

Анализ факторов развития синдиката классического и корпоративного венчурных инвесторов

Analysis of the development factors of the syndicate of the venture capital funds and corporate venture capitals

doi 10.26310/2071-3010.2020.258.4.005



Д. Д. Цителадзе,

к. э. н., MBA, доцент, кафедра венчурного менеджмента,
Научно-исследовательский университет – Высшая школа экономики, Нижний Новгород
✉ david.tsiteladze@mail.ru

D. D. Tsiteladze,

PhD, MBA, associate professor, department of venture management,
Research university of Higher school of economics, Nizhny Novgorod

В работе проведен анализ особенностей корпоративного венчурного финансирования. Показаны особенности корпоративных и классических венчурных фондов.

Проведен анализ организационных форм венчурных фондов и анализ организационно-правовых форм стартапа в России. В совокупности это позволяет провести анализ юридических аспектов синдиката венчурных инвесторов.

В работе показаны различные мотивы и аспекты финансирования стартапов с участием классического и корпоративного венчурных фондов, которые отражают комплементарность такого синдиката. Показаны основные преимущества корпоративных и классических венчурных фондов. Для корпоративных венчурных фондов преимущества могут быть выражены следующими тремя пунктами: технологическое ноу-хау; стратегия выхода на рынок; экспертиза предметной области.

Для классических венчурных фондов преимущества могут быть отражены в следующих аспектах: нацеленность на высокие финансовые результаты стартапа; юридические и репутационные выгоды корпоративного венчурного фонда от альянса с классическим венчурным фондом; относительно низкая чувствительность стратегического курса классического венчурного фонда от изменений в макроэкономической среде.

The paper analyzes the features of corporate venture financing. The features of corporate and classic venture capital investments are shown.

The analysis of the organizational forms of venture capital funds and the analysis of the organizational and legal forms of startups in Russia. Together, this allows to insights of the legal aspects of the syndicate of venture investors.

The paper shows the various motives and aspects of financing startups with the participation of VCs and CVC, which reflect the complementarity of such a syndicate. The main advantages of corporate and classic venture capital funds are shown. For CVC the benefits can be expressed by the following three points: technological know-how; market entry strategy; examination of the subject area.

For VCs the benefits can be reflected in the following aspects: focus on high financial results of a startup; legal and reputational benefits of the CVC from CVs Alliance; the relatively low sensitivity of the strategic course of the classic venture capital fund from changes in the macroeconomic environment.

Ключевые слова: инновационный проект, венчурные инвестиции, технологический предприниматель, венчурный фонд (VCs), корпоративный венчурный фонд (CVC), синдикат инвесторов.

Keywords: innovation project, venture capital investments, technology entrepreneur, venture capital fund (VCs), corporate venture capital (CVC), investor syndicate.

Практика финансирования технологических стартапов с привлечением CVC в мире

Причиной появления корпоративных венчурных фондов (КВФ) или в английском акрониме — CVC (Corporate Venture Capital) оказалась не удовлетворительность корпораций эффективностью отдачи финансовых вложений в НИОКР. Решение этой проблемы привело к необходимости поиска и перехода на новую бизнес-модель развития инновационного процесса. Другой фактор, который способствовал развитию корпоративных венчурных фондов, это растущие риски стратегии диверсификации путем слияний и поглощений (M&A). В условиях высокой экзогенной неопределенности, которая характерна для современной мировой политической и экономической ситуации проблемы роста рисков M&A стратегии будут и далее все более актуальными. [32]

Наиболее благоприятным периодом создания собственного корпоративного венчурного фонда является этап, когда материнская компания накапливает критическую массу числа рассматриваемых инновационных проектов, но при этом не готова с точки зрения корпоративной стратегии и операционных ограничений

включиться в запуск этих проектов. Таким образом, складывается ситуация, когда инновационные проекты ожидают управленческих решений, находясь, по сути, в архиве или «на полке». В такой ситуации резко возрастает риск «бегства» проектов из компании или потеря времени и актуальности инновационного проекта. Все эти исходы можно отнести к рискам потерь средств, которые компания тратила на организацию и управление НИОКР.

По данным ежегодного отчета Global CVC Report, содержащего анализ корпоративных венчурных инвестиций, CVC — финансирование в 2018 г. увеличилось примерно на 47% по сравнению с 2017 г., а объем сделок возрос на 32% за тот же период [1, 35].

Из приведенных выше отчетов о развитии корпоративного венчурного финансирования, не сложно увидеть, что источниками CVC, как правило, являются крупные компаниями. Эти компании используют инструмент корпоративного венчурного инвестирования (КВИ) в инновационные проекты в стратегических, спекулятивных или смешанных (стратегических и финансовых) целях. При этом следует отдельно отметить, что КВИ — инвестиции могут быть направлены не только в собственные корпоративные инновацион-

ные проекты, но и в сторонние (чужие) независимые стартапы (проектные компании).

Спектр интересов корпораций может быть различным. Организую CVC, они могут преследовать разные цели, начиная от поиска новых товаров и технологий на продажу, до технологий, которые изменили бы внутренние организационные процессы и процессы производства.

На практике корпоративные венчурные инвестиции обычно осуществляются через собственный корпоративный венчурный фонд/подразделение или посредством долевого участия в других венчурных фондах. Корпоративный венчурный фонд — подразделение компании, выделенное в отдельное юридическое лицо и инвестирующее свободный капитал компании в перспективные технологические проекты для реализации стратегии диверсификации.

CVC — инвестиции позволяют материнским компаниям эффективно развивать инновационную деятельность за счет следующих преимуществ [4, 11]:

1. Прежде всего, снимаются противоречия, при которой горизонт планирования и финансовые цели материнской компании, и CVC существенно различаются.
2. Появляется эффективный инструмент и возможность реализации стратегии диверсификации (связанной или несвязанной).
3. Происходит разделение рисков по разработке новых технологий (продуктов) с возможными стратегическими партнерами.
4. В организации появляется системный доступ к информации (аналитики, бенчмаркинг и т. п.) о последних достижениях науки и техники.
5. Резко возрастает мобильность организации в направлении доступа к современным технологиям.
6. Происходит заметное развитие корпоративного предпринимательства внутри материнской компании.

Традиционно для каждого CVC определяется инвестиционный мандат, который ограничивает деятельность фонда в таких направлениях как:

- конкретные приоритетные направления инвестиций;
- предельные размеры инвестиций в один проект;
- ожидаемую отдачу от инвестиций.

При этом, различают четыре типа стратегий для CVC [11]:

1. CVC — стратегического типа. Это когда задачи CVC состоят в поддержании стратегических целей основного бизнеса. Одним из ярких примеров подобного типа CVC являются компании Microsoft. Объемы инвестиций у этого типа фондов в отношении к выручке компании составляют, как правило, от 0,1 до 0,6%. При этом выбор отраслей, которые рассматриваются в инвестиционных целях в фонде этого типа, имеют сильную корреляцию с отраслью материнской компании и поэтому сильно ограничены.
2. CVC — финансового типа, оперирующий как классический венчурный фонд. Этот тип фонда обеспечивает финансовые (спекулятивные) цели компании и нередко действует в партнерстве с

профессиональным венчурным фондом. Прибыль этого типа фонда образуется от продажи долей в новых компаниях. Объемы инвестиций у этого типа фондов в отношении к выручке компании составляют от 1 до 6% от выручки предприятия, что является выше почти десять раз по отношению к CVC стратегического типа.

Следует отметить, что модель корпоративного венчурного фонда финансового типа является очень привлекательной, в случае если компания хочет попробовать себя на рынке венчурного инвестирования. Это позволит ей получить первый опыт, но при этом потратить минимальные ресурсы. Полученный опыт можно использовать в будущем при создании собственного корпоративного венчурного фонда стратегического типа.

3. CVC — смешанного типа 1, развивающий клиентскую базу для основного бизнеса. Предполагается, что бизнес стартапа будет стимулировать потребление основных продуктов и услуг инвестирующей компании. Примером подобного рода CVC может служить Intel Capital.
4. CVC — смешанного типа 2, развивающий связанную диверсификацию для основного бизнеса. Примером подобного рода CVC может служить Google Venture.

Помимо вышеперечисленных стратегий, в России следует обратить особое внимание на стратегии таких компаний как, например, Royal Dutch Shell.

Главная цель таких компаний — создание целой венчурной экосистемы (частного инновационного территориального кластера) которая:

- дает проектам доступ к лабораториям и прочим ресурсам компании;
- выкупает полностью успешные компании;
- совмещает долгосрочные задачи с краткосрочными (увеличение использования газа как транспортного топлива).

В отношении оценки финансовых целей CVC можно использовать разные инструменты. К стандартному подходу оценки можно отнести набор таких финансовых показателей, которые часто применяют в венчурной индустрии: cash-on-cash, ROI (Return of Investment) и IRR. Эти показатели можно использовать на двух организационных уровнях: на уровне конкретного проекта и на уровне всего портфеля. При этом полезными являются методы оценки эффективности работы классических венчурных фондов. Например, профессионалы венчурного рынка при оценке инвестиционного портфеля из 10 проектов ожидают следующие результаты: 3 проекта могут разориться, примерно 3 проекта могут окупить вложения, а остальные могут показать высокую и значительную доходность [2]. Оценка доходности CVC сильно колеблется в различных отраслях и странах. Общая доходность в размере 15-25% по IRR может оказаться привлекательной для российских корпоративных венчурных фондов, но для «западных» CVC показатель доходности колеблется в пределах 10-15% по IRR.

Важно отметить, что оценка эффективности работы венчурного фонда, важный, но сложный процесс,

требующий индивидуального подхода для каждой компании. Применяемые показатели должны наглядно показывать работу разных направлений бизнеса и их взаимосвязь.

Следует отметить, что корпоративный венчурный фонд может запустить эффективный механизм создания новых уникальных технологических компетенций (УТК).

Практика финансирования технологических стартапов с привлечением КВФ в России

В России корпоративные венчурные фонды начали появляться с 2010 г. Сегодня в России действует четыре десятка корпоративных венчурных фондов, в то время как, всего в мире их насчитывается более тысячи.

Согласно исследованиям PwC и PwK, в 2018 г. в рейтинге активных российских корпораций, которые участвовали в венчурном инвестировании оказалось 27 корпораций. Эти корпорации в общей сложности заключили 77 сделок, что в три раза больше аналогичного периода 2017 г. (23 сделки) [36]. Лидером российского рейтинга стала АФК «Система» с 15 сделками, следом за ней идут Сбербанк и Mail.ru Group с 9 подтвержденными инвестициями. Больше всего корпорации готовы

вкладываться в стартапы, предлагающие решения для бизнеса.

При этом можно отметить, что российские корпорации предпочитают инвестировать в местные стартапы. В 2018 г. с российскими стартапами были заключены 42 сделки, а с зарубежными — только 16. Однако среди российских стартапов, получивших инвестирование в 2018 г., есть и такие, которые вышли на международные рынки, например WayRay или TraceAir. В топ-10 самых активных корпораций включены следующие организации [36]:

- АФК «Система» — 15 подтвержденных сделок;
- Сбербанк — 9 подтвержденных сделок;
- Mail. Ru Group — 9 подтвержденных сделок;
- QIWI — 7 подтвержденных сделок;
- ГК «ПИК» — 5 подтвержденных сделок;
- Роснано — 3 подтвержденных сделки;
- Softline — 3 подтвержденных сделки;
- S7 Group — 3 подтвержденных сделки;
- Ростех — 2 подтвержденных сделки;
- «Фармстандарт» — 2 подтвержденных сделки.

Другие примеры CVC в России — это такие фонды как: Intel Capital, Cisco Capital, Deutsche Telekom Capital Partners (DTCP), Oradell Capital. Активно развиваются корпоративные акселераторы (IKEA, SAP, и InspiRUSSIA и др.)

Таблица 1

Особенности организационных форм венчурных фондов

Характеристики и особенности	Товарищество (договорное объединение)	Траст (имущество в доверительном управлении)	Корпорация (юридическое лицо)
Основание возникновения отношений	Договор о совместной деятельности (простое товарищество) Limited partnership (США). Инвестиционное товарищество, 2014 (Россия)	Договор доверительного управления имуществом. Venture capital trust (Великобритания). Паевой инвестиционный фонд (ПИФ, Россия)	Юридическое лицо – корпорация инвесторов. С corporation (США). АО (Россия)
Порядок распоряжения средствами инвесторов	Денежные средства передаются инвесторами непосредственно стартапам по указанию Управляющей компании. Прибыль распределяется также напрямую адресатам	Денежные средства передаются инвесторами управляющей компании в управление с ограничениями. Инвестиции осуществляет управляющая компания, она же распределяет прибыль	Средства передаются корпорации, корпорация инвестирует их и затем распределяет прибыль среди участников (выплачивает дивиденды)
Налогообложение фонда	Налогообложение отсутствует	Ограниченное налогообложение управляющей компании (суммы в доверительном управлении не облагаются налогом)	Полное (налогообложение корпорации в соответствии с законодательством)
Статус управляющей компании	УК – участник фонда (товарищ)	УК – третье лицо, управляющее фондом	УК и фонд – одно лицо
Ответственность	Ответственность инвесторов может ограничиваться договором, однако управляющая компания всегда отвечает субсидиарно	Управляющая компания несет субсидиарную ответственность, а также отвечает за убытки, вызванные нарушением правил доверительного управления	В зависимости от организационно-правовой формы ограничение ответственности может присутствовать у некоторых или всех участников корпорации
Смена участника	Осложнена (перемена стороны в обязательстве)	Осложнена (перемена стороны в обязательстве)	Относительно проста (передача корпоративных прав)
Размещение ценных бумаг	В большинстве юрисдикций простое товарищество не вправе размещать ценные бумаги от своего имени	В ряде случаев паи могут размещаться на бирже (например, в российской юрисдикции могут размещаться паи инвестиционных фондов)	Может провести открытую подписку на акции как публичная корпорация
Смена управляющего	Осложнена (отказ стороны от обязательства)	Возможна (в соответствии с договором доверительного управления и правилами регулятора)	Проста (смена членов органов управления)
Участие инвесторов в управлении фондом	Осложнено, но возможно путем создания дополнительных процедур по управлению	Осложнено (по причине отсутствия органов фонда), но возможно	Осуществляется в рамках обычного корпоративного управления

Преимущества и недостатки венчурных фондов в форме товарищества и траста

Преимущества	Недостатки
Поступление средств в фонд (от инвесторов либо при реализации объекта инвестирования) не подлежит дополнительному налогообложению (порядок налогообложения близок к тому, как если бы инвесторы самостоятельно инвестировали собственные средства)	Существенно затруднен оборот прав участия (смена участника или его выход представляет собой перемену лица в обязательстве)
Ограниченное время существования венчурного фонда и отказ от реинвестирования доходов, помимо упрощения управления, обеспечивает очевидный механизм подсчета и получения прибыли	Сложнее, чем, например, в корпорации организовать управление, поскольку отсутствует установленная система органов и их полномочий
Имущество не выбывает из собственности инвесторов, те могут зачесть расходы фондов при подсчете собственной налоговой базы	В большинстве юрисдикций договорные объединения не могут размещать ценные бумаги
	Низкая ликвидность долей компенсируется ограниченным временем существования фонда (закрытый фонд)

В пользу развития СВС говорит и то, что российские компании предпочитают вкладывать деньги в стартапы не напрямую, а через свои корпоративные фонды. Таких сделок в 2018 г. было в 1,5 раза больше, чем прямых инвестиций [36].

Организационно-правовые аспекты корпоративного венчуринга в России

Источником капитала классических венчурных фондов являются индивидуальные инвесторы, банки, страховые компании, частные и государственные «фонды фондов», а также крупные государственные и негосударственные фонды — пенсионные, эндаументы (университетские фонды развития). По сути, венчурный фонд — VCs является инструментом аккумуляции и последующего инвестирования средств третьих лиц, который организационно может быть представлять объединение, организацию или обособленное имущество. Венчурный фонд CVs не является фондом в смысле российского права. В России фонд — это унитарная некоммерческая организация, управляющая активами в интересах бенефициаров или в благотворительных целях (в английском праве подобная форма именуется не фондом, а foundation). Корпоративные венчурные фонды обладают всеми признаками венчурных фондов, но обладают своей спецификой — это фонды с единственным инвестором, отбирающие проекты для будущего поглощения основной компанией [6, 7].

В рамках избранной организационной формы, управляющие предпочитают не получать от инвесторов прямые перечисления в имущество фонда. Это происходит поскольку период поиска стартапов для инвестирования может длиться достаточно долго и

собранные средства будут обесцениваться. Поэтому предпочтительным способом привлечения средств являются обязательства инвесторов перечислить деньги в фонд по запросу управляющей компании (commitments). Таким образом средства инвестора перечисляются по запросу управляющих. При этом выбор организационно-правовой формы венчурного фонда зависит от нескольких факторов [9]:

1. Юрисдикция инвесторов венчурного фонда.

Этот фактор во многом определяет выбор организационно-правовой формы фонда и может иметь прямые ограничения на инвестирование в определенные формы. Эти ограничения характерны для банков, пенсионных фондов, государственных инвесторов. С другой стороны, выбор организационно-правовой формы может также диктоваться косвенными факторами — потребностью в оценке, в ликвидности паев и т. д.

2. Налоговые аспекты. В частности, важным является наличие или отсутствие налогообложения самого фонда.

3. Национальное законодательство о валютном контроле либо иные административные ограничения.

Таким образом, с учетом выше изложенных факторов, возможные формы венчурных фондов можно разделить на три группы:

1. Товарищество — венчурный фонд как объединение на основе договора о совместной деятельности.

2. Траст — венчурный фонд на основе имущества в доверительном управлении.

3. Корпорация — венчурный фонд как юридическое лицо.

Преимущества и недостатки этих трех принципиально отличных организационных форм венчурных фондов отражены в табл. 1.

Таблица 3

Преимущества и недостатки венчурных фондов в форме товарищества

Преимущества	Недостатки
Подходит для создания венчурного фонда, если он позволяет обязывать участников вложить свое имущество в фонд (commitments)	Запрещает выход участников до закрытия фонда и ограничивает налогообложения взысканий на имущество фонда по обязательствам его участников
	Запрет на инвестирование в отдельные виды активов, например, в другие фонды
	Существуют ограничения чрезмерного инвестирования в отдельную фирму
	Запрет на получение займов
	Запрет на увольнение ключевых сотрудников

Преимущества и недостатки венчурных фондов в форме траста

Преимущества	Недостатки
Отсутствие дополнительного налогообложения	Учредитель практически не сохраняет прав на передаваемое имущество, при условии, что управляющий соблюдает правила управления
	Если же учредитель сохраняет за собой права на управление имуществом, то возникает риск изъятия имущества из управления (скажем, при несостоятельности учредителя)

Преимущества и недостатки различных форм венчурных фондов

Преимущества и недостатки различных форм венчурных фондов приведены в табл. 2-5.

Преимущества и недостатки традиционных организационно-правовых форм стартапа

После анализа преимуществ и недостатков форм организационно-правовой формы венчурных фондов было логично провести похожий анализ для форм организационно-правовой формы проектной компании (стартапа).

Стартапы участвуют в инвестиционной сделке, отчуждая в пользу инвестора долю в уставном капитале или дополнительные акции в обмен на финансирование проекта. Эта характерная особенность венчурного финансирования должна быть учтена при выборе организационно-правовой формы стартапа.

Первое, что следует обеспечить стартапу — это удобство для ведения своей основной отраслевой деятельности. Это предполагает ограниченную ответственность по обязательствам компании, быструю и не сложную регистрацию организации, обремененный оборот ее долей (акций), посильное налоговое бремя, понятные и приемлемые нормативные требования к бухгалтерскому и налоговому учету.

Во-вторых, стартапу следует обеспечить асимметричное участие основателя и инвестора в стартапе. Условие асимметричности означает, что в технологической компании вклад основателей, как правило, представляет собой интеллектуальную собственность или ноу-хау, а инвестор, в свою очередь, вкладывает

денежные средства в инновационный проект. Эта асимметрия вызывает дополнительное специфическое требование к организационно-правовой форме стартапа, которая должна предусматривать возможность наделения участников различным объемом прав, при котором инвестор не будет ограничивать прочих участников в управлении, но будет иметь приоритет при выходе из стартапа. В противном случае венчурный инвестор, скорее всего воздержится от инвестиционных намерений из-за повышенной опасности возврата инвестированных средств.

Таким образом, учитывая характерные особенности венчурного финансирования, в России существуют три наиболее подходящие организационно-правовые формы для стартапа — это ООО, АО и хозяйственные партнерства. В отношении последней формы следует отметить, что, не смотря на ее историческое предназначение служить «верой и правдой» технологическим стартапам, на практике эта форма оказалась самой непригодной из представленных выше форм. К наиболее заметным недостаткам этой формы можно отнести [8]:

- невозможность произвольного выхода участников в течение заранее установленного срока;
- возможность поэтапного внесения вкладов в капитал компании с наложением санкций за их неисполнение (commitments);
- хозяйственное партнерство не может учреждать или быть участником других юридических лиц;
- складочный капитал партнерства нельзя оплачивать акциями или долями в ООО;
- хозяйственное партнерство не может выпускать эмиссионные ценные бумаги (акции и облигации), что сильно ограничивает возможность создания стартапа в форме партнерства;

Таблица 5

Преимущества и недостатки венчурных фондов в форме корпорации

Преимущества	Недостатки
Позволяет осуществлять корпоративное управление и смену участников с известной легкостью	Если фонд не распродает все свои активы (то есть является интервальным или открытым), доходность можно вычислить лишь приблизительно, используя различные способы оценки стоимости долей
Инвестиционные решения (выбор стартапа для инвестирования, определение объема инвестиций, принятие решений о доинвестировании стартапа) могут решаться в рамках управления корпорацией	Корпорация является самостоятельным субъектом налогообложения
Смены управляющих фондом, переориентации инвестиционного фонда на другой рынок, распределения или реинвестирования прибыли фонда	Со средств, вложенных инвесторами в стартап, налог на прибыль будет начислен дважды: в момент реализации доли с получением средств фондом, а затем после распределения прибыли между инвесторами
Простота смены участников фонда	В ряде случаев инвестирование в венчурный фонд не позволит инвестору уменьшить налогооблагаемую базу по сравнению с ситуацией, когда он напрямую инвестирует средства в стартап
Доли в таком фонде ликвидны, и его участники могут передать или продать их и таким образом выйти из состава фонда	Существует дополнительные риски двойного налогообложения в случае, если фонд инкорпорирован за рубежом

Преимущества и недостатки ООО и АО для стартапов

ООО		АО	
Преимущества	Недостатки	Преимущества	Недостатки
Быстрая и доступная регистрация; допустимость управленческой асимметрии посредством соглашения об управлении обществом между его участниками; распространенность голосования участников без учета количества присутствующих на собрании; нотариальное заверение отчуждения долей; нотариальное заверение опциона на заключение договора; наличие сведений о владельцах долей в ЕГРЮЛ	Не получил распространения механизм дополнительных прав и дополнительных обязанностей участников; противоречивая практика по исключению участников из общества; противоречивая практика по разрешению конфликтов между участниками ООО; преимущественное право покупки доли участниками общества; запрет обществу с ограниченной ответственностью приобретать собственные доли; наличие решений, принимаемым лишь единогласно; сделки с долями ООО в силу обязательного нотариального заверения обходятся участникам дороже сделок с акциями	Допустимость управленческой асимметрии посредством обыкновенных и привилегированных акций; гибкий порядок голосования и принятия решений; возможность приобретать собственные акции не только в исключительных случаях; наличие акций, которые, в отличие от долей в уставном капитале ООО, являются ценными бумагами; возможность распределить права и обязанности между основателями стартапа и инвесторами, используя акции различного типа	Содержание акционерного общества дороже, чем ООО; продолжительность, высокая стоимость и сложность регистрации; обязательные расходы на аренду офиса; невозможен отказ от дивиденда или выплата дивиденда при наступлении условий; в уставе должен быть установлен твердый размер дивиденда (обусловленный дивиденд в РФ не возможен) или размер в процентах к номинальной стоимости акций; закон РФ «Об акционерных обществах» позволяет выплату ликвидационной стоимости лишь при ликвидации общества; законодательно установлен лимит номинальной стоимости (не более 25%) привилегированных акций, при этом, количество голосов для владельцев привилегированных акций будет устанавливаться в соответствии с номинальной стоимостью; закон «Об акционерных обществах» не дает возможности конвертации акций при наступлении определенного условия; конвертируются либо по требованию акционера-владельца, либо в установленный срок

- хозяйственное партнерство не может осуществлять рекламу своей деятельности;
- с точки зрения налогового законодательства хозяйственное партнерство представляет собой обычную организацию, а, следовательно, платит те же налоги, что и хозяйственные общества (в отличие от LLC – Limited Liability Company и LLP – Limited Liability Partnership), что делает форму совершенно бессмысленной для инвесторов.

Приведу сравнительный анализ ООО и АО с точки зрения их преимуществ и недостатков. Результат этого анализа представлены в табл. 6.

Синдикатное финансирование стартапов с участием классического и корпоративного венчурных фондов

Зачастую национальные организации не в полной мере осознают, что, несмотря на то, что находятся на национальной территории и реализуют свой товар или услугу внутри границ страны, при этом они конкурируют на международных рынках товаров и услуг [3].

Во многих высокотехнологических отраслях экономики национальные рынки являются всего лишь сегментами более крупного глобального рынка. Поэтому зачастую снижение долей национальных рынков, принадлежащих компаниям, сочетается с увеличением долей на зарубежных рынках. Этот процесс ускоряется под влиянием сближения предпочтений потребителей и интернационализации поставок, а также процессов стандартизации продуктов по мере адаптации новых продуктов к местным культурам и вкусам.

В условиях развития процессов глокализации, когда в экономической, социальной, культурных сферах развития на фоне глобализации вместо ожидаемого полного исчезновения региональных отличий происходит обратный процесс, т. е. их сохранение и усиление

[21]. Процессы глокализации отчетливо просматриваются в ходе бурного развития кластерной экономики в последние два десятилетия [5].

В связи с этим, есть ожидания, что после того, когда в мире разразилась эпидемия пандемии коронавирусной инфекции COVID-19, процессы глокализации в национальных экономиках будут развиваться ускоренными темпами [34].

Основные инструменты регионализации инновационных процессов в сфере финансирования инновационных проектов развиваются уже не одно десятилетие. К таким инструментам можно отнести практики синдикатного финансирования инновационных проектов, реализация совместных международных научно-исследовательских и научно-прикладных проектов. В частности, следует упомянуть практики по организации совместных межрегиональных и международных команд для развития НИР и ОКР. В области образования в качестве инструментов глокализации следует отметить международные межвузовские совместные образовательные программы, в которых не редко принимают участие представители разных континентов. Однако на пути ускоренного развития процессов глокализации проявляют себя факторы, препятствующие безусловному и беспелеационному развитию процессов конвергенции экономик, социальных и культурных аспектов различных стран [31].

В сфере венчурного финансирования инновационных проектов процессы глокализации проявляются в ходе решения вопросов совместного синдикатного финансирования инновационных стартапов, где одной из сторон инвестирующей в стартапы является локальный инвестор. В этой связи, в связи с активным развитием корпоративных венчурных фондов, отдельный интерес представляют характерные особенности фор-

мирования синдиката, в который входят классический и корпоративный венчурные фонды.

Процесс формирования синдиката инвесторов тесно связан с желанием сторон разделить и уменьшить свой инвестиционный риск [23]. Известно, что венчурные капиталисты обычно предпочитают инвестировать внутри страны. [12]. Поэтому, когда венчурные инвесторы инвестируют на международном уровне, они пытаются снизить риск инвестирования за пределами своей страны, вкладывая средства в синдикат и стараются не выступать в качестве мажоритарных инвесторов [19]. На практике отмечено, что, когда в состав синдиката входят как национальные, так и зарубежные венчурные капиталисты, в этом случае стартап, получивший финансирование из такого синдиката имеет более высокие темпы роста [16] и лучшие инвестиционные показатели на этапе выхода инвесторов из предприятия [13, 14]. Недавние исследования показывают также, что наличие классических международных венчурных фондов (VCs) в синдикате инвесторов может увеличить вероятность выхода инновационного предприятия на IPO [13]. Таким образом, процесс образования синдиката инвесторов используется для смягчения недостатков инвестирования в отдаленные предприятия [17].

При этом следует учитывать, что первичное публичное размещение акций (IPO) в чужой стране является для венчурных инвесторов более дорогостоящим и трудоемким мероприятием [20], что снижает привлекательность выхода за пределы своей страны для венчурных инвесторов. В свою очередь, двигателем CVC являются не столько финансовая отдача от вложений в инновационный стартап, сколько стратегическая целесообразность [11]. По этим причинам передача крупных пакетов акций корпоративному венчурному инвестору может быть рискованной для предпринимателей стартапов.

Так же следует отметить, что VCs и CVC предлагают по сути различную ценность для стартапов. Исследования показывают, что ценности, которые предлагают независимые (классические) венчурные фонды (VCs) и корпоративные CVC, могут быть взаимодополняющими [26].

Часто целью CVC является доступ к новым знаниям и технологиям для материнской организации. Поэтому стратегии выхода из проекта VCs и CVC зачастую не совпадают. В то время как у VCs часто есть запланированный выход, то у CVC этот процесс часто не является запланированным. При этом, не редко у материнской организации CVC возникает желание в поглощении инновационного стартапа [15].

Одно из главных различий между VCs и их корпоративными партнерами заключается в том, как они структурированы. Обычно CVC управляются корпоративными сотрудниками, которые не являются профессиональными инвесторами, и они заинтересованы прежде всего в сохранении своего рабочего места. Поэтому, чтобы избежать конфликтов с VCs, для этого следует понимать характерные особенности CVC, к числу которых можно отнести следующие:

- недостаток преемственности различных команд CVC;

- отсутствие желания руководителя и сотрудников CVC к риску;
- отсутствие желания CVC привлекать в стартап иных стратегических инвесторов;
- превалирование стратегического характера инвестиционного интереса;
- сильная зависимость интереса в развитии стартапа от текущей макроэкономической ситуации.

В отношении взаимной комплементарности VCs и CVC следует отметить три области, в которых CVC дополняет венчурный фонд [27]:

- технологическое ноу-хау;
- стратегия выхода на рынок;
- экспертиза предметной области.

Согласно исследования, проведенного компанией Ernst&Yang, предпочтительным способом организации синдиката между VCs и CVC является ситуация, когда VCs возглавляют сделки [18]. Основные факторы, способствующие удержанию доминирования VCs в совместных сделках следующие:

1. Превосходство в компетентности VCs в области венчурного инвестирования выше, чем у CVC.
2. Принятие управленческих решений и соответственно риски в ходе процессов инвестирования ложатся на VCs. Такое положение дел вполне устраивает менеджмент CVC.
3. Цели стартапа и VCs легче согласовывать, в силу схожести организаций в желании максимизировать прибыльность проекта. В свою очередь CVC больше стремятся увеличить выгоду материнской компании, а не стартапа.
4. Нежелание CVC обладать большим пакетом акций в стартапе по причинам высоких юридических рисков. Очевидно, что, имея крупную долю в капитале стартапа, материнская организация CVC может нести соответствующую ответственность за судебные иски против своей портфельной стартап компании. Это увеличивает риски прямых финансовых потерь, а также рост нефинансовых и репутационных рисков.

Следует также отметить, что в большинстве случаев корпоративные венчурные капиталисты имеют тенденцию оставаться ниже 20% доли в акционерном капитале. При этом представители CVC, как правило, не желают занимать должности в совете директоров по причине тех же высоких юридических рисков. Поэтому представители CVC предпочитают занимать более пассивные роли, такие как обладание правами на информацию и места для наблюдателей, т. е. они обычно стараются не участвовать в управлении портфельными компаниями. Такая позиция CVC устраивает VCs, так как в таком случае поведение CVC становится более предсказуемым для классического венчурного инвестора — партнера по синдикату.

Выводы

В работе проведен анализ феномена корпоративного венчурного финансирования. Показаны преимущества и недостатки корпоративных венчурных фондов. В частности, в работе показано:

- Четыре типа стратегий для корпоративных венчурных фондов (стратегический, финансовый, смешанный 1-го типа или маркетинговый, смешанный 2-го типа или связано-диверсифицирующий).
- Российские компании корпорации предпочитают вкладывать деньги в стартапы не напрямую, а через свои корпоративные венчурные фонды, с количеством сделок в последние годы от 30 до 50% больше, чем прямых инвестиций.
- Преимущества и недостатки трех организационных форм венчурных фондов:
 - 1) товарищество — венчурный фонд как объединение на основе договора о совместной деятельности;
 - 2) траст — венчурный фонд на основе имущества в доверительном управлении. Преимущества и недостатки: поступление средств в фонд (от инвесторов либо при реализации объекта инвестирования) не подлежит дополнительному налогообложению; существенно затруднен оборот прав участия;
 - 3) корпорация — венчурный фонд как юридическое лицо. Основные преимущества и недостатки: позволяет осуществлять корпоративное управление и смену участников с известной легкостью; со средств, вложенных инвесторами в стартап, налог на прибыль будет начислен дважды: в момент реализации доли с получением средств фондом, а затем после распределения прибыли между инвесторами.
- Анализ для форм организационно-правовой формы стартапа ООО, АО и хозяйственное партнерство. Основные преимущества и недостатки: ООО — быстрая и доступная регистрация; запрет обществу с ограниченной ответственностью приобретать собственные доли; АО — возможность приобретать собственные акции не только в исключительных случаях; содержание акционерного общества дорогое для стартапов.
- Показаны различные аспекты финансирования стартапов с участием классического и корпоративного венчурных фондов, которые отражают комплементарность такого синдиката. Основные преимущества корпоративных и классических венчурных фондов: корпоративные венчурные фонды — технологическое ноу-хау; стратегия выхода на рынок; экспертиза предметной области. Классические венчурные фонды — нацеленность на высокие финансовые результаты стартапа; удобство альянса для CVC с CVs с точки зрения снижения юридических и репутационных рисков материнской компании CVC; способность «играть в долгую» — относительно низкая чувствительность стратегического курса VCS от изменений в макроэкономической среде.

Список использованных источников

1. В. Костеев, А. Никитченко, Е. Пикулева, Н. Бобкова. Корпоративные венчурные инвестиции в России: состояние и перспективы (2014-2015 гг.). М.: НП «Клуб директоров по науке и инновациям», 2014.
2. А. И. Каширин, А. С. Семенов. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование. М.: Дело, 2010.
3. А. С. Труфкин. Особенности стратегических альянсов транснациональных корпораций на современном этапе. М.: МаксПресс, 2010.
4. Г. Чесбро. Открытые инновации. М.: Поколение, 2007.
5. Д. Д. Цителадзе. Венчурный капитал как фактор развития экономики инновационных территориальных кластеров//Инновационное развитие экономики. 2016. № 5 (35). Ч. 2. С. 79-91.
6. Д. Д. Цителадзе. Пути решения проблем финансирования инновационных проектов ранних стадий в России//Инновации. 2012. № 1 (159). С. 15-22.
7. Э. Лебре. Стартапы. М.: Корпоративные издания, 2010.
8. Р. М. Янковский. Закон стартапа. М.: Стартап, 2017. 196 с.
9. J. V. Adam. Characterizing the Technological Position of Firms, with Application to Quantifying Technological Opportunity and Research Spillovers//Research Policy 18, 2, 1989. P. 87-97.
10. H. Chesbrough, W. Vanhaverbeke, J. West (eds.). Open Innovation: Researching a New Paradigm, Oxford University Press, 2006.
11. H. W. Chesbrough. Making sense of corporate venture capital//Harvard Business Review. V. 80 (3). 2002. P. 90-99.
12. D. Cumming, N. Dai. Local bias in venture capital investments//Journal of Empirical Finance. 2010. Vol. 17. Issue 3. P. 362-380.
13. D. Cumming, A. Knill, K. Syvrud. Do International Investors Enhance Private Firm Value? Evidence from Venture Capital//Journal of International Business Studies, 47 (3), 2016. P. 347-373.
14. N. Dai, H. Jo, S. Kassicieh. Cross-Border Venture Capital Investments in Asia: Selection and Exit Performance//Journal of Business Venturing, 27 (6), 2012. P. 666-684.
15. D. De Clercq, V. H. Fried, O. Lehtonen, H. J. Sapienza. An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy//The Academy of Management Perspectives, 20 (3), 2006. P. 90-112.
16. D. Devigne, T. Vanacker, S. Manigart, I. Paeleman. The Role of Domestic and Cross-Border Venture Capital Investors in the Growth of Portfolio Companies//Small Business Economics, 40 (3), 2013. P. 553-573.
17. M. Fritsch, D. Schilder. Does Venture Capital Investment Really Require Spatial Proximity? An Empirical Investigation//Environment and Planning, 40 (9), 2008. P. 2114-2131.
18. Global Corporate Venture Capital Survey 2008-2009. Ernst & Young. 2009. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009/\\$FILE/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009/$FILE/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009.pdf).
19. I. Guler, M. F. Guillen. Home Country Networks and Foreign Expansion: Evidence from the Venture Capital Industry//The Academy of Management Journal. 2010. Vol. 53 (2). P. 390-410.
20. L. A. Jeng, P. C. Wells. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries//Journal of Corporate Finance, 6 (3), 2000. P. 241-289.
21. Khondker, Habibul Haque. Glocalization as Globalization: Evolution of a Sociological Concept//Bangladesh e-Journal of Sociology, 1 (2), 2004. P. 12-20.
22. K. Koschatzky, R. Sternberg. R&D Cooperation in Innovation Systems — Some Lessons from the European Regional Innovation Survey (ERIS)//European Planning Studies. 2000. Vol. 8. P. 487-501.
23. S. Manigart, A. Lockett, M. Meuleman, M. Wright et al. Venture Capitalists' Decision to Syndicate// Entrepreneurship: Theory and Practice, 30 (2), 2006. P. 131-153.
24. H. Mason, T. Rohner. The venture imperative: a new model for corporate innovation. Boston, MA: Harvard Business School Publishing, 2002.
25. M. V. Maula. Corporate venture capital and the value-added for technology-based firms. Doctoral dissertation. Institute of Strategy and International Business. Helsinki: Helsinki University of Technology, 2001.
26. M. Maula, G. Murray. Complementary Value-Adding Roles of Corporate Venture Capital and Independent Venture Capital Investors//Journal of BioLaw and Business, 5 (2), 2002. P. 29-34.
27. M. Maula, E. Autio, G. Murray. Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What Do They Know, Who Do They Know and Should Entrepreneurs Care?// Venture Capital, 7 (1), 2005. P. 3-21.
28. V. K. Narayanan, Yi. Yang, Sh. A. Zahra. Corporate venturing and value creation: A review and proposed framework//Research Policy. № 39. 1999. P. 58-76.
29. E. Norton, B. H. Tenenbaum. Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy//Journal of Business Venturing, 8, 1993. P. 431-442.
30. S. A. Park, A. Joseph, J. Lipuma, S. S. Park. Concentrating Too Hard? Foreign and Corporate Venture Capital Involvement in Syndicates//Journal of Small Business Management, 2019, 57 (2). P. 327-342.

31. V. Roudometof. Theorizing glocalization: Three interpretations//European Journal of Social Theory. 2016. Vol. 19 (3). P. 391-408.
32. T. W. Tong, Y. Li. Real options and investment mode: Evidence from corporate venture capital and acquisition//Organization Science, 22, 2011. P. 659-674.
33. V. Roudometof. Glocalization: A Critical Introduction. Routledge, 2016-06-10. 229 p.
34. World Health Organization. <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019>.
35. Global CVC Report. 2019. CB Insights. <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2017>.
36. Венчурные инвестиции 2018: инфографика. 2019. Incrussia. <https://incrussia.ru/understand/info-grafika-venchurnye-investitsii-2018>.

References

1. V. Kosteev, A. Nikitchenko, E. Pikuleva, N. Bobkova. Corporate Venture Investments in Russia: Status and Prospects (2014-2015). М.: NP «Club of Directors on Science and Innovations», 2014.
2. A. I. Kashirin, A. S. Semenov. Innovative business: venture and business angel investment. М.: Case, 2010.
3. A. S. Trufkin. Features of strategic alliances of transnational corporations at the present stage. М.: MaxPress, 2010.
4. G. Chesbro. Open Innovation. М.: Generation, 2007.
5. D. D. Tsiteladze. Venture capital as a factor in the development of the economy of innovative territorial clusters//Innovative development of the economy. 2016. № 5 (35). Part 2. P. 79-91.
6. D. D. Tsiteladze. Ways to solve the problems of financing innovative projects of the early stages in Russia//Innovations. 2012. № 1 (159). P. 15-22.
7. H. Lebre. Startups. М.: Corporate publications, 2010.
8. R. M. Yankovsky. Law startup. М.: Startup, 2017.
9. J. B. Adam. Characterizing the Technological Position of Firms, with Application to Quantifying Technological Opportunity and Research Spillovers//Research Policy 18. 2, 1989. P. 87-97.
10. H. Chesbrough, W. Vanhaverbeke, J. West (eds.). Open Innovation: Researching a New Paradigm, Oxford University Press, 2006.
11. H. W. Chesbrough. Making sense of corporate venture capital//Harvard Business Review. V. 80 (3). 2002. P. 90-99.
12. D. Cumming, N. Dai. Local bias in venture capital investments//Journal of Empirical Finance. 2010. Vol. 17. Issue 3. P. 362-380.
13. D. Cumming, A. Knill, K. Syvrud. Do International Investors Enhance Private Firm Value? Evidence from Venture Capital//Journal of International Business Studies, 47 (3), 2016. P. 347-373.
14. N. Dai, H. Jo, S. Kassicieh. Cross-Border Venture Capital Investments in Asia: Selection and Exit Performance//Journal of Business Venturing, 27 (6), 2012. P. 666-684.
15. D. De Clercq, V. H. Fried, O. Lehtonen, H. J. Sapienza. An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy//The Academy of Management Perspectives, 20 (3), 2006. P. 90-112.
16. D. Devigne, T. Vanacker, S. Manigart, I. Paeleman. The Role of Domestic and Cross-Border Venture Capital Investors in the Growth of Portfolio Companies//Small Business Economics, 40 (3), 2013. P. 553-573.
17. M. Fritsch, D. Schilder. Does Venture Capital Investment Really Require Spatial Proximity? An Empirical Investigation//Environment and Planning, 40 (9), 2008. P. 2114-2131.
18. Global Corporate Venture Capital Survey 2008-2009. Ernst & Young. 2009. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009/\\$FILE/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009/$FILE/SGM_VC_Global_corporate_survey_2008_2009.pdf).
19. I. Guler, M. F. Guillen. Home Country Networks and Foreign Expansion: Evidence from the Venture Capital Industry//The Academy of Management Journal. 2010. Vol. 53 (2). P. 390-410.
20. L. A. Jeng, P. C. Wells. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries//Journal of Corporate Finance, 6 (3), 2000. P. 241-289.
21. Khondker, Habibur Haque. Glocalization as Globalization: Evolution of a Sociological Concept//Bangladesh e-Journal of Sociology, 1 (2), 2004. P. 12-20.
22. K. Koschatzky, R. Sternberg. R&D Cooperation in Innovation Systems — Some Lessons from the European Regional Innovation Survey (ERIS)//European Planning Studies. 2000. Vol. 8. P. 487-501.
23. S. Manigart, A. Lockett, M. Meuleman, M. Wright et al. Venture Capitalists' Decision to Syndicate// Entrepreneurship: Theory and Practice, 30 (2), 2006. P. 131-153.
24. H. Mason, T. Rohner. The venture imperative: a new model for corporate innovation. Boston, MA: Harvard Business School Publishing, 2002.
25. M. V. Maula. Corporate venture capital and the value-added for technology-based firms. Doctoral dissertation. Institute of Strategy and International Business. Helsinki: Helsinki University of Technology, 2001.
26. M. Maula, G. Murray. Complementary Value-Adding Roles of Corporate Venture Capital and Independent Venture Capital Investors//Journal of BioLaw and Business, 5 (2), 2002. P. 29-34.
27. M. Maula, E. Autio, G. Murray. Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What Do They Know, Who Do They Know and Should Entrepreneurs Care?// Venture Capital, 7 (1), 2005. P. 3-21.
28. V. K. Narayanan, Yi. Yang, Sh. A. Zahra. Corporate venturing and value creation: A review and proposed framework//Research Policy. № 39. 1999. P. 58-76.
29. E. Norton, B. H. Tenenbaum. Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy//Journal of Business Venturing, 8, 1993. P. 431-442.
30. S. A. Park, A. Joseph, J. Lipuma, S. S. Park. Concentrating Too Hard? Foreign and Corporate Venture Capital Involvement in Syndicates//Journal of Small Business Management, 2019, 57 (2). P. 327-342.
31. V. Roudometof. Theorizing glocalization: Three interpretations//European Journal of Social Theory. 2016. Vol. 19 (3). P. 391-408.
32. T. W. Tong, Y. Li. Real options and investment mode: Evidence from corporate venture capital and acquisition//Organization Science, 22, 2011. P. 659-674.
33. V. Roudometof. Glocalization: A Critical Introduction. Routledge, 2016-06-10. 229 p.
34. World Health Organization. <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019>.
35. Global CVC Report. 2019. CB Insights. <https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2017>.
36. Venture investments 2018: infographics. 2019. Incrussia. <https://incrussia.ru/understand/info-grafika-venchurnye-investitsii-2018>.