

# Корпоративные венчурные фонды российских компаний: перспективы и барьеры

Corporate venture funds of Russian companies: prospects and barriers

doi 10.26310/2071-3010.2020.255.1.007



**О. А. Ерёмченко,**  
С. Н. С.  
✉ tatrics@mail.ru

**O. A. Eremchenko,**  
senior researcher



**В. Г. Зинов,**  
Д. Э. Н., Г. Н. С.  
✉ zinov-v@yandex.ru

**V. G. Zinov,**  
doctor of economics, chief researcher

Центр научно-технической экспертизы ИПЭИ РАНХиГС при Президенте РФ, г. Москва, Россия

Center for scientific and technical expertise, Russian presidential academy of national economy and public administration (RANEPA), Moscow, Russia

Представлены результаты исследования российского корпоративного венчурного рынка и его места на глобальном ландшафте корпоративного венчурного сектора. Показано, что в России формирование этого рынка все еще находится на этапе становления: в стране действуют единицы корпоративных венчурных фондов (КВФ), доля России по числу заключенных сделок в 2018 г. составляет около 1,9% от общемирового показателя корпоративного сектора, а общий объем венчурных инвестиций российских компаний — менее 0,5% от общемирового объема.

На основе обобщения экспертных мнений, аналитических обзоров и результатов интервью с руководителями российских КВФ идентифицированы основные барьеры корпоративного венчурного инвестирования в России: недоработанность законодательного регулирования, ограниченный доступ к зарубежным рынкам стартапов, консервативная корпоративная культура российских компаний, недостаток долгосрочного стратегического планирования в крупных компаниях, отсутствие наработанной практики функционирования КВФ.

Обоснован вывод о путях преодоления выявленных барьеров путем привлечения управляющих партнеров внешних венчурных фондов для совместных инвестиций, что даст возможность сотрудникам корпораций обучаться практике венчурных инвестиций, чтобы со временем создать свои КВФ, а также путем формирования доверия к венчурным финансовым технологиям с помощью популяризации успешного опыта действующих корпоративных фондов, демонстрации заинтересованности власти, совершенствования нормативно-правового регулирования деятельности венчурных фондов.

The results of studies of the Russian corporate venture sector are presented. All countries are in their infancy: official venture capital funds are operating in the country, Russia's share in the number of transactions concluded in 2018. It accounts for about 1,9% of the total corporate sector, and the total volume of venture investments of Russian companies is less than 0,5% of the total.

Based on expert opinions, analytical reviews and interviews with the leaders of the Russian Federation, the main barriers to corporate venture investment in Russia were identified: the lack of legislative regulation, limited access to foreign markets, a conservative corporate culture of the established practice of the functioning of the CVC.

A justified conclusion about the ways to overcome the stock, a demonstration of the interest of the authorities, improving the legal regulation of venture capital funds.

**Ключевые слова:** корпоративный венчурный фонд, венчурный капитал, крупные компании, корпоративные инновации, акселераторы.

**Keywords:** corporate venture capital, venture capital, big companies, corporate innovation, accelerators.

## Введение

Классический процесс разработки новых продуктов в крупных компаниях становится все более длительным и высокорисковым, потому шире начали использоваться альтернативные формы внедрения инноваций через внешние инвестиционные обязательства в технологических альянсах. Существует два типа таких 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. В этом случае крупные компании могут сделать ставку на венчурные практики, получив долю в уставном капитале стартапов, имеющих необходимые компетенции, и

с их помощью обеспечить себе доступ к новым возможностям роста.

Для реализации такой модели инновационного развития крупного бизнеса активно создаются и функционируют корпоративные венчурные фонды (КВФ), преумножение числа которых в последние годы стало устойчивым трендом в глобальном венчурном бизнесе. По данным портала Inc.Russia, на конец 2018 г. их использовали уже 75% компаний списка Fortune 100, а всего более тысячи крупных компаний в мире имеют собственные фонды, что почти в 4 раза больше, чем 10 лет назад. Согласно данным The 2018 Global CVC Report [1], глобальным лидером по числу заключенных корпоративных венчурных сделок в 2018 г. стала американская Google Ventures (более 70 сделок), более 50 сделок за год заключили такие гиганты, как Salesforce Ventures, Intel Capital, Baidu.Ventures, Legend Capital. В целом в 2018 г. было заключено 2740 корпоративных венчурных сделок на общую сумму в \$53 млрд.

По сравнению с предыдущим годом финансирование КВФ в 2018 г. увеличилось примерно на 47%, а сделки возросли на 32% [1].

В России формирование рынка корпоративного венчурного капитала все еще находится на этапе становления: в стране действуют единицы КВФ, доля России по числу заключенных сделок в 2018 г. составляет около 1,9% от общемирового показателя, а общий объем вложенных средств российских компаний через КВФ — менее 0,5% от общемирового объема [2]. Тем не менее, интерес к использованию корпоративного венчурного капитала у российского бизнеса нарастает. Объем отечественного корпоративного сектора венчурного рынка вырос с \$28,4 млн в 2017 г. (+12%) до \$86,2 млн в 2018 г. (+20%), хотя общее количество сделок изменилось незначительно (с 16 до 18 соответственно) [3]. Положительную динамику числа действующих 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.

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.

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

Корпоративное венчурное инвестирование, как механизм финансирования инновационных малых и средних компаний с сильным потенциалом роста [4], впервые появился в США во второй половине XX века, постепенно становясь особым сектором венчурной индустрии. Все большее число влиятельных корпораций с высокой капитализацией из разных отраслей создают в своей структуре внутренние подразделения или дочерние компаниями, которые представляют собой фонды для финансирования стартапов и средних компаний с целью повышения конкурентоспособности компании-учредителя. В первую очередь повышенный интерес бизнес-сектора к корпоративному венчурному капиталу обусловлен такими факторами, как широкие возможности внедрения новых технологических решений, и повышение эффективности использования накопленных денежных средств.

КВФ является уникальным инструментом по сравнению с частными независимыми венчурными фондами (НВФ) потому, что 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. Основная цель КВФ состоит в том, чтобы использовать потенциал инвестируемой компании для дополнительного роста корпорации с помощью получение доступа к новым технологиям, ресурсам и рынкам.

Анализ зарубежных публикаций позволяет выявить наиболее результативные практики корпоративного венчурного инвестирования, среди которых следует выделить согласованность цели фонда с корпоративными целями материнской компании, непрерывность функционирования фонда, демонстрирующего преимущество в отношении стратегии, инвестиционного фокуса и основной команды, а также финансовую устойчивость, позволяющую оставаться стабильным партнером портфельных компаний в течение всего их жизненного цикла (в среднем более восьми лет) [5].

Во всех проанализированных исследованиях подчеркивается, что КВФ должен выполнить главную, поставленную перед ним задачу: не пропустить технологические тенденции, имеющие важное значение для развития учредившей фонд корпорации, и не становиться инструментом финансовых спекуляций в погоне за прибылью, как в модели НВФ. От последних КВФ отличают цели, сферы деятельности, источники финансирования, правовой статус, системы вознаграждения менеджмента и подотчетность. По сравнению с другими венчурными фондами корпоративные предоставляют более длинные инвестиции и имеют возможность обеспечить лучшую технологическую и маркетинговую поддержку от своей крупной компании и индустрии [6].

Согласно опыту зарубежных компаний, венчурные инвестиции становятся развивающими, стимулирующими и дополняющими прогресс корпораций [7]. При этом безусловным условием успешного развития инноваций в портфельных компаниях КВФ является их технологическое соответствие стратегическим планам корпорации. В противном случае независимый венчурный фонд будет для стартапа более предпочтительным источником финансирования.

#### **Анализ корпоративных венчурных фондов в технологических секторах**

В рамках настоящего исследования 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, а также 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 об-

ласти корпоративного венчурного инвестирования в отдельных отраслях экономики была выбрана БД CB Insights.

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

В табл. 1 представлены показатели корпоративного венчурного финансирования — данные об 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.).

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% числа заключенных в 2018 г. сделок. Более 10% от общего объема корпоративного венчурного финансирования пришлось также на «Мобильную связь и телекоммуникации» (15,94%), «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 рис. 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%.

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.

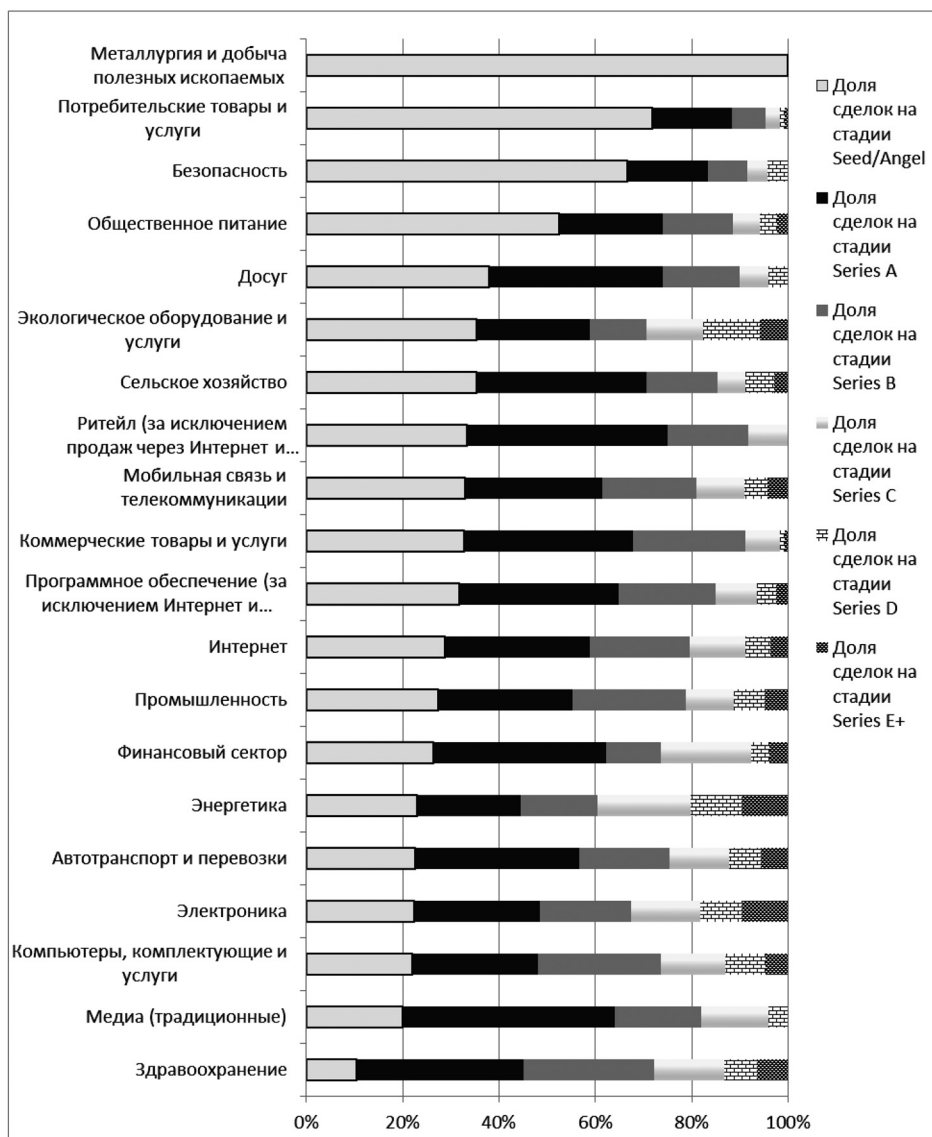


Рис. 1. Распределение корпоративных венчурных сделок в соответствии с этапами финансирования по отраслям экономики, 2014-2018 гг.

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

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.

### Место российских компаний на глобальном ландшафте корпоративного венчурного финансирования

Обзор венчурного рынка России в 2018 г., выполненный аналитической компанией Dsight совместно с EY и НАУРАН, показал, что за год российский рынок венчурных инвестиций (включая сегмент корпоративного венчурного инвестирования) вырос почти

в полтора раза с \$471 млн в 2017 г. до \$714,7 млн в 2018 г. (без учета сделок выходов) [8]. Авторы обзора отмечают, что рост рынка обусловлен, прежде всего, ориентацией на сделки на более поздних стадиях, и, соответственно, 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» коррелирует с данными, приведенными в обзоре Dsight [8]. По данным CB Insights, в России была заключена 341 венчурная сделка на общую сумму инвестирования в \$1,13 млрд, 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). 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. 8,7% пришлось на стадию Series A и по 4,35% от числа заключенных сделок – на стадии финансирования Series B, C, D. Ожидается 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 соответствуют 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 табл. 2. Лидирующие позиции по числу заключенных сделок занимает российская компания Mail.ru и ее подразделение Mail.Ru Games Ventures.

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. [9]. 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 др. [9].

#### Разнообразие подходов к корпоративным инновациям у крупного российского бизнеса

Возможности государственной поддержки развития российского венчурного рынка, в том числе его корпоративного сектора, постоянно обсуждаются бизнесом и властью. 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.

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

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.

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.

Правильная модель российского КВФ — это фонд, который больше работает как воронка, всасывающая новые технологии, интересные корпорации. В России такая модель эффективна только в одном случае, если в крупной компании создан своеобразный «радар», который позволяет ей держать руку на пульсе новейших разработок и иметь достаточно ясное представление о различных потенциально интересных технологических направлениях. Сутью такого «радара» должна быть активность КВФ на рынке: либо путем инвестирования, 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 КВФ соотносил со стратегией материнской компании, но при этом не испытывал диктата с ее стороны, иначе фонд 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 [10], который помогает крупным банкам, большим корпорациям и маленьким стартапам совместно запускать технологические проекты, чтобы обеспечить реальный трансфер технологий. Практика убеждает, что невозможно взять описание технологии, принести ее в корпорацию, чтобы эта технология сразу зажила внутри крупного бизнеса. Ему необходимо сначала вырастить внутри 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.

КВФ оказался для российского бизнеса слишком узким инструментом, точнее, пока только одним из возможных для того многообразия вариантов взаимодействия с технологией или разработкой, с которыми в настоящее время сталкиваются российские корпорации. Типичная ситуация, когда у команды разработчиков есть научно-технический задел, но это еще далеко не проект и не стартап, которые идеально подходят к задаче заказчика проекта Fintech Lab. Это еще только команда с некими компетенциями, которые применимы к решению стоящей задачи. Существует разрыв между тем, что нужно сейчас, условно, на стадии опытного образца, и потребностями разработчиков. Возникает инвестиционная возможность, в которой мог бы участвовать КВФ, инвестировав в созданный

стартап для доведения разработки до этапа, требуемого корпоративному заказчику.

В Центре стратегических разработок совместно с фондом Сколково [11] 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 какие-либо наказания за допущенные ошибки. Это очень привлекательная идея, потому что сложно госкомпаниям с боязнью прокуратуры и других контролирующих органов заниматься 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, возможность совершать какие-то действия по иной регламентации. Только тогда возможно успешное взаимодействие корпорации с новой разработкой.

Имеются примеры наделенного полномочиями топ-менеджера, как в компании Invitro [12], примеры выделенных подразделений, которые занимаются новой технологией и последующей ее доводкой для приземления в компании, как в Уралхиме [13] или Трансашолдинге [14], 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.

В качестве примеров «инновационной песочницы» можно привести корпоративный акселератор Sber#UP [15], который ориентирован на поддержку сотрудников в развитии нового бизнеса с дальнейшей возможностью включения в экосистему банка, что позволило уже привлечь в 6 проектов более 27 млн руб. Корпоративный бизнес-акселератор Ростеха [16] проводит для сотрудников обучение по предпринимательству по вопросам бизнес-моделирования и финансового планирования, лучшие проекты тестируются и внедряются в бизнес корпорации.

Если рассматривать государственное участие в инфраструктуре поддержки венчурного рынка, то задача, прежде всего, 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 [17]. При этом важное значение для участников венчурного рынка имеет поручение Президента РФ подготовить законопроекты о новых формах специальных инвестиционных контрактов [18], которые должны предусматривать увеличение предельных сроков их действия, расширение круга

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.

Вместе с тем, подобные директивные указания должны быть скоординированы с развитием регламентации деятельности всех государственных институтов. Наиболее остро, по мнению руководителей корпораций, стоит вопрос об определении критерия, по которому выделяемые бюджетные средства перестают считаться таковыми в получаемой бизнесом прибыли. Например, такой вопрос возникает при софинансировании вместе с государством научно-технических разработок, чтобы в последствии на основе полученных результатов компании-соинвесторы освоили новую конкурентоспособную продукцию и получили прибыль. Вправе ли менеджмент часть прибыли, полученной с участием бюджетных средств, направлять в высокорисковый корпоративный венчурный капитал? Ответ на этот вопрос должен быть в равной степени ясен как для бизнеса, так и для контрольно-надзорных органов. Усилия, которые прикладываются к тому, чтобы развивалось венчурное инвестирование в крупных компаниях, не дадут ожидаемых результатов без соответствующих учебных курсов для сотрудников контрольно-надзорных органов, чтобы культура их работы с венчурным финансированием тоже возрас- тала.

Поэтому для решения поставленных задач недостаточно директивного указания, нужна тщательная координация различных институтов власти. Например, всегда возникает много вопросов о том, как госкомпания обязаны распорядиться своими средствами. Все, что касается состава себестоимости выпускаемой продукции — соответствующих затрат, связанных с производством и реализацией проектов, ни у кого не вызывает сомнений. В отличии от себестоимости чистая прибыль — это абсолютно реальный, открытый источник финансирования инноваций, в том числе через корпоративные венчурные фонды. Между тем, ряд директив обязывают госкомпания начислять в качестве дивидендов 25-50% чистой прибыли. В абсолютных величинах это весьма значительные средства, на которые рассчитывает государственный бюджет.

### **Основные барьеры развития корпоративного венчурного финансирования в России**

Обобщая экспертные мнения, а также результаты интервью с руководителями российских корпоративных фондов, 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 [19, 20], а также нормы, которые регулируют деятельность инвестиционных фондов, включая фонды венчурных инвестиций [21], деятельность инвестиционных товариществ [22], деятельность хозяйственных партнерств [23], требования относительно структуры активов инвестиционных фондов [24]. 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 КВФ отмечают сложность в выборе организационно-правовой формы стартапов и проблемы при применении налогового законодательства. Недоработка 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. Поэтому 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. 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 через соинвестирование в существующие фонды, и возникает соблазн создания собственных КВФ. В них 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.

Среди большей части менеджмента крупного бизнеса отсутствует понимание целей и задач корпоративного венчурного инвестирования. 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. Только у четверти респондентов венчурное инвестирование прописано во внутренних регламентирующих деятельность компаний документах [25].

#### 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. Осознание того, что обязательно будут провальными 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 четко сформулировали свой инвестиционный фокус, определили границы принимаемого на себя риска, детально описали стратегии использования инноваций внутри компаний и уточнили баланс ресурсов, необходимых для финансирования отобранных 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. По сути, предпринимательский подход, характерный для КВФ, противоречит организационным процедурам компании, консервативной финансовой политике и стилю 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» [25].

#### Отсутствие стратегического планирования

Принципиальным препятствием для поддержки перспективных стартапов 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, которые ограничены, 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 кратко- 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, соответственно, на создание венчурных фондов. Если средний объем заключенной корпоративной венчурной сделки в мире в 2018 г. составил \$53 млн [1], то объем поддержки стартапов наиболее успешными российскими КВФ



Softline Venture Partners составляет от \$100 тыс. до \$1 млн [26], средний размер сделки LETA Capital — около \$2 млн [27].

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.

#### 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 8-10 лет тому назад. Анализ мнений руководителей КВФ российских компаний дает основание авторам утверждать, 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 наработали 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.

#### 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 НВФ. 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, освою 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 в России инструмент поиска, развития и трансфера технологий, продуктов, клиентов для крупных компаний, не получивший в настоящее время достаточного развития.

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 венчурные инвестиции дают возможность материнским компаниям эффективно достигать запланированные цели инновационного развития. При отсутствии технологического соответствия с учредителем КВФ стартапу может стать невыгодным взаимодействие с его фондом из-за потенциала конфликта интересов, что делает НВФ более предпочтительным источником инвестирования.

Ключевое значение при принятии решения о создании венчурного фонда имеет личная позиция генерального директора крупной компании. Если он понимает, что инновации должны быть обязательным элементом развития корпорации, то наряду с проведением внутренних НИОКР, бизнес-модель на основе венчурного капитала станет важным инструментом для достижения поставленных целей. В таком случае возникнет необходимость в разработке долгосрочной стратегии технологического развития, чтобы сосредоточиться на нескольких инвестиционных фокусах и типе инвестиций, которые будет осуществлять созданный КВФ. Чтобы структурировать управленческие решения, которые необходимо принять для создания успешных фондов, крупным компаниям следует помнить о пяти факторах создания и развития корпоративного венчурного капитала: стратегия, персонал, система поощрения, поток сделок, управление.

Анализ российских КВФ позволяет утверждать, что пока только один корпоративный фонд успешно воспринимает результативный зарубежный опыт, чем заслужил международное признание. Речь идет о КВФ Severstal Ventures, который победил в январе 2019 г. в номинации «Прорыв года» по версии Global Corporate Venture в США. Высокая оценка была дана за профессиональное начало деятельности: четкую связь со стратегией материнской компании, сотрудничество с независимыми венчурными фондами, сокращенный инвестиционный фокус и пр. Ключевым фактором успеха фонда, несомненно, является личная позиция Председателя Совета директоров ПАО «Северсталь» Алексея Мордашова.

Интервьюирование руководителей российских КВФ убеждает, что выявленные барьеры развития

корпоративного венчурного инвестирования можно преодолеть путем привлечения управляющих партнеров внешних венчурных фондов для совместных инвестиций. Наиболее продуктивным и минимизирующим риски представляется взаимодействие на первом этапе с внешним венчурным инвестором, что даст возможность сотрудникам корпораций обучаться практике венчурных инвестиций, чтобы со временем создать свои КВФ.

В настоящее время 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, внушение доверия к венчурным финансовым технологиям, демонстрируя заинтересованность власти, а также совершенствуя нормативно-правовое регулирование деятельности венчурных фондов и инвестируемых ими компаний для предотвращения проблем, возникающих при применении налогового законодательства.

\* \* \*

Публикация подготовлена в рамках государственного задания ФГБУ ВПО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» на 2019 г. по проекту № 1.3 «Корпоративные венчурные фонды как инструмент инновационного развития российских корпораций».

**Список использованных источников**

1. The 2018 Global CVC Report. 2019. <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2017>.
2. О. А. Еремченко. Корпоративное венчурное финансирование: глобальные тренды и оценка перспектив России // Экономика науки. 2019. № 2. С. 114-128.
3. Продвижение технологий. Годовой отчет Российской венчурной компании. РВК. <https://report2018.rvc.ru/ru/russian-venture-market.html>.
4. A. Tanaka, E. Proux. Corporate Venture Capital: Specific features and relative analysis against independent venture capital/Under the supervision of prof. Aram Attar. HEC Paris. 2016. 46 p.
5. C. Vančura. Financial Metrics in Corporate Venture Capital: Enhancing Strategic Value by Focusing on Financial Goals. [https://www.kauffmanfellows.org/journal\\_posts/financial-metrics-in-corporate-venture-capital](https://www.kauffmanfellows.org/journal_posts/financial-metrics-in-corporate-venture-capital).
6. J. Lerner. The architecture of innovation: the economics of creative organizations. Cambridge: Harvard Business Review Press. 2012. <https://hbr.org/product/the-architecture-of-innovation-the-economics-of-creative-organizations/10796-HBK-ENG>.
7. H. W. Chesbrough. Making sense of corporate venture capital // Harvard Business Review. 2002. № 80 (3). P. 90-99.
8. Венчурная Россия. Результаты 2018 г. Dsight. [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).
9. А. Басов. Ангелы вернуться: что будет с рынком венчурных инвестиций в 2019 г. РВК. [https://www.rvc.ru/press-service/media-review/rvk/139425/?sphrase\\_id=17962](https://www.rvc.ru/press-service/media-review/rvk/139425/?sphrase_id=17962).
10. Первый межбанковский финтех акселератор. Fintech Lab. <http://fintech-lab.ru>.
11. Минэкономразвития предложило создать «песочницы» для тестирования инноваций // Ведомости. 11.01.2019. <https://www.vedomosti.ru/technology/news/2019/01/11/791190-eksperimentalnih-pravovih-rezhimov>.
12. Медицинская компания Invitro. Инновационная политика. Invitro. <https://www.invitro.ru/about/innovacii>.
13. Объявлены итоги конкурса инновационных решений «Уралхим-Элемент роста». Уралхим. <http://www.uralchem.ru/press/news/2422316>.
14. Трансмашхолдинг открывает инновационную лабораторию // Yandex. 29.05.2018. <https://zen.yandex.ru/media/id/5aa658de168a91aa24b5443f/transmashholding-otkryvaet-innovacionnuiu-laboratoriu-5b0d12d23c50f79e15532173>.
15. Е. Семикин. Сбербанк инвестирует 27 млн рублей в шесть стартапов по итогам внутреннего акселератора Sber#Up // Rusbase. 08.08.2018. <https://rb.ru/news/sberbank-startup-akselerator>.
16. Ростех направит 100 млн рублей на гражданские стартапы на своих предприятиях // Ростех. 05.08.2019. <https://rostec.ru/news/rostekh-napravit-100-mln-rublej-na-grazhdanskie-startapy-na-svoikh-predpriyatiyah>.
17. Перечень поручений по итогам Петербургского международного экономического форума // Официальный сайт Президента России. 14.07.2017. <http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/54793>.
18. Постановление Правительства РФ от 16 июля 2015 г. № 708 «О специальных инвестиционных контрактах для отдельных отраслей промышленности» // Гарант. <https://base.garant.ru/77670283>.
19. 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. <https://base.garant.ru/12114699>.
20. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // Гарант. <https://base.garant.ru/77668247>.
21. Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (с изменениями и дополнениями) // Гарант. <https://base.garant.ru/77682778>.
22. Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе» (с изменениями и дополнениями) // Гарант. <https://base.garant.ru/12192380>.
23. Федеральный закон от 3 декабря 2011 г. № 380-ФЗ «О хозяйственных партнерствах» (с изменениями и дополнениями) // Гарант. <https://base.garant.ru/70102530>.

24. Указания Банка России от 05.09.2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов»//КонсультантПлюс. [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_204480](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480).
25. А. Посыпкина, Е. Баленко. РБК представляет ежегодный рейтинг самых активных венчурных инвесторов в России. РБК. [https://www.rvc.ru/press-service/news/investment/138693/?sphrase\\_id=17962](https://www.rvc.ru/press-service/news/investment/138693/?sphrase_id=17962).
26. Корпоративный венчурный фонд группы компаний Softline. Softline. <https://softlinevp.com/ru>.
27. LETA Capital. LETA Capital, 2019. [https://leta.vc/?change\\_lng=ru](https://leta.vc/?change_lng=ru).

#### References

1. The 2018 Global CVC Report. 2019. <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2017>.
2. O. A. Eremchenko. Corporate venture capital: global trends and evaluation of Russia's prospects//The Economics of Science. 2019. № 2. P. 114-128.
3. Promotion of technology. Annual Report of the Russian Venture Company. RVC. <https://report2018.rvc.ru/russian-venture-market.html>.
4. A. Tanaka, E. Proux. Corporate Venture Capital: Specific features and relative analysis against independent venture capital/Under the supervision of prof. Aram Attar. HEC Paris. 2016. 46 p.
5. C. Vančura. Financial Metrics in Corporate Venture Capital: Enhancing Strategic Value by Focusing on Financial Goals. [https://www.kauffmanfellows.org/journal\\_posts/financial-metrics-in-corporate-venture-capital](https://www.kauffmanfellows.org/journal_posts/financial-metrics-in-corporate-venture-capital).
6. J. Lerner. The architecture of innovation: the economics of creative organizations. Cambridge: Harvard Business Review Press. 2012. <https://hbr.org/product/the-architecture-of-innovation-the-economics-of-creative-organizations/10796-HBK-ENG>.
7. H. W. Chesbrough. Making sense of corporate venture capital//Harvard Business Review. 2002. № 80 (3). P. 90-99.
8. Venture Russia. 2018 Results. Dsight. [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).
9. A. Basov. Angels will return: what will happen to the venture investment market in 2019. RVC. [https://www.rvc.ru/press-service/media-review/rvk/139425/?sphrase\\_id=17962](https://www.rvc.ru/press-service/media-review/rvk/139425/?sphrase_id=17962).
10. The first interbank fintech accelerator. Fintech Lab. <http://fintech-lab.ru>.
11. Ministry of Economic Development proposed creating «sandboxes» for testing innovations//Vedomosti. 11.01.2019. <https://www.vedomosti.ru/technology/news/2019/01/11/791190-eksperimentalnih-pravovih-rezhimov>.
12. The medical company Invitro. Innovation policy. Invitro. <https://www.invitro.ru/about/innovacii>.
13. The results of the innovative solutions competition «Uralchem-Growth Element» have been announced. Uralchem. <http://www.uralchem.ru/press/news/2422316>.
14. Transmashholding opens an innovative laboratory//Yandex. 29.05.2018. <https://zen.yandex.ru/media/id/5aa658de168a91aa24b5443f/transmashholding-otkryvaet-innovacionnuu-laboratoriu-5b0d12d23c50f79e15532173>.
15. E. Semikyan. Sberbank will invest 27 million rubles in six start-ups following the results of the internal accelerator Sber#Up//Rusbase. 08.08.2018. <https://rb.ru/news/sberbank-startup-akselerator>.
16. Rostec will direct 100 million rubles to civilian startups at its enterprises//Rostec. 05.08.2019. <https://rostec.ru/news/rostekh-napravit-100-mln-rublej-na-grazhdanskiie-startapy-na-svoikh-predpriyatiakh>.
17. List of instructions following the results of the St. Petersburg International Economic Forum//Official web-site of Russian President. 14.07.2017. <http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/54793>.
18. Russian Federation Government Decree dated 16 July 2015 № 708 «On special investment contracts for selected industries»//Garant. <https://base.garant.ru/77670283>.
19. Federal law of Russian Federation dated 25 February 1999 № 39-FZ «On investment activity in the Russian Federation carried out in the form of capital investments» (with amendments and additions)//Garant. <https://base.garant.ru/12114699>.
20. Federal law of Russian Federation dated 22 April 1996 № 39-FZ «About the securities market»//Garant. <https://base.garant.ru/77668247>.
21. Federal law of Russian Federation dated 29 November 2001 № 156-FZ «About investment funds» (with amendments and additions)//Garant. <https://base.garant.ru/77682778>.
22. Federal law of Russian Federation dated 28 November 2011 № 335-FZ «About investment partnership» (with amendments and additions)//Garant. <https://base.garant.ru/12192380>.
23. Federal law of Russian Federation dated 3 December 2011 № 380-FZ «About business partnerships» (with amendments and additions)//Garant. <https://base.garant.ru/70102530>.
24. Instructions of the Bank of Russia dated 5 September 2016 № 4129-U «On the composition and structure of assets of joint-stock investment funds and assets of mutual investment funds»//ConsultantPlus. [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_204480](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_204480).
25. A. Posypkina, E. Balenko. RVC presents an annual rating of the most active venture investors in Russia. RVC. [https://www.rvc.ru/press-service/news/investment/138693/?sphrase\\_id=17962](https://www.rvc.ru/press-service/news/investment/138693/?sphrase_id=17962).
26. Softline Corporate Venture Fund. Softline. <https://softlinevp.com/ru>.
27. LETA Capital. LETA Capital, 2019. [https://leta.vc/?change\\_lng=ru](https://leta.vc/?change_lng=ru).