

## ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА

**ВГ:** Но опционные схемы вполне используются в других отраслях, например в энергетике. Под них резервируется пакет казначейских акций, которые потом могут быть выкуплены топ-менеджерами.

**Я. Р.:** Опционная схема в технологических компаниях зависит от достижения определенных результатов, которые могут быть и не достигнуты, и тогда часть топ-менеджмента вообще не получит акции. А наличие опционов, которые могут быть или не быть выполнены, влияет на распределение долей, на размытие доли инвестора, которому надо абсолютно точно знать, какую долю он покупает.

Есть вопросы и по юридической форме организации. У нас для венчурных фондов используется форма тех же самых паевых фондов, что и для системы пенсионных накоплений. Но для того, чтобы сделать паевой фонд, необходимы уставный капитал в десятки миллионов рублей, профессиональные участники фондового, не венчурного, рынка, лицензированные специалисты и т. д. Все это занимает много месяцев. А за рубежом формирование фонда может обойтись в десятки тысяч долларов и занять считанные недели. У нас участвовать в таких фондах могут только «квалифицированные инвесторы», к которым есть требование по совершению определенного количества сделок с акциями на бирже. Но это совершенно не подходит для технологического рынка, где люди могут совершать одну-две сделки в год, а над каждой сделкой работают по несколько месяцев и смотрят тысячи вариантов. Мы вместе с коллегами из «Роснано» и Минэкономразвития активно работаем над новыми юридическими конструкциями для венчурных фондов, но когда появится форма инвестиционного партнерства, мы точно прогнозировать не можем.

У нас сейчас нет времени на поэтапные улучшения — на развитие технологического рынка в России должно уйти меньше времени, чем в Америке и даже Израиле. К слову, в Израиле на то, чтобы эта страна стала вторым номером в мире по технологиям, по количеству технологических компаний и инвестиций в эти компании, ушло 20 лет. У нас даже этого времени нет. Мы имеем все мозговые, финансовые и прочие ресурсы на то, чтобы сделать все это существенно быстрее. Поэтому нужны работающие инвестиционные инструменты сейчас, немедленно, чтобы они работали сегодня, а не завтра. Необходимо учитывать инерционность процесса. Надо сегодня пользоваться лучшими практиками, которые накоплены в мире по структурированию и выращиванию компаний, по взаимоотношениям с инвесторами.

**ВГ:** Сколько времени, по вашему мнению, потребуется России для развития венчурной отрасли?

**Я. Р.:** Мы оперируем периодом порядка десяти лет.

**ВГ:** Поскольку цыплят по осени считают, то и оценивать результаты работы можно будет лишь по окончании этого периода?

**Я. Р.:** Нет, мы считаем цыплят уже сейчас. Другое дело, что через шесть-семь лет должен быть уже огромный выводок цыплят. Они появляются постепенно, и к тому времени те цыплята, которые есть сейчас, уже будут большими птицами.

Мы должны думать о двух видах рыночных игроков. Первый вид — это венчурные фонды, их управляющие и их инвесторы. Через десять лет мы должны увидеть на венчурном рынке годовой объем сделок на десятки миллиардов рублей. Это означает, что объем венчурных фондов, действующих на российском рынке, должен измеряться сотнями миллиардов рублей, что должно быть достаточное количество профессиональных управляющих, у которых за спиной уже есть опыт одного, двух, трех фондов. Инвесторы должны почувствовать вкус прибыли от этого бизнеса, должны начать серийно вкладываться в такие фонды. Очень важно создать волну повторения этого успеха. Это могут быть как российские инвесторы, натре-

нированные на собственном опыте, так и крупные корпорации, богатые семьи, просто состоятельные люди, которые могут вкладывать в такие фонды существенные денежные средства. Гораздо более мощный приток игроков может быть с глобального рынка, где такие инвесторы уже существуют и давно работают. Они пока не идут в российский венчурный бизнес, поскольку есть много непонятного для них. Они еще не получают достаточно качественной информации о проектах, не видят достаточного количества профессиональных управляющих. Кстати, РВК напрямую работает над обеспечением прозрачности венчурного рынка.

Другой вид — это группа рыночных игроков, которых необходимо вырастить за несколько лет. Это портфельные компании или серийные предприниматели, которые занимаются созданием и выращиванием технологических бизнесов. Это не венчурные фонды, у них совершенно другая психология и мотивация. Это управляющие компании, акционеры, такие энтузиасты-бизнесмены, которые могут вырастить компанию. Взаимодействие двух групп и даст эффект общего роста сектора.

**ВГ:** Вы говорите, что венчурные фонды за десять лет должны дать инвесторам опыт инвестирования и опыт получения прибыли. Дали ли какие-либо венчурные инвестиции уже прибыль?

**Я. Р.:** Уже есть предпосылки к тому, что некоторые фонды в ближайшие пару лет продемонстрируют значительный успех. Но если мы говорим про цикл деятельности фонда, мы ни в коем случае не должны рассматривать этот процесс только последовательно: дескать, десять лет на одну партию фондов, десять лет — на вторую и так далее. Это должен быть параллельный процесс. Если фонд существует десять лет, то его инвестиционный период — это три года. После этого портфель сформирован, вопрос только в периодическом мониторинге и участии в повышении стоимости этих компаний. Но это обозначает, что в тот момент, когда инвестиционная активность замедляется, команда управляющих имеет ресурсы и время для того, чтобы поднимать следующий фонд. Это позволяет команде управляющих постоянно заниматься инвестиционным процессом. Именно поэтому мы говорим о том, что есть набор фондов первой волны, второй волны, планируем новые масштабные инвестиции. В какой-то момент фонды начнут множиться, в том числе при поддержке РВК. Мы будем создавать фонды третьей волны, четвертой, так, чтобы процесс достиг тех параметров, которые необходимы для выведения венчурного рынка в самоподдерживающееся состояние.

**ВГ:** Для этого нужно достичь момента, когда денег частных инвесторов станет на порядок больше, чем государственных?

**Я. Р.:** Государственные деньги вообще должны уйти с развитого венчурного рынка: они там не нужны. На технологическом рынке достаточно мотивации для частного инвестора, чтобы делать прибыль. А государству выгодно, чтобы частный бизнес в массовом порядке рисковал, тратил деньги, чтобы они были в обороте, чтобы, например, с предпринимательской активности платились налоги.

**ВГ:** То есть первоначальное участие государства в этом рынке — это некая гарантия того, что государство рискует своими деньгами и, пока есть эти вложения, оно заинтересовано в том, чтобы развивать этот сектор?

**Я. Р.:** Это слишком очевидный и не очень правильный вывод. Участие государства — это пусковой механизм, который направлен на некоторый слой наиболее активных, предприимчивых управляющих и инвесторов. Для государства эта система не рискованная. Дело в том, что деньги, которые из бюджета поступают в венчурные фонды и в итоге — в компании, все равно находятся в экономике страны. Будет ли у предпринимателей выи-

грыш или проигрыш, государство в любом случае получает кумулятивный эффект. С оборота всегда идут налоги, все равно получится несколько циклов движения этих денег, даже если прибыли нет. Другое дело, если государство является акционером, инвестором в институтах развития. Государство не рискует, но компания, которой акционер предоставил определенный объем средств, уже должна думать о рисках, о том, чтобы вернуть эти средства. В итоге стратегическая цель РВК — добиться роста объема сделок на венчурном рынке и в результате уйти с этого рынка. Просто в какой-то момент нужно изъять вложения, распродать портфель и получить, соответственно, доходы и убытки. Дальнейшая судьба РВК — это функции агента государства на технологическом рынке.

**ВГ:** Таких агентов у государства сейчас довольно много. Есть РВК, «Роснано», ВЭБ, «Сколково», инновационные программы создаются в госкомпаниях... Вы чувствуете конкуренцию в этой сфере между государственными институтами развития?

**Я. Р.:** Мы больше любим другое слово, которое по-английски звучит как *coopetition*, это соединение кооперации и конкуренции. Конкуренция хороша для снижения издержек, для повышения качества деятельности на рынке. С другой стороны, государственные институты в некоторых случаях должны дополнять друг друга, когда критически важно достигнуть цели. Так часто делалось в СССР, когда несколько организаций были направлены на решение одной задачи и кто-то обязательно решал ее лучше, чем другие. Такая «кооперация» должна быть на критических направлениях. Но там, где ресурсы государства ограничены, где нет особой критичности, но есть способы перекладывания «кооперации» на частный бизнес, там институты развития друг с другом конкурировать не должны.

Сейчас мы сотрудничаем и с фондом «Сколково», мы там соучредители, в конце концов. Мы сотрудничаем с «Роснано», у нас есть совместные инвестиции в многообещающие технологические компании. Так, мы совместно будем строить завод по производству теплоотводов для светодиодной техники и полупроводниковых элементов большой мощности. Это наша общая сделка, организованная фондом с участием средств РВК.

Но существуют и достаточно ясные отличия между институтами. «Сколково» — это платформа для развития исследовательских разработок частных компаний. Это некий набор механизмов стимулирования научно-исследовательской деятельности и ее коммерциализации. «Роснано» — отраслевая компания, задача которой добиться прорыва в конкретном направлении нанотехнологий. Эта компания действует как инвестбанк, как венчурный фонд, как прямой инвестор, они практически везде непосредственно входят в проект. У них есть в планах и создание своих фондов, но эти фонды должны иметь нанотехнологическую составляющую.

РВК не ограничена в отраслевом смысле, и, что наиболее важно, мы занимаемся ранней стадией развития технологических компаний. Если «Роснано» все-таки специализируется на поздней стадии, где необходимо развивать промышленность, заводы, то на ранней стадии нужно развивать компании, обладающие интеллектуальными правами, и компании, которые еще могут привлекать дополнительных инвесторов. Наша задача и, в частности, задача нашего фонда «посевных» инвестиций — добиться того, чтобы компании смогли привлечь следующие раунды частных инвестиций. Кроме того, мы занимаемся венчурным сектором, а это означает, что мы развиваем институт доверительного управления. Для нас гораздо важнее предприниматели и управляющие, чем сами технологии, потому что мы должны научить их привлекать средства частных инвесторов.

**ВГ:** То есть вы создаете механизмы, а не проекты?

**Я. Р.:** Непосредственно в проекты РВК не инвестирует вообще, мы даже не передаем фондам проекты, которые к нам приходят. Просто знакомим управляющих с предпринимателями. Иногда мы видим одни и те же проекты в разных фондах и с интересом смотрим, что будет.

**ВГ:** Вы не заинтересованы в том, чтобы ваши фонды не дублировали свои функции?

**Я. Р.:** Наоборот, мы считаем, что их эффективность повысится, если они будут конкурировать за один и тот же проект. При этом у нас всегда есть информация о том, что происходит с этим проектом в фондах. Мы видим, в чем разница проведения экспертизы, как фонды узнают о том, что они борются за один и тот же проект, как они начинают вступать в альянсы. Если бы мы вели себя как активный игрок, это было бы неправильно, потому что мы должны соблюдать правила конфиденциальности, принятые на этом рынке. А если проект хороший, почему не должно быть конкуренции между фондами за то, чтобы его проинвестировать? К тому же инновационная компания становится более качественной как объект для инвестиций.

При этом мы не просто знаем, что происходит с проектом, какие проекты готовятся к рассмотрению, мы еще и сами их анализируем. Наша главная задача — понять, в чем именно заключается разница оценок наших экспертов и фонда или оценок двух фондов. В итоге мы иногда получаем информацию, которой у фонда нет, и помогаем ему провести более глубокий анализ, предоставляя эту информацию. Иногда это приводит и к решению фонда не инвестировать. На сегодняшний день такое взаимодействие привело к тому, что были отказы от вложений в технологические компании на общую сумму более чем в 1,5 млрд руб. Оказалось, что риски там гораздо выше, чем изначально полагали управляющие, которые хотели инвестировать в некоторые проекты.

**ВГ:** Получается ситуация постоянного контроля. С одной стороны, управляющий знает, что он может решить все самостоятельно. С другой стороны, он понимает, что за ним все время смотрит «воспитатель», и как только управляющий вместо того, чтобы взять кубики, потянулся к розетке, ему скажут: «Не надо!»

**Я. Р.:** У нас институт и культура *due diligence* еще не развиты, так же, как и культура инвестирования и экспертизы. Очень мало людей, которые это умеют делать. И фонды могут ошибаться, и мы. Нам остается только обнаруживать разницу подходов. Поэтому мы стараемся влиять на инвестиционный процесс в режиме сотрудничества. С самого начала РВК поставила себе цель не вмешиваться в процесс, целиком полагаться на частных управляющих, но так не всегда получается. Начать с того, что паевые фонды совершенно не подходят для того, чтобы заниматься венчурным бизнесом. Есть и определенные противоречия начального периода роста, когда формировались первые фонды. Там случилось либо влияние частного инвестора на управляющих, что не должно быть вообще в венчурном фонде, либо, наоборот, полное отсутствие у инвестора волнения за результат.

Часто отсутствует и механизм мотивирования управляющих на успех всего фонда. Допустим, управляющая компания имеет право получить часть вознаграждения за успех в том случае, если фонд хорошо выйдет из компании. Но это не эквивалентно тому, что сам управляющий фондом получит соответствующее вознаграждение. Успех не всегда транслируется на тех людей, которые непосредственно заключают сделки. Но венчурный бизнес — это очень персонализированный сектор, это рынок репутаций. Здесь нельзя оценить проект стандартными способами, самого бизнеса еще нет, оценки делаются с учетом интуиции и прогнозирования. И все эти «человеческие вещи» в данном случае имеют очень большое значение.

Интервью взял ВЛАДИМИР ДЗАГУТО

## ДЕНЬГИ, КОТОРЫЕ ИЗ БЮДЖЕТА ПОСТУПАЮТ В ВЕНЧУРНЫЕ ФОНДЫ И В ИТОГЕ — В КОМПАНИИ, ВСЕ РАВНО НАХОДЯТСЯ В ЭКОНОМИКЕ СТРАНЫ



### ПРИОРИТЕТНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

Приоритетные направления инвестирования венчурных фондов, формируемых с участием ОАО РВК, определены в соответствии с утвержденным президентом Российской Федерации «Перечнем критических технологий», в который входят:

- безопасность и противодействие терроризму;
- живые системы (понимаемые как биотехнологии, медицинские технологии и медицинское оборудование);
- индустрия наносистем и материалов;
- информационно-телекоммуникационные системы;
- рациональное природопользование;
- транспортные, авиационные и космические системы;
- энергетика и энергосбережение.

## ПЕРЕДОВИКИ ПРОИЗВОДСТВА