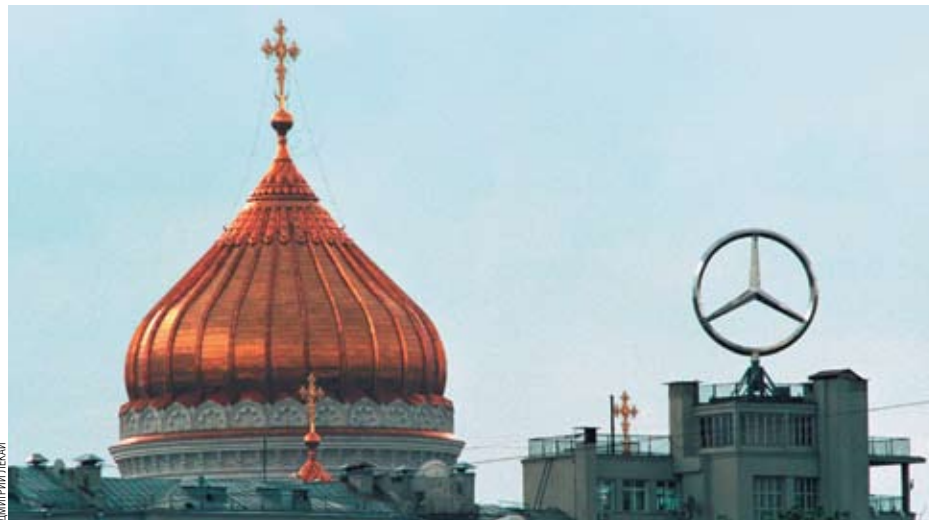


→ ных венчурных инвестиции фонда выросла почти на 4%.

Другим ярким примером государственных программ в области венчурного финансирования является израильская группа фондов Yozma («инициатива» на иврите). Фонд был создан в 1993 году правительством в момент, когда растущие технологические компании испытывали дефицит капитала, который можно было удовлетворить за счет иностранных инвестиций. Было сформировано 10 фондов, каждый управлял \$20 млн, из которых 40% составляли государственные средства, выделенные Yozma, а 60% — иностранные инвестиции. Внешний капитал дополнительно привлекала возможность выкупа участниками государственной доли в фонде в течение пяти лет по заранее оговоренной цене. Также часть средств была инвестирована Yozma напрямую в 15 компаний. Девять из них либо провели IPO, либо были поглощены крупными корпорациями. Этот успех привел к тому, что участники 9 из 10 фондов реализовали свое право выкупа доли государства в венчурных фондах. Успешное развитие с момента старта в 1993 году привело израильскую индустрию венчурного капитала на второе место в мире после США.

Если отбросить все тонкости, то в основе венчурного финансирования привычная для инвестиционного процесса схема — тот, кто вкладывает средства, берет на себя риск, а рынок финансово вознаграждает его в случае успеха. В то же время, помимо уникальных особенностей непосредственно венчурных проектов, становление соответствующей индустрии в России имеет ряд своих характерных черт. Однако международный опыт активно использовался при создании «Российской венчурной компании» (РВК), а в состав совета директоров компании входят Эско Ахо, в прошлом президент финского инновационного фонда SITRA, а также Игаль Эрлих, который является основателем и управляющим партнером группы Yozma.

**СТАДИЯ РЕШАЕТ** Главной бедой всех долгосрочных проектов в нашей стране является пресловутое отсутствие «длинных» денег. Путь от идеи до прибыльного предприятия, способного выйти на фондовый рынок или вызвать интерес на рынке слияний и поглощений, в лучшем случае может занять от 5 до 7 лет (типичные сроки участия венчурных фондов в капитале молодых компаний). Решить задачу финансирования, как и в других странах, стараются за счет средств государства. «Господдержка постепенно формируется, но объемы пока невелики, — описывает текущее положение дел начальник отдела аналитических исследований «Универ Капитал» Дмитрий Александров. — Есть тенденция к развитию адресных методов господдержки, на основе „посевного“ фонда „Российской венчурной компании“, но объем финансирования в



**СОВРЕМЕННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ ИНОГДА ПРОЯВЛЯЮТСЯ НА ВЕСЬМА НЕОЖИДАННОМ ФОНЕ — ВОЗВЕДЕНИЕ ХРАМА ХРИСТА СПАСИТЕЛЯ НЕ ОБОШЛОСЬ БЕЗ ИННОВАЦИОННОЙ ТЕХНОЛОГИИ АНОДНОЙ ГАЛЬВАНИЗАЦИИ, СОЗДАННОЙ ПРИ ПОДДЕРЖКЕ ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛА**

2 млрд руб. (всего \$67 млн) совершенно недостаточен». В то же время на самой ранней стадии, когда из творческой пены рождается жизнеспособная бизнес-идея, больших средств не требуется. «Посевной» фонд позволит преодолеть разрыв между идеей и оформленным проектом, способным заинтересовать инвестора. Главная угроза, однако, кроется в том, что средства этого фонда предназначены только для компаний, уже имеющих частное финансирование, в то время как на текущей стадии развития венчурного рынка государство может оказаться чуть ли не единственным участником, готовым к вложениям в зачатки идей, а не в бизнесы.

Впрочем, аппетит к рискам приходит по мере развития венчурной отрасли. Пока же частный инвестор делает ставку на более уверенный доход. «Разные стадии развития бизнес-идей предполагают разные риски проектов. Это означает, что для проектов на ранних стадиях инвестиции с точки зрения рисков обходятся гораздо дороже, чем для готовых к внедрению бизнес-идей», — утверждает Илья Гордюшев, управляющий директор Open Partners Investments. Поэтому частные инвесторы отдают предпочтение проектам, требующим капитал в основном для расширения — когда уже сам продукт или услуга доступны покупателям, но в то же время предприятие, хоть и приносит доходы, прибыльным еще не является. И хотя на этой стадии проекты требуют внушительных по объему вложений, срок их окупаемости оказывается решающим фактором.

«Основная особенность финансирования в венчурных проектах состоит в том, что на каждой фазе реализации, а их можно выделить, например в биотехе и фармацевтике, три, размер требуемых средств возрастает геометрически. Причем недофинансирование даже на последней стадии может привести не к „недоработанно-

му“ продукту, а к его краху и безвозвратной утрате инвестированных средств, — подчеркивает особенности процесса Дмитрий Александров. — Конечно, есть возможность попытаться продать такую недоделку кому-то более состоятельному или подкованному, но слишком часто недофинансирование вызывает непоправимые ошибки. Одна маленькая ошибка в области патентного права может обесценить все усилия, поэтому финансирование должно идти в очень большой степени именно на юридическое (правообеспечительное, лицензионное и т. д.) сопровождение проекта».

Проекты, в которые вовлечены специалисты, обладающие необходимым профессиональным опытом, являются более привлекательными для инвесторов. «Поэтому венчурный капитал подразумевает во многом не финансирование проектов, а инвестиции в людей, способных создать успешный бизнес», — отмечает Александра Джонсон, управляющий директор DFJ-VTV Augoга. По ее словам, предприниматели во всем мире одинаковы — мотивированные, трудолюбивые и преданные своему делу, но куда сложнее найти профессиональных менеджеров. «Западные фонды располагают специальными базами данных — CEO, CFO, специалисты по маркетингу... А Россия пока нарабатывает данный потенциал, так что инвестору приходится глубже вникать в сам проект и в сопутствующие составляющие, чтобы максимально эффективно рассчитать сценарии развития, оценить риски», — делится опытом участник отрасли.

Невысокая склонность к риску и небольшое число сделок, по мнению Дмитрия Александрова, придают венчурному инвестированию в России характер проектного финансирования: «Грань-то тонкая, но принципиальная разница в том, что при развитии венчурном подходе важна статистика, итоговая прибыль по портфо-

лю проектов, а не успех отдельно взятой бизнес-единицы. Плюс в России часто под „инновационное“ финансирование попадают проекты, не имеющие в себе практически никакой наукоемкой и высокотехнологичной составляющей». Итогом такого осторожного подхода станут скромные результаты, тогда как, по мнению Ильи Гордюшева, венчурные инвесторы должны рассчитывать на внутреннюю норму доходности никак не меньше 40%, ведь доля успешных венчурных инвестиций настолько же мала, насколько велика их доходность.

**КАПИТАЛ В СТИЛЕ «ТЕХНО»** Несмотря на все эти особенности, в России есть области, в которых уже сейчас происходит концентрация интереса инвесторов, а также их капитала. «Основные направления, в которые готовы вкладывать в России, в целом такие же, как и за рубежом: IT, хай-тек, биотех. Также проекты по сервисам B2B, связь, логистические решения в транспорте и природопользовании, ну и, конечно, потенциально практически все, что имеет приставку „нано-“, — отмечает Дмитрий Александров. «На сегодняшний день есть интерес к нанотехнологиям, высокотехнологичному производству, IT — хотя, конечно, инновации применяются не только в данных сферах. Интересны по-настоящему прорывные технологии в инновационных секторах российского рынка, способные изменить этот сектор или создать новый сегмент», — добавляет Александра Джонсон и приводит в качестве примера проекты в сфере альтернативной энергетики или материаловедения.

«Сейчас, например, в стадии реализации находятся проект „Виктори Фармасетикл“ по разработке ингибиторов интеграции ВИЧ-1 как компонента комплексной противовирусной терапии и проект „Микролазеры ФИРН“ по выращиванию кристаллов, производству лазерной техники и разработке оптоэлектронных изделий, — приводит примеры заманчивых проектов Дмитрий Александров. — Также в мейнстриме мировых отраслевых процессов можно назвать проект компании СОЛЕВ по спонсированию фармацевтического производства (терапия СПИДа) для фирмы „Полисан“ в Питере. Из „старожилов“ — компания „Рик-С“, разработавшая технологию анодной гальванизации, используемую при возведении как инфраструктурных, так и культовых объектов, например, храма Христа Спасителя».

В то же время о финансовых результатах вложений пока говорить рано: «Мы надеемся, что у инвестиционного фонда „ВТБ — Фонд венчурный“ будет неплохая отдача через 2–3 года, — отмечает Александра Джонсон. — Говорить о стандартных сроках отдачи от венчурных вложений пока сложно — в силу того, что это направление только начинает развиваться. Однако на Западе, как правило, возврат инвестиций происходит в течение 2–6 лет». ■

### ИННОВАЦИОННОЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО: МОЖНО ЛИ ЕМУ НАУЧИТЬСЯ?

Результаты недавнего опроса, проведенного исследователями Нью-Йоркского университета по заказу отдела адвокатуры SBA, наводят на мысль о том, что успешными предпринимателями могут быть люди, получившие навыки с помощью обучения, а не только рожденные с геном предпринимательства, как бросившие Гарвард Билл Гейтс или Марк Цукерберг из Facebook.

Исследование, проведенное среди 5 618 имеющих степень или еще заканчивающих обучение респондентов из пяти американских школ бизнеса, показало зависимость между наличием бизнес-образования и возможностями создания компаний, характеризующихся оригинальными идеями, приобретением патентов, авторских прав и созданием новых производственных технологий.

Например, среди респондентов, образовавших такие компании, 39% обучались предпринимательству против 26%, которые официально не изучали этот предмет. 86% респондентов, утверждающих, что их фирмы предлагают качественно новый продукт, также изучали предпринимательство (только 18% из тех, кто представил на рынке новый товар, говорят, что не обучались бизнесу). Среди владельцев патентов и авторских прав 75% изучали предпринимательство (только 10% учились на практике). И, наконец, 62% респондентов, утверждающих, что их фирмы используют новые технологии производства, заявили, что посещали курсы предпринимательства, против 28% тех, кто этого не делал. «Образование может оказывать влияние на создание новых инновационных фирм, — говорит Чед

Мотрэй (Chad Moutray), главный экономист отдела адвокатуры SBA. — Исследование продолжится в 2010 году опросом студентов школ бизнеса в других регионах США, а также в Китае, Азии и на Среднем Востоке».

Конечно, встает вопрос: не стремятся ли к изучению предпринимательства люди, уже склонные к тому, чтобы быть владельцами стартапов? На этот вопрос трудно ответить. И авторы исследования признают, что «склонные к предпринимательству люди могли проявить больший интерес к проводимому исследованию в силу их заинтересованности в данной тематике».

Reena Jana, Business Week, 3 ноября 2009 года  
Перевела Елена Большакова