фонды, основанные на технологических альянсах, отражающих сложившиеся кооперационные связи в промышленности. Тем более,

что в современных условиях управления производством чаще нужны не технологические, а процессные инновации, способные существенно поднять эффективность различных аспектов организации бизнеса в крупных компаниях.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование позволяет сделать вывод, что КВФ - пока новый для России инструмент поиска, развития и трансфера технологий, продуктов, клиентов для крупных компаний, не получивший в настоящее время достаточного развития. Доля объема сделок на рынке венчурного капитала к ВВП в России более чем в 20 раз меньше аналогичного показателя индустриально развитых стран [70]. Среди самых крупных и быстро растущих в 2019 г. российских частных компаний из списка Forbes 200 только у 5,5% в 2019 г. имеются свои венчурные фонды.

Необходимо отметить, что у крупного российского частного бизнеса в 2017-2018 гг. увеличивается интерес к использованию корпоративного венчурного капитала, который, по данным РВК, опережает темпы развития других сегментов венчурных инвестиций. Объем отечественного корпоративного сектора венчурного рынка вырос с 28,4 млн долл. в 2017 г. (+12%) до 86,2 млн долл. в 2018 г. (+20%), хотя общее количество сделок изменилось незначительно - с 16 до 18 соответственно. Положительную динамику КВФ обеспечивают крупные частные компании, их мотивирует к внешним инвестиционным обязательствам в технологических альянсах конкурентная среда на внутреннем и внешнем рынках. В первую очередь, речь идет о компаниях в области информационных технологий, мобильных сервисов и программного обеспечения.

Анализ публикаций зарубежных исследователей и мнений российских участников корпоративного сектора венчурного рынка позволяет сделать вывод, что при организации работы КВФ принципиальное значение имеет не количества выбранных областей и направлений венчурных инвестиций, а их соответствие отраслевой диверсификации учредителя фонда. Тогда корпоративные венчурные инвестиции дают возможность материнским компаниям эффективно достигать запланированные цели инновационного развития. Для стабильной эффективной работы КВФ необходимы непрерывность функционирования фонда, демонстрирующего преемственность в отношении стратегии, инвестиционного фокуса и основной команды, а также финансовая устойчивость, позволяющая быть стабильным партнером портфельным компаниям в течении всего их жизненного цикла (в среднем более восьми лет). КВФ должен выполнить главную, поставленную перед ним задачу: не пропустить технологические тенденции, имеющие важное значения для развития учредившей фонд корпорации.

При отсутствии технологического соответствия с материнской компанией стартапу может стать невыгодным взаимодействие с ее корпоративным фондом из-за потенциала

конфликта интересов, что сделает независимый венчурный фонд более предпочтительным источником финансирования

Корпоративные инвесторы на российском рынке уже поняли, что трудно найти готовые для финансирования перспективные проекты и стартапы, потому в первую очередь нужно искать внутри и вне своих компаний команды с необходимыми компетенциями, которые применимы к решению конкретной задачи, стоящей перед крупным бизнесом.

Обзор инновационных практик, появившихся в российских корпорациях показал их широкое разнообразие от наделения соответствующими полномочиями топ-менеджера, организации специальных подразделений, которые занимаются доводкой новой технологии и приземлением ее в компании, до создания внутрикорпоративных технопарков. Всем участникам рынка стало понятно, что без специальной собственной инновационной инфраструктуры корпорация не сможет взаимодействовать с перспективными стартапами. Наибольшее распространение в настоящее время получило в корпорациях развитие акселераторов, которые хорошо подходят для развития внутреннего предпринимательства в компании, поддержки сотрудников компании в развитии нового бизнеса, включая выделение им рабочего времени и необходимых ресурсов.

Проведенное исследование позволило сформулировать рекомендации по развитию КВФ. Основными факторами создания и успешного функционирования корпоративного венчурного капитала являются стратегия, персонал, система поощрения, поток сделок, управление, по каждому из которых в настоящем исследовании предложены методические подходы.

Причины нежелания руководителей компаний с государственным участием рассматривать вложения в существующие сторонние венчурные фонды связаны как с неясными правовыми последствиями для самого менеджмента со стороны контрольно-надзорных органов, так и с недостаточным пониманием практик венчурного бизнеса. Для устранения этих причин необходима популяризация успешного опыта действующих корпоративных фондов, демонстрация заинтересованности власти, совершенствование нормативно-правового регулирования деятельности венчурных фондов и инвестируемых ими компаний для предотвращения проблем, возникающих при применении налогового законодательства.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 The 2017 Global CVC Report. – 2018. – URL: <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2017> (дата обращения 01.04.2019).
- 2 The 2018 Global CVC Report. – 2019. – URL: <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2017> (дата обращения 01.04.2019).
- 3 Утверждён перечень поручений по итогам заседания Комиссии при Президенте по модернизации и технологическому развитию экономики России. - 31.01.2011. – URL: <http://www.kremlin.ru/acts/assignments/orders/10305> (дата обращения 01.04.2019).
- 4 Поручения по итогам встречи с членами Экспертного совета при Правительстве и представителями экспертного сообщества по вопросу развития инноваций 25.07.2014. Резолюция от 9 августа 2014 года №ДМ-П36-6057. – URL: <https://docplayer.ru/41387569-Porucheniya-po-itogam-vstrechi-s-chlenami-ekspertnogo-soveta-pri-pravitelstve-i-predstavatelyami-ekspertnogo-soobshchestva-po-voprosu-razvitiya-innovaciy.html> (дата обращения 01.04.2019).
- 5 Смертина П. Старпапу никто не поможет // Ведомости, 22.05.2019. – URL: <https://vedomosti.profkiosk.ru/article.aspx?aid=732070> (дата обращения 01.04.2019).
- 6 Tanaka A., Proux E. Corporate Venture Capital: Specific features and relative analysis against independent venture capital / Under the supervision of Prof. Aram Attar. - HEC Paris. – 2016. – 46 p.
- 7 Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фияксель Э.А. Венчурный менеджмент. М.: Издательский дом ВШЭ, 2011.
- 8 Maula M. V. Corporate venture capital and the value-added for technology-based firms. Doctoral dissertation. - Institute of Strategy and International Business, Helsinki University of Technology, Helsinki. – 2001.
- 9 Corporate venturing / BusinessDictionary. – URL: <http://www.businessdictionary.com/definition/corporate-venturing.html> (дата обращения 01.04.2019).
- 10 Chesbrough H.W. Making sense of corporate venture capital // Harvard Business Review. – 2002. - № 80 (3). - P. 90-99.
- 11 Allen S.A., Hevert K.T. Venturecapital investing by information technology companies: did it pay? // Journal of Business Venturing. – 2007. – 22. – P. 262–282.
- 12 Ernst H., Witt P., Brachtendorf G. Corporate venturecapital as a strategy for external innovation // R&D Management. – 2005. – 35. – P. 233–242.
- 13 De Kalbermatten M. Corporate VentureCapital in Europe: Objectives, Characteristics and Performance. Saarbrücken, Germany: AV Akademikerverlag. – 2013.
- 14 Rouly J. Corporate venture investment climbs higher throughout 2018 / TechCrunch. – URL: <https://techcrunch.com/2018/09/22/corporate-venture-investment-climbs-higher-throughout-2018> (дата обращения 01.04.2019).
- 15 Повалко А. Охота на стартап: как крупные корпорации могут создавать новую экономику / РБК. – URL: <https://www.rbc.ru/opinions/business/22/03/2018/5ab25b699a7947f4b20ac896> (дата обращения 01.04.2019).
- 16 Jean-Sébastien Lantza, Jean-Michel Sahutb, Frédéric Teulonc. What is the Real Role of Corporate Venture Capital? // International Journal of Business. – 2011. - 16(4), 2011. – URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/ae73/93eba6c029a048a079902f597df63e3fc962.pdf> (дата обращения 01.04.2019).

- 17 Рогова Е.М. Галактионов С.С. Влияние корпоративных венчурных фондов на результаты инновационной деятельности материнских компаний // Инновации. – 2017. - №2. – С. 22-28.
- 18 Kuratko D. The entrepreneurial imperative of the 21st century // Business Horizons. – 2009. - № 52. - P. 421-428.
- 19 Yang Y., Narayanan V.K., Zahra S.A. Developing the selection and valuation capabilities through learning: The case of corporate venture capital // Journal of Business Venturing. – 2009. - № 24 (3). - P. 261-273.
- 20 Seru A. Firm boundaries matters: Evidence from conglomerates and R&D activity // Journal of Financial Economics. – 2014. – 111. – P. 381–405. – URL: https://econpapers.repec.org/article/eeefinec/v_3a111_3ay_3a2014_3ai_3a2_3ap_3a381-405.htm (дата обращения 01.04.2019).
- 21 Hellmann T. A theory of strategic venture investing // Journal of Financial Economics. – 64:285–314. – URL: <http://fir.nes.ru/~agoriaev/Papers/Hellmann%20A%20theory%20of%20strategic%20venture%20investing%20JFE02.pdf> (дата обращения 01.04.2019).
- 22 Похлебкин Д.В. Время корпоративных венчурных фондов / Корпоративный менеджмент - URL: <https://www.cfin.ru/investor/venture/corporate-venturing.shtml> (дата обращения 01.06.2019).
- 23 Hellmann T., M. Puri. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence // Journal of Finance. – 2002. – V. 57. – P. 169–97.
- 24 Lindsey L. Blurring firm boundaries: The role of venture capital in strategic alliances // Journal of Finance. – 2008. – V. 63. – P. 1137–68.
- 25 Gompers P.A., Kovner A., Lerner J. Specialization and success: Evidence from venture capital // Journal of Economics & Management Strategy. – 2009. – V. 18. – P. 817–45.
- 26 Chemmanur T.J., Loutschina E., Xuan Tian. Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation. The Review of Financial Studies. – 2014. – V. 27. – URL: <https://scinapse.io/papers/2135074633> Downloaded from <http://rfs.oxfordjournals.org/> at Boston College on October 6, 2015 (дата обращения 01.04.2019).
- 27 Hörtnagl M. An empirical review of Corporate Venture Capital investments in Artificial Intelligence: Dissertation / M. Hörtnagl. – 2017. – URL: <https://www.researchgate.net/publication/320603227> (дата обращения 01.04.2019).
- 28 Baldi F., Baglieri D., Corea F. Balancing risk and learning opportunities in corporate venture capital investments: Evidence from the biopharmaceutical industry // Entrepreneurship Research Journal. – 2015. - 5(3).
- 29 Cyril Vančura. Financial Metrics in Corporate Venture Capital: Enhancing Strategic Value by Focusing on Financial Goals. – URL: https://www.kauffmanfellows.org/journal_posts/financial-metrics-in-corporate-venture-capital (дата обращения 01.04.2019).
- 30 McMillan I., Roberts E., Livada V., Wang A. Corporate venture capital: Seeking innovation and corporate growth / National Institute for Standards and Technology, US Department of Commerce. – 2008.
- 31 Перечень поручений по итогам заседания Комиссии по модернизации и технологическому развитию экономики от 3 ноября 2011 года / Официальный сайт Президента России. – URL: <http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/13427> (дата обращения 12.06.2019).
- 32 Поручения по итогам встречи с членами Экспертного совета при Правительстве и представителями экспертного сообщества по вопросу развития инноваций / Официальный сайт Правительства России. 13.08.2014. – URL: <http://government.ru/orders/selection/401/14277/> (дата обращения 12.06.2019).

- 33 *Перечень поручений по итогам Петербургского международного экономического форума / Официальный сайт Президента России.* - 14.07.2017. – URL: <http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/54793> (дата обращения 12.06.2019).
- 34 Полная версия выступления Владимира Путина перед Федеральным Собранием / РТС. - 20.02.2019. – URL: <http://www.tvrta.ru/index.php/rts-novosti/vlast-i-politika/item/5711-polnaya-versiya-vystupleniya-vladimira-putina-pered-federalnym-sobraniem-tekst> (дата обращения 12.06.2019).
- 35 Медведев отметил важность прямой господдержки малого и среднего бизнеса / РБК. – 28.03.2018. – URL: https://www.rbc.ru/press-service/media-review/eco/127085/?sphrase_id=17962 (дата обращения 12.06.2019).
- 36 Всемирный банк отметил рекордный за последние шесть лет рост экономики России / ТАСС. – 04.06.2019. - URL: <https://tass.ru/ekonomika/6508229> (дата обращения 12.06.2019).
- 37 Рейтинг 200 крупнейших частных компаний России / Forber. – 2019. – URL: <https://www.forbes.ru/rating/383547-200-krupneyshih-chastnyh-kompaniy-rossii-2019-reyting-forbes> <https://tass.ru/ekonomika/6508229> (дата обращения 12.10.2019).
- 38 Березанская Е. Какие частные компании растут в России на 150-250% в год / Forbes. – 16.09.2019. – URL: <https://www.forbes.ru/biznes/383589-kakie-chastnye-kompanii-rastut-v-rossii-na-150-250-v-god> (дата обращения 12.10.2019).
- 39 Рейтинги РБК. Венчурные фонды 2018 / РБК. – URL: <https://ratings.rbc.ru> (дата обращения 12.10.2019).
- 40 Вечурная Россия. Результаты 2018 года / Dsight. – URL: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-venture-russia-2018/\\$FILE/ey-venture-russia-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-venture-russia-2018/$FILE/ey-venture-russia-2018.pdf) (дата обращения 12.06.2019).
- 41 Басов А. Ангелы вернутся: что будет с рынком венчурных инвестиций в 2019 году / РБК. – URL: https://www.rbc.ru/press-service/media-review/rvk/139425/?sphrase_id=17962 (дата обращения 12.06.2019).
- 42 Severstal Ventures признана «Прорывом года» на мировом рынке корпоративного венчура / Северсталь. – 01.02.2019. – URL: <https://www.severstal.com/rus/media/news/document23728.phtml> (дата обращения 12.06.2019).
- 43 Crunchbase / Crunchbase. – URL: <https://www.crunchbase.com> (дата обращения 12.01.2019).
- 44 Первый межбанковский Финтех акселератор / Fintech Lab. – URL: <http://fintech-lab.ru> (дата обращения 12.09.2019).
- 45 Минэкономразвития предложило создать «песочницы» для тестирования инноваций / Ведомости. – 11.01.2019. – URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/news/2019/01/11/791190-eksperimentalnih-pravovih-rezhimov> (дата обращения 12.09.2019).
- 46 Медицинская компания Invitro. Инновационная политика / Invitro. – URL: <https://www.invitro.ru/about/innovacii> (дата обращения 12.09.2019).
- 47 Объявлены итоги конкурса инновационных решений «УРАЛХИМ-Элемент роста» / Уралхим. – URL: <http://www.uralchem.ru/press/news/2422316> (дата обращения 12.09.2019).
- 48 Трансмашхолдинг открывает инновационную лабораторию / Yandex. – 29.05.2018. – URL: <https://zen.yandex.ru/media/id/5aa658de168a91aa24b5443f/transmashholding-otkryvaet-innovacionnuiu-laboratoriiu-5b0d12d23c50f79e15532173> (дата обращения 12.09.2019).
- 49 Постановление Правительства РФ от 16 июля 2015 г. № 708 «О специальных инвестиционных контрактах для отдельных отраслей промышленности» / Гарант. – URL: <https://base.garant.ru/77670283> (дата обращения 12.09.2019).

- 50 Семикиан Е. Сбербанк инвестирует 27 млн рублей в шесть стартапов по итогам внутреннего акселератора Sber#Up / Rusbase. – 08.08.2018. – URL: <https://rb.ru/news/sberbank-startup-akselerator> (дата обращения 12.09.2019).
- 51 Ростех направит 100 млн рублей на гражданские стартапы на своих предприятиях / Ростех. – 05.08.2019. – URL: <https://rostec.ru/news/rostezh-napravit-100-mln-rublei-na-grazhdanskije-startapy-na-svoikh-predpriyatiyakh> (дата обращения 12.09.2019).
- 52 Центр по защите интеллектуальной собственности в АО «Концерн ВКО «Алмаз-Антей» / Интеллект. – URL: <http://www.vko-intellekt.ru/about> (дата обращения 12.09.2019).
- 53 Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (с изменениями и дополнениями) / Гарант. – URL: <https://base.garant.ru/12114699> (дата обращения 12.09.2019).
- 54 Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» / Гарант. – URL: <https://base.garant.ru/77668247> (дата обращения 12.09.2019).
- 55 Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (с изменениями и дополнениями) / Гарант. – URL: <https://base.garant.ru/77682778> (дата обращения 12.09.2019).
- 56 Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» (с изменениями и дополнениями) / Гарант. – URL: <https://base.garant.ru/12192380> (дата обращения 12.06.2019).
- 57 Федеральный закон от 3 декабря 2011 г. № 380-ФЗ «О хозяйственных партнерствах» (с изменениями и дополнениями) / Гарант. – URL: <https://base.garant.ru/70102530> (дата обращения 12.06.2019).
- 58 Указания Банка России от 05.09.2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активно акционерных инвестиционных фондов и активно паевых инвестиционных фондов» / КонсультантПлюс. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480 (дата обращения 12.09.2019).
- 59 Посыпкина А., Баленко Е. РБК представляет ежегодный рейтинг самых активных венчурных инвесторов в России / РБК. – URL: https://www.rvc.ru/press-service/news/investment/138693/?sphrase_id=17962 (дата обращения 12.06.2019).
- 60 Корпоративный венчурный фонд группы компаний Softline / Softline. – URL: <https://softlinevp.com/ru> (дата обращения 12.06.2019).
- 61 LETA Capital / LETA Capital, 2019. – URL: https://leta.vc/?change_lng=ru (дата обращения 12.06.2019).
- 62 Ерёмченко О. А. Технологические барьеры увеличения экспортного потенциала зерновой отрасли России // Экономика науки. Т. 3. № 1. С. 40-52.
- 63 Measuring the Performance of Corporate Innovation Initiatives / Corporate Innovation. – URL: <https://corporate-innovation.co/2014/04/29/measuring-the-performance-of-corporate-innovation-initiatives> (дата обращения 12.06.2019).
- 64 Corporate Venture Capital's Role in Disruptive Innovation Part 1: Institutional VC Disruption / Corporate Innovation. – URL: <https://corporate-innovation.co/2014/10/13/corporate-venture-capitals-role-in-disruptive-innovation-initiatives> (дата обращения 12.06.2019).
- 65 Corporate Venture Capital's Role in Disruptive Innovation Part 2: Will the Big Numbers Result In Big Success this Time? / Corporate Innovation. – URL: <https://corporate-innovation.co/2014/11/24/corporate-venture-capitals-role-in-disruptive-innovation-part-2-will-the-big-numbers-result-in-big-success-this-time> (дата обращения 12.06.2019).
- 66 Corporate Venture Capital's Role in Innovation Part 3: Setting Up a CVC Organization / Corporate Innovation. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364213 (дата обращения 12.06.2019).

67 Corporate Venture Capital's Role in Innovation Part 4: Setting Up a CVC Organization / Corporate Innovation. – URL: <https://corporate-innovation.co/2015/02/09/corporate-venture-capitals-role-in-innovation-part-4-setting-up-a-cvc-organization> (дата обращения 12.06.2019).

68 Corporate Venture Capital's Role in Innovation (Part 5): Crucial Lessons to Strengthen CVC Success / Corporate Innovation. – URL: <https://corporate-innovation.co/2015/09/21/corporate-venture-capitals-role-in-innovation-part-5-crucial-lessons-to-strengthen-cvc-success> (дата обращения 12.06.2019).

69 Donahoe J., Schefter P.P., Harding D. Corporate Venturing: Management Fad or Lasting Trend? / Bain & Company. – 2001. – URL: <http://www.bain.com/insights/corporate-venturing-management-fad-or-lasting-trend-bain-brochure> (дата обращения 12.06.2019).

70 Стратегия развития рынка венчурных и прямых инвестиций на период до 2025 года и дальнейшую перспективу до 2030 (проект) / РВК. – URL: http://www.rvc.ru/upload/iblock/4ea/RVC_strategy_2018_doc.pdf (дата обращения 12.06.2019).