

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

УДК 336.6

О. В. Мотовилов

КОРПОРАТИВНОЕ ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

В мировой практике одним из методов повышения эффективности инновационной деятельности компаний уже в течение длительного времени является создание собственных венчурных фондов. Российские фирмы пока делают только первые шаги в этом направлении. В статье обосновывается, что такие действия предполагают предварительное «выращивание» в компании соответствующей инновационной культуры. Образование корпоративного фонда будет оправданно тогда, когда для этого уже будут созданы необходимые внутренние предпосылки, принята долгосрочная инновационная стратегия, одним из методов реализации которой и станут венчурные инвестиции. Наиболее подходящей формой фонда является инвестиционное товарищество. Из возможных вариантов состава управляющей компании самым оптимальным признан комбинированный, включающий как собственных, так и приглашенных специалистов. Преимущество последних состоит в наличии у них профессиональных компетенций по осуществлению деятельности, связанной с инвестициями и управлением активами. Отмечена необходимость решения ряда вопросов, требующих правового урегулирования: определение понятия дочернего для фирмы венчурного фонда; фиксация в законодательстве возможности отнесения на уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль денежных средств, отчисляемых фирмами в фонды; обеспечение права управляющего фондом на ошибку при принятии инвестиционных решений. Обращено внимание на специфику фирм, уже создавших фонды: в капитале большинства из них имеются значительные доли государственного участия. Подчеркивается, что в случае безуспешности вложений это может обернуться для управляющих серьезными проблемами. Библиогр. 24 назв.

Ключевые слова: инновации, инновационная деятельность, корпоративное венчурное финансирование, венчурные фонды, спин-офф компании, стартап.

Oleg V. Motovilov

CORPORATE VENTURE FINANCING OF INNOVATIVE PROJECTS

The world practice shows for a long time that creation of own venture funds became one of methods of increase of efficiency of innovative activity of the companies. The Russian companies is doing only the first steps in this direction. The article explains that such actions require prior formation in the company of the appropriate innovation culture. Creation of corporate fund will be justified when in-

Олег Владимирович МОТОВИЛОВ — доктор экономических наук, профессор, Санкт-Петербургский государственный университет; Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7–9; o.motovilov@spbu.ru

Oleg V. MOTOVILOV — Doctor of Economics, Professor, St. Petersburg State University; 7–9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation; o.motovilov@spbu.ru

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2016

ternal prerequisites are for this purpose created, and long-term innovative strategy is accepted. It was determined that the most appropriate form of the fund is an investment partnership. It is desirable to include in structure of managing company both own, and invited experts. The advantage of invited experts consist in their professional competencies for the implementation of activities associated with investments and asset management. There was a need to address a number of issues requiring legal settlement (the definition of a corporate venture fund, the need to ensure the right of fund manager to make a mistake when making investment decisions, and others). Attention is paid to the specifics of firms which already create funds: in the capital of most of them there are significant share of state participation. In case of failure of investment it can lead to serious problems for managing company. Refs .24

Keywords: innovation, innovation activities, corporate venture financing, corporate venturing, venture capital fund, a spin-off company, startup.

Введение

Становление венчурного финансирования в нашей стране, активная фаза которого связана со второй половиной 2000-х годов и началом нынешнего десятилетия, привело к тому, что вслед за созданием венчурных фондов в значительной степени за счет государственных средств и при активном участии государственных институтов развития, прежде всего «Российской венчурной компании» (РВК), а также инвестиций частных венчурных капиталистов, возникла необходимость формирования фондов, инициаторами которых выступают непосредственно крупные компании.

Зарубежный опыт показывает, что у фирм, рассматривающих свое инновационное развитие как неотъемлемую составляющую функцию бизнеса, а в последнее время и использующих для этого различные современные концепции (модель «открытых инноваций», модель «дизайн-мышления» и др.), уже давно возник заметный интерес к созданию собственных венчурных фондов (первые из них появились еще полвека назад). По данным на 2013 г., корпоративные инвестиции в Европе составляли 7–10% от общего объема венчурных инвестиций, при этом действовало более 8200 программ корпоративного венчурного капитала¹. Как отмечалось в Открытом экспертно-аналитическом отчете о ходе реализации Стратегии инновационного развития РФ на период до 2020 г. «Россия: курс на инновации», «около 20% крупнейших компаний мира, входящих в список *Fortune 500*, имеют собственные корпоративные венчурные фонды. До 40% крупнейших компаний Европы и 60% компаний США выделяют средства на реализацию корпоративных венчурных программ» [Россия: курс на инновации, 2015, с. 31]. Собственные фонды имеют такие известные фирмы, как *BMW Group*, *Microsoft*, *Philips*, *General Electric* и др. Теперь этот опыт пытаются воспроизводить и крупные отечественные компании (АФК «Система», «Газпром», «Промсвязьбанк» и др.). Внимание к данной теме наряду с отсутствием в нашей стране опыта в этой сфере привело к тому, что в 2012 г. был дан старт проекту «Практика создания корпоративных венчурных фондов в российских компаниях», инициированному ОАО «РВК» и реализуемому Некоммерческим партнерством «Клуб директоров по науке и инновациям» при поддержке Министерства экономического развития РФ. Цель проекта — повышение мотивации и стимулирование крупных фирм к формированию собственных

¹ Компания Rusbase [сайт]. URL: <http://rusbase.com/news/5facts-cvc/> (дата обращения: 11.06.2016).

фондов, повышение ключевых компетенций и навыков их менеджеров в области корпоративных венчурных инвестиций². Отмечая недостаток как практического опыта корпоративного финансирования, так и теоретических исследований в этой области, нельзя не отметить, что похожие проблемы встречаются и в зарубежной литературе, хотя у авторов публикаций выше уровень знаний и количество научных статей по данной теме гораздо больше. Так, например, С. Ли и Дж. Кэнг отмечают, что «существует недостаток эмпирических исследований, которые выявляют взаимоотношение между инвестициями корпоративного венчурного капитала и технологической диверсификацией корпоративных инвесторов» [Lee, Kang, 2015, p. 349]. В нашей стране исследования по рассматриваемой проблематике по сути еще только начинаются, хотя уже имеется целый ряд публикаций [Авдокушин, 2013; Воронова, 2013; Джамбулова, 2015; Горобец, 2014; Нестеренко, 2012; Салимьянова, 2014 и др.].

В настоящей статье анализируются следующие вопросы: цели осуществления крупными фирмами венчурного инвестирования и возможные объекты поддержки; способы «оформления» венчурной деятельности фирм; особенности отечественной практики деятельности корпоративных фондов.

1. Корпоративное венчурное финансирование как инструмент открытых инноваций

Прежде всего, имеет смысл определить место корпоративных венчурных инвестиций (используется и более краткое понятие — корпоративный венчуринг) в общей хозяйственной практике фирм. Актуальным данный инструмент будет для тех из них, для кого давно стали нормой последовательные и систематические усилия по поддержанию и развитию своей конкурентоспособности за счет грамотно организованной и эффективной инновационной деятельности, цели которой связаны с внутрифирменным стратегическим планированием. В России таких фирм пока сравнительно мало. Ряд авторов, рассматривая разные хозяйствующие субъекты (госкорпорации и естественные монополии, крупные частные компании, многие из которых работают на рынках с олигополистической структурой), вынуждены были констатировать, что далеко не все из них демонстрируют инновационную активность [Пахомова и др., 2015, с. 7–8; Мотовилов, 2014, с. 37]. В этом проявляется, в частности, «слабость действующих в стране конкурентных стимулов на рынке инновационных проектов и отсталость используемых крупным бизнесом операционных моделей, а также организационных форм его взаимодействия с инновационными малыми и средними предприятиями» [Пахомова и др., 2015, с. 17]. Но даже для тех инновационно-активных фирм, у которых соответствующая деятельность выступает одним из ключевых факторов рыночного успеха, создание собственных фондов на современном этапе может быть неактуальным (преждевременным). Это связано с тем, что такие фонды являются лишь одной из возможных форм (причем едва ли не самой сложной) содействия реализации как внутрифирменных, так и сторонних инновационных проектов. И прежде чем создавать такой фонд, фирме следует предварительно развить творческую атмосферу и обеспечить эффек-

² Клуб директоров по науке и инновациям [сайт]. URL: <http://irdclub.ru/activity/vent> (дата обращения: 11.04.2016).

тивную организацию инновационных процессов, для чего как раз и можно задействовать другие способы, среди которых: предоставление свободного времени для творчества³, проведение на постоянной основе конкурсов инновационных идей (причем не только для своих сотрудников), создание собственного корпоративного акселератора⁴ и инкубатора и др. Последовательное внедрение этих подходов к ведению инновационной деятельности и развитию фирмы лучше подготовит ее к реализации более дорогостоящей и сложной идеи — созданию собственного венчурного фонда. Причем все это будет соответствовать популярной модели «открытых инноваций», исходя из предположения о том, что интересные перспективные идеи и новые технологии, способные стать в будущем драйверами роста, могут возникать не только внутри фирмы, но и вне ее, и их поддержка может принести ощутимую выгоду, причем отнюдь не сводящуюся только к финансовой отдаче.

К наиболее значимым целям создания корпоративного венчурного фонда можно отнести следующие:

а) поиск новых видов инновационной продукции и новых услуг, имеющих хорошие перспективы коммерциализации и способных разнообразить и дополнить основные направления бизнеса фирмы, своевременно адаптировав ее к происходящим (возможно, только начинающимся) на рынке изменениям;

б) доступ к новым для компании знаниям (результатам интеллектуальной деятельности), использование которых способно в дальнейшем существенно диверсифицировать уже сложившиеся в ней бизнес-линии, в том числе по причине возможного возникновения альтернативных технологий, которые конкурировали бы с уже существующими. А.С. Семенов и Э.Б. Гостева отмечают в связи с этим, что «корпоративные фонды и подразделения ранней стадии работают с ведущими университетами и исследовательскими центрами, занимаются поиском идей и лабораторных разработок» [Семенов, Гостева, 2013, с. 53];

в) ожидание положительного влияния в будущем на финансово-экономические показатели деятельности самой материнской фирмы за счет применения в производстве новых технических решений, разработку которых профинансировал фонд (вследствие роста производительности труда, снижения производственных затрат и др.);

г) появление конкурентной среды для специалистов собственного научно-исследовательского центра (естественно, при наличии такового), вынуждающей их активизироваться;

д) поиск талантливых специалистов (которые в итоге могут получить предложение «интегрироваться» в структуру создавшей фонд компании) и др.

³ Хрестоматийным является пример американской компании 3М, которая, поощряя личную инициативу и творчество своих исследователей, выделила им 15% рабочего времени для занятия собственными проектами и учредила правило, по которому 25% прибыли каждого подразделения должны приносить продукты, запущенные за последние пять лет [Коллинз, Поррас, 2014, с. 123].

⁴ Компания «Объединенные машиностроительные заводы» сознательно отложила на несколько лет создание корпоративного венчурного фонда и пока «занимается подготовкой почвы для него с помощью других инструментов ... в частности, проводит конкурсы инновационных проектов и реализует программы обучения своих инженеров с целью развить общую инновационную культуру» [Югринова, 2016]. Компания «создала корпоративный инкубатор-акселератор идей “Фабрика инноваций для поиска и управления талантами”... Инженеры, чьи идеи не были включены в план НИОКР, могут работать над ними на этой фабрике» [Рост через инновации, 2013, с. 23].

Г. Чесбро сводит многообразие разноплановых целей к двум основным видам: стратегическим и финансовым. Первые из них направлены на увеличение продаж и прибыли от собственного бизнеса компании, которая «стремится найти и использовать синергию между собой и новой компанией (венчуром)». Финансовые же цели — это поиск «привлекательной доходности», когда компания вследствие своего «превосходного знания рынков и технологий» стремится получить результаты, превосходящие те, которые есть у частных венчурных инвесторов [Chesbrough, 2002, p. 90].

Адресаты, получающие поддержку корпоративного венчурного фонда, могут быть разнообразными. Во-первых, это собственные внутренние и внешние венчуры. В последнем случае речь идет о компаниях двух видов: спин-офф (spin-off) и спин-аут (spin-out). На сайте «Венчурная академия» их различие поясняется следующим образом: «Спин-офф компании — компании, отпочковавшиеся от материнской корпорации в автономный бизнес. Управленческие и финансовые решения, формирование бизнес-стратегий... принимаются менеджментом этой компании самостоятельно, без контроля со стороны материнской корпорации. Материнская корпорация владеет пакетом акций/долей спин-офф компании и в любой момент может ее продать. Спин-аут компании схожи с моделью спин-офф, с тем лишь различием, что все управленческие решения подконтрольны материнской корпорации. Спин-аут компании в меньшей степени свободны»⁵.

При этом оба вида дочерних фирм могут рассчитывать на своеобразные бонусы от материнской компании, имея в виду право использовать ее бизнес-процессы и технологии, производственные мощности, сложившиеся у нее каналы продаж и другие факторы ведения бизнеса. Другим потенциальным получателем денег корпоративного фонда являются сторонние фирмы; под ними понимаются молодые технологические стартапы, а также более зрелые компании, нуждающиеся в средствах для реализации своих перспективных проектов (последний случай более характерен для фондов прямых инвестиций, однако участие корпоративного фонда в такой поддержке также возможно, если это будет соответствовать его уставным целям и методам).

Весьма оригинальную иллюстрацию потенциала собственного фонда (пусть и являющуюся частным случаем возможных направлений его деятельности) можно найти в книге Клейтона М. Кристенсена, который приводит много фактов того, как компании, считавшиеся образцовыми с точки зрения эффективности их менеджмента, исследования тенденций рынка, финансирования развития новых технологий, в итоге лишились своего господствующего положения из-за игнорирования ими так называемых «подрывных» инноваций. Автор пишет: «...“подрывные” технологии приносят на рынок совершенно новые предложения... Благодаря им появляются те же, т.е. уже существовавшие на рынке, продукты, но худшего качества. Однако эти продукты обладают другими свойствами и их ценят определенные — и обычно новые — группы потребителей. Продукты, созданные на основе “подрывных” технологий, обычно дешевле, проще, меньше и удобнее в обращении» [Кристенсен, 2004, с. 15]. Реализация проектов по производству таких продуктов непосредственно в рамках крупных компаний может быть затрудни-

⁵ Венчурная академия [сайт]. URL: http://www.academy.vc/services/corporate_venture_funds.html (дата обращения: 19.04.2016).

тельна, и один из вариантов действий — передать проекты специально созданной собственной дочерней фирме (внешнему венчуру) или найти для этого небольшую компанию, проводящую исследования в данном направлении. Их финансирование как раз и сможет обеспечить собственный фонд, получая взамен долю в капитале.

При успешном развитии бизнеса профинансированных фирм впоследствии эта доля может быть: а) уступлена той самой компании, которая создала фонд, и у нее появятся различные возможности использования полученных технологий либо реализации новой (улучшенной) продукции по имеющимся собственным каналам сбыта; б) продана заинтересованным сторонним инвесторам либо в) продана менеджменту самих этих компаний — в рамках сделки MBO (management — buy — out), а возможно и — LBO (leveraged — buy — out), если они для этого будут привлекать заемное финансирование. Варианты (б) и (в) чаще всего означают, что фирмы, в которые были осуществлены вложения (иначе говоря, поддержанные фондом проекты), по каким-то причинам оказались не интересны его материнской компании.

2. Варианты функционирования венчурного подразделения в фирме

Образованный при фирме венчурный фонд можно рассматривать в качестве специфического финансового подразделения, оформленного в виде отдельного юридического лица. Такая конструкция позволяет использовать два варианта его фондирования: во-первых, исключительно за счет денежных ресурсов самой материнской компании и, во-вторых, за счет дополнительного привлечения средств внешних инвесторов, которые могут соблазниться брендом учредителя и другими выгодами дочернего фонда. Второй вариант имеет еще и то потенциальное преимущество, что делает возможным попытку привлечь в него средства государственных институтов развития в лице Российской венчурной компании, Роснано и др.

Весьма непросто видится вопрос о выборе возможных управляющих деятельностью фонда. Ими могут быть: а) специалисты самой фирмы (однако их готовность к такой новой деятельности, требующей принципиально иных компетенций, при отсутствии необходимых знаний и опыта вызывает очень большие сомнения); б) привлеченные профессиональные команды (управляющие компании), не связанные с данной фирмой и более свободные в выборе объектов для инвестирования (однако и этот подход, когда управление венчурными вложениями по сути отдается на откуп сторонним специалистам, не бесспорный и может вызвать неприятие директоров фирмы). Представляется интересным компромиссный вариант, при котором управление фондом будут осуществлять сторонние профессионалы вместе со специалистами фирмы, одновременно приобретающими соответствующий опыт⁶. Тем самым будет учтен и важный нюанс, отмечаемый зарубежными

⁶ Например, команда созданного в 2012 г. Сбербанком собственного венчурного фонда *SBT Venture Capital* объемом 100 млн долл. включает как сотрудников самого банка, так и независимых профессионалов. Цель фонда — финансирование проектов и компаний, занимающихся разработками, результаты которых возможно использовать в банковской деятельности (так называемые *fintech*-инновации). Диапазон вложений фонда (как исключительно миноритарного инвестора) в один проект составляет 1–10 млн долл. [Михаэску]. Такой же принцип формирования управляющей компании (привлечение стороннего профессионала в области инвестиций и управления активами вдобавок к собственным специалистам) существует в Уральском федеральном университете,

исследователями: менеджеры корпоративных фондов венчурного капитала «имеют очень тесную связь со своей материнской компанией, что снижает информационную асимметрию между двумя сторонами» [Bertoni, Colombo, Grilli, 2013]⁷.

Наряду с созданием собственно фонда существуют и другие подходы к организации корпоративного венчурного инвестирования. Например, А. Ш. Касымов на основе практического опыта отмечает следующий вариант: «...создается проектная группа с определенным уровнем финансирования или просто расширяются функции подразделения, отвечающего за развитие, которое и занимается венчурными инвестициями» [Касымов, 2014, с. 82]. Е. А. Горбунов считает, что корпоративные венчурные инвестиции могут осуществляться и напрямую — без создания специальной инвестиционной структуры [Горбунов, 2010, с. 74]⁸. В таком случае это будут средне- и долгосрочные финансовые вложения фирмы, учтенные в ее балансе, причем с неочевидными результатами и, тем более, сроками возврата. Еще одна возможность, отмечаемая в литературе, — осуществление фирмой инвестиций в сторонние, независимые от нее фонды — исключает управление их средствами; в этом случае преследуются только финансовые цели без развития собственных новых продуктов и услуг. Однако отнесение такой формы к понятию «корпоративное венчурное инвестирование», на наш взгляд, способствует чрезмерному его расширению и по этой причине представляется весьма спорным. Другим примером неоднозначной трактовки этого термина является использование в качестве его инструмента создания корпоративных технопарков и инкубаторов [Корпоративные венчурные инвестиции в России, 2014, с. 39]. Интерес к данному процессу у отечественных фирм в последнее время стал заметен, и это, безусловно, положительное явление, но рассматривать его, на наш взгляд, следует лишь как форму поддержки инновационной инфраструктуры, от существования которой фирма может существенно выиграть. А будет ли в корпоративном инкубаторе предложено финансирование пришедших стартапов — это уже следующий вопрос, и даже при его положительном решении все равно надо будет определиться с тем, за счет каких средств оно может быть организовано.

3. Способы юридического оформления венчурных фондов

Одним из начальных вопросов, который предстоит решить в случае создания именно собственного венчурного фонда, является выбор организационно-правовой формы, в которой ему предстоит существовать. За сравнительно короткую историю деятельности фондов в нашей стране было опробовано уже несколько вариантов, чему способствовало и появление соответствующей нормативной базы. Для ее иллюстрации сделаем краткий исторический экскурс. 29 ноября 2001 г. был

создавшем первый в нашей стране университетский венчурный фонд (ниже об этом фонде будет сказано отдельно).

⁷ Показательный пример из отечественной практики: председатель совета директоров венчурного фонда «Коммит Кэпитал» (100%-ной дочерней структуры ПАО «Ростелеком») одновременно является и вице-президентом этой компании [Корпорации закидывают сети...].

⁸ Похожую стратегию избрала *Mail.Ru Group*, чье инвестиционное подразделение не было структурировано как корпоративный венчурный фонд, при этом имеет «диапазон сделок от нескольких десятков миллионов рублей до нескольких сотен миллионов долларов» [Корпорации закидывают сети...].

принят Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» № 156-ФЗ, согласно которому они могли быть двух типов — акционерные и паевые⁹. Исключительным предметом деятельности акционерных фондов, размещающих обыкновенные именные акции путем открытой подписки, является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты; редким примером этого вида фондов был отраслевой венчурный фонд АО «Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий» (Росинфокоминвест). Однако такая форма на практике оказалась весьма неудобной в силу законодательных ограничений, затрудняющих процесс инвестирования в проекты (например, вложения в фирмы, созданные в форме обществ с ограниченной ответственностью, были невозможны) и усложняющих процесс администрирования самого фонда, а также по причине того, что с позиции его потенциальных акционеров будущая ликвидность инвестиций представлялась слишком неопределенной. В итоге по инициативе фонда в законодательство была внесена поправка, предусматривающая возможность отказа от статуса акционерного инвестиционного фонда на основании решения общего собрания акционеров, принятого всеми акционерами единогласно. Представители фонда считают, что реализация этой меры была принципиально необходима для достижения целей его создания и нормального функционирования¹⁰, и рассчитывают на то, что принятое решение об отказе от лицензии акционерного инвестиционного фонда будет способствовать упрощению проведения сделок.

Другой формой, которая поначалу стала достаточно активно применяться и была использована для целого ряда фондов, созданных при прямом участии Российской венчурной компании, стал формат закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций. Паевые фонды венчурных инвестиций могут быть только закрытыми, что в полной мере соответствует специфике данных вложений, связанной с невозможностью получения дохода и вообще изъятия средств до тех пор, пока не будут успешно реализованы проекты тех фирм, которые решила поддержать управляющая компания. В состав их активов кроме традиционных (денежные средства на счетах и во вкладах в банках, акции российских открытых акционерных обществ и др.) могут входить и такие, чья ликвидность как в данный момент, так и в будущем, является весьма неочевидной: акции закрытых акционерных обществ, доли в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью и др.¹¹

Однако и эта форма фонда оказалась не вполне подходящей. Дело в том, что период осуществления венчурных инвестиций занимает весьма длительное время, необходимое для того, чтобы найти инновационные стартапы, оценить перспективы проектов, а также тех команд, которые пытаются их реализовать, согласовать

⁹ В феврале 2007 г. Федеральная служба по финансовым рынкам утвердила «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов». В настоящее время оно действует в редакции от 28 декабря 2010 г. (№ 10–79/пз-н).

¹⁰ Фонд Росинфокоминвест [сайт]. URL: <http://www.rosinfocominvest.ru/press-center/news/detail.php?ID=501> (дата обращения: 11.04.2016).

¹¹ Приказ ФСФР РФ от 28 декабря 2010 г. № 10–79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов». URL: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?opt=1&mb=LAW&SEM=-&NOQUERYLOG=1&lst=0&cacheid=A9056E59CFA1C71938F0F654A2EC9099&req=query&div=LAW&rnd=0.7267874722915264&&ts=0004095422404339755#0> (дата обращения: 11.04.2016).

и документально оформить все детали сделки, и проделать эту процедуру неоднократно — с каждой из портфельных компаний, в которую будет решено «вложиться» (не считая то время, которое уйдет на «просеивание» проектов и на работу с теми из них, которые в конечном итоге будут отвергнуты). Проблемой стало то, что собранные в ЗПИФ в рамках процедуры фандрайзинга денежные средства в этот период не используются по основному назначению. Анализ зарубежного опыта, когда наполнение фонда деньгами происходит лишь после того, как очередная компания для инвестирования будет отобрана, все детали сделки будут фактически подтверждены и последует предложение инвесторам внести деньги на ранее оговоренных условиях (согласно так называемому коммитменту), привел к необходимости дальнейшего совершенствования законодательной базы и появления новых типов фондов.

После принятия 28 ноября 2011 г. Федерального закона «Об инвестиционном товариществе» № 335-ФЗ появилась возможность использовать в отечественных условиях ту форму организации коллективных инвестиций, которая является основной в деятельности венчурных фондов за рубежом. Перечислим ряд ключевых особенностей введенного этим законом понятия инвестиционного товарищества: а) оно не является юридическим лицом; б) создается на срок до 15 лет; в) сторонами договора не могут выступать физические лица; г) сам договор подлежит нотариальному удостоверению; д) максимальное число участников договора — 50; е) существует два вида товарищей: один или несколько управляющих (они ведут от имени всех товарищей общие дела), а также товарищи-вкладчики. Вклад последних возможен только денежными средствами, а от управляющих товарищей помимо денег принимаются: иное имущество, имущественные и иные права, имеющие денежную оценку, профессиональные и иные знания, навыки и умения, а также деловая репутация (все это подлежит оценке в установленном в договоре порядке).

В числе предусматриваемых вышеназванным законом условий договора инвестиционного товарищества есть такие, которые касаются размера, сроков и порядка внесения товарищами вкладов в общее дело, при этом важнейшее значение имеет то, что в статье 6 заложена возможность последовательного внесения вкладов — по сути это аналог упоминавшегося ранее иностранного коммитмента. В порядке конкретизации этих условий отметим необходимость включения в реальные договоры следующих положений, призванных документально урегулировать права и обязанности участников товарищества:

- о праве управляющего товарища уведомлять вкладчиков о необходимости внесения ими определенной денежной суммы в качестве последующих вкладов для финансирования вновь одобренных проектов;
- о сроках, когда те будут обязаны это сделать;
- о возможной регулярности таких обращений, имея в виду, во-первых, в течение одного года, а во-вторых, в продолжение всего срока функционирования товарищества, а точнее — с учетом специфики его деятельности — числа лет начального периода его существования, когда обычно и производятся основные инвестиции;
- о максимальной сумме средств, которые могут быть запрошены за один раз и за все время, при этом возможно установление процентного соотношения между первоначальным вкладом и последующими;

- об ответственности товарищей за нарушение принятых на себя обязательств о внесении средств по требованию и др.

Представляется, что форма инвестиционного товарищества (не являющегося, как уже отмечалось выше, юридическим лицом) вполне подходит для организации корпоративного венчурного фонда — особенно, когда для его формирования планируется дополнительно привлекать средства сторонних инвесторов (которые будут выступать товарищами-вкладчиками). Важным условием успешной деятельности фонда (хотя и не гарантирующей ее) является грамотное составление инвестиционного меморандума — своеобразной стратегии инвестирования. Именно в нем должны быть изложены основные правила его функционирования, в том числе:

- миссия фонда и цели, преследуемые его созданием. Учитывая долгосрочный характер будущих инвестиций фонда в инновационные проекты, желательное согласование его задач со стратегическими целями самой материнской компании и ее базовой инновационной стратегией (программой инновационного развития);
- виды поддерживаемых объектов;
- регламент взаимодействия с получателями инвестиций (этапы взаимодействия, процедуры отбора проектов, формат документального оформления сделки);
- варианты возможных «выходов» (продажи своей доли) из капитала профинансированных фирм (ранее уже был дан авторский взгляд на перечисленные выше вопросы);
- комплекс положений, фиксирующих специфику именно венчурного фонда: принятие решений в условиях высокой неопределенности; определение размеров приобретаемых пакетов; допустимость неудачных соглашений, наличие права управляющей компании на ошибку;
- предельные значения принимаемого риска (по вложениям в одну компанию, по уровню принятия решений и др.);
- возможность совместных инвестиций с другими фондами или фирмами и т. д.

4. Деятельность корпоративных фондов в России

Создание компаниями собственных венчурных фондов в российских условиях — процесс неоднозначный, имеющий много различных препятствий, да и законодательно такая форма отношений пока никак не регулируется. И это может сдерживать их потенциальное желание создавать фонды (особенно учитывая, что многие отечественные фирмы, заметные не только на российском рынке, но и в мире в целом, имеют значительные доли государственного участия). Анализируя стратегию и характерные особенности развития таких фирм, И. В. Новиков отмечает у них «чрезмерно осторожное отношение к хозяйственному риску при принятии инвестиционных решений, а следовательно, и к участию в системе венчурного финансирования. Это подтверждается практикой. По данным опросов, одним из основных барьеров, препятствующих вовлечению компаний с государственным участием в систему венчурного финансирования, является негативное отношение

к данному процессу со стороны руководителей и ведущих специалистов этих компаний» [Новиков, 2015, с. 23–24].

Нельзя не признать, что такие опасения выглядят обоснованными. Возникает вопрос: понимают ли проверяющие из различных контролирующих органов специфику процесса венчурного финансирования (в частности, наличие долгосрочного горизонта инвестиций и сравнительно высокую вероятность неудачных вложений)? Ведь в противном случае это может приводить — и приводит — к возникновению судебных дел, где обвиняемым инкриминируют хищение государственных средств (не говоря уже о претензиях в более мягкой форме). Автор настоящей статьи, приводя несколько лет назад соответствующий пример, отмечал: «Неудачные вложения в фирмы, которые в итоге не смогли реализовать свои инновационные проекты ...можно трактовать как преднамеренный “вывод” денег из фонда. Такой подход чреват губительными последствиями для развития венчурной индустрии» [Мотовилов, Лукашов, 2013, с. 81–82]. Тем временем появились новые похожие уголовные дела, например, на руководителей мелких новосибирских инновационных компаний — и снова по причине хищения денег из бюджетных инвестиционных фондов¹². С одной стороны, воровство и мошенничество надо, безусловно, пресекать; с другой стороны, хочется надеяться, что (несколько настораживающая) констатация силовиков о том, что «расходы на стартап-проекты были существенно завышены»¹³, предварительно подверглась тщательной проверке. Вообще в таких ситуациях должно быть обеспечено право управляющего фондом (как вариант — управляющего товарища) на ошибку при принятии инвестиционных решений. В противном случае управление венчурными фондами, в которых есть государственные деньги (независимо от того, как такой фонд был создан — по линии Российской венчурной компании, или фирмы, в капитале которой имеется госучастие, или как-то иначе), становится весьма опасным делом, когда решение дилеммы «риск — доходность» из экономического вопроса может перейти в судебно-правовую плоскость.

Другими препятствиями для создания крупными российскими фирмами собственных фондов и осуществления ими корпоративных венчурных инвестиций, как показали результаты проведенного в 2014 г. опроса, являются: непонимание преимуществ таких фондов перед уже существующими внутренними подразделениями по исследованиям и разработкам, в силу чего собственники компаний не видят необходимости в их создании; отсутствие квалифицированных корпоративных специалистов, разбирающихся в вопросах венчурных инвестиций, и др. [Корпоративные венчурные инвестиции в России, 2014, с. 10]. Преодолению этих преград будут способствовать, прежде всего, так называемые истории успеха, которые смогут продемонстрировать «работоспособность» данной модели инновационного развития, а для этого требуется время. Но имеется и масса других причин, из-за которых собственники (менеджеры) фирм часто считают, что есть гораздо более неотложные задачи, выполнение которых нуждается в приоритетном финансировании.

¹² Российская газета [сайт]. URL: <http://rg.ru/2015/03/20/reg-sibfo/innovatory-anons.html> (дата обращения: 13.06.2016).

¹³ Там же.

Среди мер, способных поощрить российские компании к активизации корпоративного венчурного финансирования, следует предложить введение стимулирования такой практики в виде четко прописанной в налоговом законодательстве нормы об отнесении на уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль денежных средств, отчисляемых фирмами (относящимися к нефинансовому сектору экономики) на образование венчурных фондов (по аналогии с налоговым учетом затрат на исследования и разработки, разновидностью которых и являются такие вложения). Наряду с этим возможно и предоставление дополнительных налоговых привилегий; один из вариантов был предложен в упоминавшейся выше статье [Мотовилов, Лукашов, 2013, с. 79–81].

Практика уже имеющихся, правда, пока весьма немногочисленных, отечественных корпоративных фондов показывает разнообразие применяемых ими моделей венчурного инвестирования и наличие в ряде случаев интересных особенностей. Приведем несколько соответствующих примеров. Так, Медиахолдинг «Газпром-Медиа» на базе своего цифрового подразделения «ГПМ-Технологии» создал фонд *Gazprom Media Ventures*. Его деятельность планируется осуществлять по не совсем обычной схеме: фонд «не будет вкладывать деньги в приглашенные проекты, а будет продвигать компании на своих рекламных мощностях в обмен на процент от выручки (модель *media for revenue share*) или долю в бизнесе (*media for equity*)»¹⁴.

При группе «Алкор Био» образована инвестиционная компания «Алкор Финанс» для осуществления инвестиций в высокотехнологичные проекты в области биотехнологий. Основным источником фондирования являются собственные средства учредителя, хотя компания намеревается привлекать и внешнее финансирование от лиц, заинтересованных в получении прибыли от бизнеса, связанного с высокими технологиями. Поддержка проектов осуществляется в форме прямого финансирования путем перечисления денежных средств на расчетный счет проектной организации взамен получения доли в ее уставном капитале (доля определяется индивидуально в зависимости от суммы и условий финансирования, но не может быть менее 30%). Другие важные условия финансирования проектов следующие: поддерживаются проекты, предполагающие получение готового продукта в срок не более одного года с момента начала работ; размер собственных денежных средств, вкладываемых в один проект, не может превышать 3 млн руб.; предельный срок участия в уставном капитале проектной организации ограничен десятью годами, количество одновременно финансируемых проектов в год составляет не более четырех с общим объемом финансирования до 24 млн руб. в год¹⁵.

В структуре мультиотраслевого высокотехнологичного холдинга *GS Group* в 2013 г. создан корпоративный венчурный фонд *GS Venture*, имеющий статус внутреннего подразделения (Департамент венчурных проектов) и управляемый специалистами холдинга. Он призван оказывать авторам и командам перспективных инновационных технологических и бизнес-проектов комплексную поддержку, которая заключается в обеспечении: собственно инвестиций, материально-техни-

¹⁴ Информационное агентство РБК [сайт]. URL: http://www.rbc.ru/technology_and_media/04/02/2016/56b33eba9a7947e149416c32 (дата обращения: 13.06.2016).

¹⁵ Инвестиционная компания «Алкор Финанс» [сайт]. URL: <http://www.al-fi.ru/rus/comp/> (дата обращения: 22.06.2016).

ческой базы для необходимых исследований, опытно-конструкторских разработок и организации производства, помощи в выводе готовой продукции на рынок, ее рекламе и продвижении. Инвестиции составляют от 500 тыс. до 300 млн руб. в отдельный проект, при этом общий объем средств, которые холдинг планирует направить на финансирование венчурных проектов до конца 2017 г., составляет 1,5 млрд руб. Спецификой фонда является то, что он входит в территорию научно-технического развития «Технополис GS» — частный инновационный кластер в Калининградской области, резиденты которого пользуются приоритетной поддержкой (хотя не исключается и возможность удаленного финансирования при заинтересованности и целесообразности для обеих сторон)¹⁶.

Позитивной тенденцией на венчурном рынке можно считать проявление интереса у ряда российских университетов к созданию своих фондов. Это является одной из форм развития академического предпринимательства и отражает заинтересованность вузов в проведении научно-инновационной деятельности и обеспечении трансфера технологий в экономику [Мотовилов, 2016, с. 24]. Первопроходцем стал Уральский федеральный университет, при котором с 2014 г. действует «Фонд развития инноваций» как инвестиционное товарищество для развития стартап-проектов и малых инновационных компаний, возникших с его участием. Фонд имеет право приобретать доли университета в уже существующих компаниях, а также участвовать в капитале новых стартапов. Оперативное управление фондом осуществляет специально основанная дочерняя компания («Управляющий партнер Фонда развития инноваций», причем все 100% ее капитала принадлежат университету), а решения о вложении средств принимает Инвестиционный комитет с участием представителей университета, управляющей компании и авторитетных представителей бизнеса, обладающих компетенциями в различных отраслях¹⁷. Готовится к созданию собственного венчурного фонда и Университет ИТМО, где уже действует управляющая компания ООО «ИТМО Венчур Партнерс», директорами которой стали специалисты в области венчурного инвестирования. Ожидается привлечение в венчурный фонд средств Российской венчурной компании, а также частных инвесторов. Планируемый портфель фонда будут составлять как компании самого университета, так и сторонние стартапы.

Выводы

1. Предпринимаемые некоторыми российскими фирмами меры по созданию собственных венчурных фондов направлены на повышение их конкурентоспособности и соответствуют общемировому тренду. Вместе с тем такие действия предполагают предварительное «выращивание» в компании высокой инновационной культуры, а также применение и других известных способов, причем менее затратных и более понятных для собственных сотрудников. Образование корпоративного фонда будет оправданно тогда, когда для этого уже будут созданы необходимые

¹⁶ Корпоративный венчурный фонд GS Group [сайт]. URL: <http://venture.gs/news/> (дата обращения: 22.06.2016).

¹⁷ Уральский федеральный университет [сайт]. URL: <http://inno.urfu.ru/text/show/fond-razvitiya-innovaciya> (дата обращения: 22.06.2016).

внутренние предпосылки, принята долгосрочная инновационная стратегия, одним из методов реализации которой и станут венчурные инвестиции.

2. В процессе создания фонда предстоит решать много самых разных вопросов, начиная с того, должна ли идти речь именно о фонде или можно (и даже следует) ограничиться какой-либо альтернативой, например, созданием внутреннего инвестиционного подразделения. Если выбор все-таки делается в пользу фонда, то надо определиться с рядом факторов: а) с его статусом — наиболее подходящей представляется организационно-правовая форма инвестиционного товарищества; б) с управляющей компанией: пригласить для этого независимую или сформировать с нуля — в последнем случае возможны варианты: использовать собственных специалистов (скорее всего, без необходимого и весьма специфического опыта) или приглашенных (чья профессиональная деятельность уже была ранее связана с инвестициями и управлением активами) или — это видится как наиболее оптимальный вариант — использовать и тех, и других; в) со стратегией инвестирования и т. д.

3. Имеется ряд вопросов, требующих правового урегулирования (например, собственно определение понятия дочернего для фирмы венчурного фонда; четкая фиксация в законодательстве возможности отнесения на уменьшение налоговой базы по налогу на прибыль денежных средств, отчисляемых фирмами в фонды). Неоднозначной, но весьма актуальной является необходимость обеспечения права управляющего фондом на ошибку при принятии инвестиционных решений. Это особенно важно, так как в капитале большинства крупных российских компаний, уже создавших фонды или еще только проявляющих к этому интерес, имеются значительные доли государственного участия. Безуспешность вложений, а в случае именно венчурных инвестиций это весьма вероятный сценарий, может обернуться для управляющих серьезными проблемами.

4. Первые российские корпоративные венчурные фонды имеют пока весьма короткую историю. Однако уже появился их рейтинг¹⁸, в котором (за вычетом фондов институтов развития) их всего около десяти, причем доступной информации по ним пока крайне мало. Тем не менее дальнейшие перспективы этого института в нашей стране будут зависеть, в том числе, и от результатов их деятельности, анализ которых будет возможен при условии готовности заинтересованных лиц раскрывать специфические сведения, касающиеся числа проинвестированных компаний, размеров инвестиций в них, состоявшихся «выходов» (продаже акций или долей) и их характере и др.

Литература

- Авдокушин Е. Ф. Открытые инновации как элемент матрицы новой экономики // Вопросы новой экономики. 2013. № 4. С. 4–9.
- Беседа о венчурном фонде Sberbank Ventures с Мирчей Михаэску. URL: <http://futurebanking.ru/post/2407> (дата обращения: 22.06.2016).
- Воронова Г. С. Создание спиноффов и спинаутов как альтернативные стратегии корпоративных венчурных инвестиций // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. 2013. № 10. С. 80.
- Горбунов Е. А. Возможности корпоративной венчурной компании как института финансирования НИОКР в тяжелом машиностроении // Сибирская финансовая школа. 2010. № 2. С. 74–77.

¹⁸ Медиа-ресурс для технологических предпринимателей и венчурных инвесторов [сайт]. URL: <http://firrma.ru/data/analytics/6701/> (дата обращения: 04.07.2016).

- Горобец А. В. Внутрифирменные венчурные подразделения современных компаний // Евразийский союз: вопросы международных отношений. 2014. № 3–4. С. 65–70.
- Джамбулова Ш. Ж. Корпоративные венчурные фонды в России: состояние и перспективы // Двадцать первые апрельские экономические чтения. Материалы Международной научно-практической конференции. Омский филиал Финансового университета при Правительстве РФ / под ред. В. В. Карпова, А. И. Ковалева. 2015. С. 123–126.
- Касымов А. Ш. Корпоративные венчурные инвестиции // Вестн. Моск. ун-та. Сер. 21. Управление (государство и общество). 2014. № 4. С. 73–88.
- Кристенсен К. М. Дилемма инноватора. Как из-за новых технологий погибают сильные компании / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 237 с.
- Коллинз Д., Поррас Д. Построенные навечно: Успех компаний, обладающих видением / пер. с англ. В. Мишучкова. 2-е изд. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. 368 с.
- Корпоративные венчурные инвестиции в России: состояние и перспективы (2014–2015 гг.). М.: НП «Клуб директоров по науке и инновациям», 2014.
- Корпорации закидывают сети. URL: <http://www.iksmedia.ru/news/5295181-Korporacii-zakidyvayut-seti.html> (дата обращения: 28.06.2016).
- Новиков И. В. Система стимулирования малого инновационного бизнеса Москвы: проблемы и перспективы развития // Вестник Московского городского университета управления (МГУУ). 2015. № 3. С. 21–29.
- Мотовилов О. В. Формирование системы взаимоотношений между вузом и работодателями // Высшее образование в России. 2016. № 11. С. 17–27.
- Мотовилов О. В. Анализ развития национальной инновационной системы и мер по его поддержке // Инновации. 2014. № 7. С. 34–38.
- Мотовилов О. В., Лукашов Н. В. Венчурное финансирование в России и его налоговое стимулирование // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5. Экономика. 2013. Вып. 3. С. 74–82.
- Нестеренко Е. А. Методы оценки стоимости венчурного капитала // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2012. № 5–6. С. 129–143.
- Пахомова Н. В., Рихтер К. К., Малышков Г. Б., Бондаренко Ю. П. Организационно-институциональные условия формирования спроса на инновации // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5. Экономика. 2015. Вып. 2. С. 4–33.
- Россия: курс на инновации. Выпуск III. ОАО «РВК» при содействии Министерства экономического развития РФ. М., 2015. URL: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/2015_Public_report_Strategy_Innovative_Development_RU_web.pdf (дата обращения: 12.06.2016).
- Рост через инновации. Российский и международный опыт. 2013. URL: <http://www.pwc.ru/ru/innovation-survey.html> (дата обращения: 12.06.2016).
- Салимьянова И. Г. Корпоративный венчуринг в архитектуре инновационной системы предприятия // Вестник ИНЖЭКОНа. Серия «Экономика». 2014. № 1. С. 91–94.
- Семенов А. С., Гостева Э. Б. Корпоративный венчуринг — важнейший механизм «открытых инноваций» // Инновации. 2013. № 12. С. 51–58.
- Югринова Н. Венчур в приятной компании // Бизнес-журнал. 2016. № 6–7. URL: <http://b-mag.ru/2016/investitsii/venchur-v-priyatnoy-kompanii/> (дата обращения: 04.07.2016).
- Bertoni F., Colombo M. G., Grilli L. Venture capital investor type and the growth mode of new technology-based firms // Small Business Economics. 2013. Vol. 40, issue 3. P. 527–552.
- Chesbrough H. W. Making Sense of Corporate Venture Capital // Harvard Business Review. 2002. Vol. 80, issue 3. P. 90–99.
- Lee Simon U., Kang J. Technological Diversification Through Corporate Venture Capital Investments: Creating Various Options to Strengthen Dynamic Capabilities // Industry and Innovation. 2015. Vol. 22, issue 5. P. 349–374.

Для цитирования: Мотовилов О. В. Корпоративное венчурное финансирование инновационных проектов // Вестник СПбГУ. Серия 5. Экономика. 2016. Вып. 4. С. 75–91. DOI: 10.21638/11701/spbu05.2016.404.

References

- Avdokushin E. F. Otkrytye innovatsii kak element matritsy novoi ekonomiki [Open Innovations as an Element of the New Economy Matrix]. *Voprosy novoi ekonomiki [Issues of the New Economy]*, 2013, no. 4, pp. 4–9. (In Russian)

- Beseda o venchurnom fonde Sberbank Ventures s Mirchei Mikhaesku* [Talk about a venture fund Sberbank Ventures with Mircea Mihaescu]. Available at: <http://futurebanking.ru/post/2407> (accessed: 22.06.2016). (In Russian)
- Voronova G. S. Sozdanie spinoffov i spinautov kak al'ternativnye strategii korporativnykh venchurnykh investitsii [Spin-offs and spin-outs as the alternative corporate venturing strategies]. *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami: elektronnyi nauchnyi zhurnal* [Management of Economic Systems: Scientific Electronic Journal], 2013, no. 10, pp. 80. (In Russian)
- Gorbunov E. A. Vozможности korporativnoi venchurnoi kompanii kak instituta finansirovaniia NIOKR v tiazhelom mashinostroenii [Potential of a Corporative Venture as an Institution Financing Scientific Research and Development in Heavy Engineering Industry]. *Sibirskaiia finansovaia shkola* [Siberian Financial School], 2010, no. 2, pp. 74–77. (In Russian)
- Gorobets A. V. Vnutrifirmennye venchurnye podrazdeleniia sovremennykh kompanii [Intracompany Venture Units of Modern Companies]. *Evraziiskii soiuz: voprosy mezhdunarodnykh otnoshenii* [Eurasian Union: Problems of International Relations], 2014, no. 3–4, pp. 65–70. (In Russian)
- Dzhambulova Sh. Zh. [Corporate Venture Funds in Russia: Status and Prospects]. *Dvadtsat' pervye aprel'skie ekonomicheskie chteniia. Materialy Mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii. Omskii filial Finansovogo universiteta pri Pravitel'stve RF* [Twenty-first April economic reading. International scientific-practical conference. Omsk Branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation]. Eds. V. V. Karpov, A. I. Kovalev. 2015, pp. 123–126. (In Russian)
- Kasymov A. Sh. Korporativnye venchurnye investitsii [Corporate Venture Capital Investments]. *Moscow University Bulletin. Series 21. Public Administration*, 2014, no. 4, pp. 73–88. (In Russian)
- Kristensen K. M. *Dilemma innovatora. Kak iz-za novykh tekhnologii pogibaiut sil'nye kompanii* [The innovator's dilemma]. Transl. from engl. Moscow, Al'pina Biznes Buks, 2004. 237 p. (In Russian)
- Kollinz D., Porras D. *Postroennye navechno: Uspekhi kompanii, obladaiushchikh videniem* [Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies]. Transl. from engl. V. Mishuchkov. 2nd ed. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber Publ., 2014. 368 p. (In Russian)
- Korporativnye venchurnye investitsii v Rossii: sostoianie i perspektivy (2014–2015 gg.)* [Corporate venture capital investments in Russia: state and prospects (2014–2015)]. Moscow, NP "Klub direktorov po nauke i innovatsiiam", 2014. (In Russian)
- Korporatsii zakidyvaiut seti* [Corporations casts a nets]. Available at: <http://www.iksmedia.ru/news/5295181-Korporatsii-zakidyvaiut-seti.html> (accessed: 28.06.2016).
- Novikov I. V. Sistema stimulirovaniia malogo innovatsionnogo biznesa Moskvy: problemy i perspektivy razvitiia [Moscow's System of Incentives for Small Innovative Enterprises: Soft Spots and Development Prospects]. *Vestnik Moskovskogo gorodskogo universiteta upravleniia (MGUU)* [Bulletin of MGUU], 2015, no. 3, pp. 21–29. (In Russian)
- Motovilov O. V. Formirovanie sistemy vzaimootnoshenii mezhdu vuzom i rabotodateliami [The formation of a system of relationship between educational institutions and employers]. *Vyshee obrazovanie v Rossii* [Higher Education in Russia], 2016, no. 11, p. 17–27. (In Russian)
- Motovilov O. V. Analiz razvitiia natsional'noi innovatsionnoi sistemy i mer po ego podderzhke [Analysis of the development of the national innovation system and measures to support it]. *Innovatsii* [Innovations], 2014, no. 7, pp. 34–38. (In Russian)
- Motovilov O. V., Lukashov N. V. Venchurnoe finansirovanie v Rossii i ego nalogovoe stimulirovanie [Financing with Venture Capital in Russia and Tax Incentives for it]. *Vestnik of Saint Petersburg University. Series 5. Economics*, 2013, issue 3, pp. 74–82. (In Russian)
- Nesterenko E. A. Metody otsenki stoimosti venchurnogo kapitala [Methods of estimating the cost of venture capital]. *Ekonomika: vchera, segodnia, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 2012, no. 5–6, pp. 129–143. (In Russian)
- Pakhomova N. V., Rikhter K. K., Malyshev G. B., Bondarenko Iu. P. Organizatsionno-institutsional'nye usloviia formirovaniia sprosna na innovatsii [Stimulating Demand for Innovation: Institutional and Organizational Drivers]. *Vestnik of Saint Petersburg University. Series 5. Economics*, 2015, issue 2, pp. 4–33. (In Russian)
- Rossii: kurs na innovatsii. Vypusk III. OAO "RVK" pri sodeistvii Ministerstva ekonomicheskogo razvitiia RF* [Russia: a course on innovation. Issue III. "Russian Venture Company" by the Ministry of Economic Development of the Russian Federation]. Moscow, 2015. Available at: http://www.rusventure.ru/ru/programm/analytics/docs/2015_Public_report_Strategy_Innovative_Development_RU_web.pdf (accessed: 12.06.2016). (In Russian)
- Rost cherez innovatsii. Rossiiskii i mezhdunarodnyi opyt* [Growth through innovation. Russian and international experience]. 2013. Available at: <http://www.pwc.ru/ru/innovationsurvey.html> (accessed: 12.06.2016). (In Russian)

- Salim'ianova I. G. Korporativnyi venchuring v arkhitekture innovatsionnoi sistemy predpriiatiia [Corporate Venchuring Composed Architecture Innovation System of Enterprises]. *Vestnik ENGECONa. Seriiia Ekonomika*, 2014, no. 1, pp. 91–94. (In Russian)
- Semenov A. S., Gosteva E. B. Korporativnyi venchuring — vazhneishii mekhanizm “otkrytykh innovatsii” [Corporate Venturing is the Most Important Mechanism of Open Innovations]. *Innovatsii [Innovations]*, 2013, no. 12, pp. 51–58. (In Russian)
- Iugrinova N. Venchur v priiatnoi kompanii [Venture in good company]. *Biznes-zhurnal [Business Magazine]*, 2016, no. 6–7. Available at: <http://b-mag.ru/2016/investitsii/venchur-v-priyatnoy-kompanii/> (accessed: 04.07.2016). (In Russian)
- Bertoni F., Colombo M. G., Grilli L. Venture capital investor type and the growth mode of new technology-based firms. *Small Business Economics*, 2013, vol. 40, issue 3, pp. 527–552.
- Chesbrough H. W. Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, 2002, vol. 80, issue 3, pp. 90–99.
- Lee Simon U., Kang J. Technological Diversification Through Corporate Venture Capital Investments: Creating Various Options to Strengthen Dynamic Capabilities. *Industry and Innovation*, 2015, vol. 22, issue 5, pp. 349–374.
- For citation:** Motovilov O. V. Corporate venture financing of innovative projects. *Vestnik SPbSU. Series 5. Economics*, 2016, issue 4, pp. 75–91. DOI: 10.21638/11701/spbu05.2016.404.

Статья поступила в редакцию 6 июля 2016 г.
Статья рекомендована в печать 13 октября 2016 г.