«Товар всегда ограничен количественно, идея может служить всем одинаково хорошо и долго»

Оскар РАЦИН
руководитель Департамента инвестиционной деятельности, вице-президент, Sberbank CIB

Cbonds Review поговорил с руководителем Департамента инвестиционной деятельности, вице-президентом Sberbank CIB Оскаром Рациным о том, чем отличается российский рынок венчурного финансирования от западного, в чем заключается основной риск для венчурных компаний в России при привлечении инвестора, а также о том, какую доходность и какие отрасли для венчурного финансирования Sberbank CIB считает для себя наиболее перспективными.

– Как устроен рынок венчурного финансирования в России: можно ли сказать, что у него есть свои национальные особенности?

– Традиционно основными игроками на рынке венчурного финансирования во всем мире являются венчурные фонды. В России за последние десять лет появилось заметное число специализированных венчурных фондов. Этот рынок у нас еще крайне молодой. Силиконовая долина начиналась с Hewlett-Packard в 40-х годах, с тех пор прошло почти 80 лет. В России сегодня работают преимущественно небольшие венчурные фонды объемом до $100 млн. Эти игроки довольно быстро размещают свои инвестиции, но часто не имеют средств на поддержание долгосрочного роста портфельных компаний. Отсутствие глубины рынка — пожалуй, основной риск для венчурных компаний, привлекающих финансирование в России. В США, Азии и Европе, где суммарный объем венчурных

инвестиций превышает $150 млрд в год, рынок формируют крупные венчурные фонды с большим запасом ликвидности, что позволяет им участвовать не в одном раунде финансирования, сопровождать компании по мере их роста и постепенно расширять круг инвесторов. Для России это пока не характерно.

Однако кроме большого количества мелких игроков на российском рынке работают также пять-шесть крупных фондов, которые вышли из традиционного private equity и у которых часть портфеля аллоцирована на венчурные инвестиции (Baring Vostok, UFG, Russian Partners, Elbrus и другие). Они смотрят на венчурные инвестиции с двух сторон. Во-первых, для них это новый класс активов, более рисковых, но и потенциально высокодоходных. Во-вторых, это в определенной степени диверсификация страновых рисков, так как венчурные компании по своей модели должны быть мультирегиональными. Российские банки на рынке венчурного финансирования практически не представлены. Сбербанк начал заниматься этим направлением одним из первых. Пять лет назад был создан SBT Venture Capital. Это фонд, инвестирующий в основном в fintech-компании, которые можно развивать на платформе Сбербанка.

В 2016 году Сбербанк начал развивать новое направление — венчурное кредитование. Оно может принимать разные юридические формы, но по сути это венчурный долг, то есть обязательство, старшее по отношению к другим формам привлечения венчурного капитала. Этот инструмент новый для рынка, и мы считаем, что он потенциально очень интересен для венчурных компаний на более продвинутой стадии развития, которые ищут новые источники финансирования своего роста.

– То есть это нельзя назвать в чистом виде венчурным финансированием?

– Я попытаюсь объяснить суть инструмента на примере нашей сделки с Gett, которая была закрыта в декабре прошлого года. Для Сбербанка это был в определенном смысле психологический прорыв: от традиционного asset based кредитования к cashflow based кредитованию. У венчурных компаний нет обширных основных средств, может не быть EBITDA и прибыли, но есть интеллектуальная собственность, подтвержденная бизнес-модель, доходы и доля рынка. Немаловажна в этом случае и текущая акционерная база компании. Кредитовать такой бизнес традиционными методами, конечно, невозможно. Но при этом, наблюдая за развитием венчурных компаний, мы понимали, что этот сектор занимает все большую долю рынка. Самые дорогие компании, торгующиеся на международных площадках сейчас, — технологические. Игнорировать этот тренд было бы ошибкой. Вопрос заключался в том, как в этот сектор попасть. С одной стороны, под традиционные кредитные метрики компании не подходят, при этом у коммерческих банков есть четкие правила. С другой стороны, понятно, что, когда успешная венчурная компания вырастает, то очень быстро становится «cash rich», и заемные деньги ей уже не нужны. Необходимо было найти правильный инструмент, чтобы закрыть этот разрыв.

Наше подразделение занимается как раз такими сложноструктурированными квазиакционерными сделками: наши инструменты можно использовать так, чтобы они были интересны и банку, и подобным компаниям. Gett — как раз такой пример: мы предоставили компании заем, с ним связаны варранты, которые, помимо процентной ставки по займу, дают банку возможность получить дополнительный доход, если компания успешно реализует свои планы и ее капитализация будет расти. С другой стороны, это дает владельцам Gett доступ к капиталу для роста и не приводит к серьезному размытию акционерных долей. В этом основной интерес текущих акционеров и основателей компании, потому что инструмент, который предлагает Сбербанк, менее дорогой с точки зрения размытия их долей в компании.

– Пайплайн таких сделок сейчас у банка есть?

– Совместно с нашими службами рисков мы создали и утвердили методологию работы с такими сложными сделками. Основной задачей было снабдить всех специалистов банка инструментарием, позволяющим правильно анализировать подобные бизнесы. Оценивать такие проекты только с точки зрения кредитоемкости некорректно. Именно поэтому в рамках сделки с Gett мы разработали специальную методологию оценки. Теперь задача — выстроить из этого направления отдельный бизнес. Он будет не столь масштабным, но это должен быть потенциально очень интересный бизнес. Во-первых, он позволяет нам участвовать в венчурной экосистеме. А во-вторых, мы ведь смотрим не только на российские компании, мы не замкнуты на наш региональный рынок, не имеем жесткой географической привязки. Нам интересны компании, у которых есть потенциал выхода на международные рынки. Поэтому у нас есть все основания полагать, что этот бизнес внутри банка будет расти, и в ближайшие годы мы сможем закрыть ряд ярких и потенциально высокодоходных сделок.

– Кстати, почти все венчурные фонды в России сегодня имеют глобальный фокус инвестирования, хотя еще несколько лет назад все было иначе. Почему так складывается, что российские деньги идут не в Россию? Это значит, что в России инвестировать не во что?

– Экономика венчурного инвестирования довольно специфическая: статистически доказано, что «выстреливает» одна сделка из десяти, и она должна стать суперуспешной, чтобы закрыть потери по предыдущим десяти и показать доход на инвестиции. Если вы начинаете ограничивать себя каким-то одним регионом, то эта пропорция может стать гораздо ниже. Если у вас чисто региональный портфель, высок риск того, что он не сможет вырасти настолько, чтобы компенсировать потенциальные убытки по остальным проектам. Чисто математически это невозможно. Поэтому работать исключительно с российскими проектами более рискованно. Вместе с тем, если у компании есть связь с Россией, это большой плюс. Так получилось, к примеру, в случае с Gett: основатель компании родился в России, вырос в Израиле, несколько лет работал в Калифорнии, он русскоговорящий. Продать свою историю тоже надо уметь, а если ты продаешь ее на русском языке российским банкирам, это может быть проще и эффективнее. С другой стороны, в бизнесе Gett 30% приходится на Россию. Для компании и ее инвесторов это важный рынок.

Не нужно забывать, что есть большое количество российских пред-

принимателей, а также математиков и физиков, которые являются идеологами и основателями интересных стартапов, венчурных компаний. Центры операций и рынки сбыта могут базироваться где угодно, а разработчики, например, находятся в России, потому что это дешевле, чем держать их в Силиконовой долине. Так что связи с Россией не пропадают.

– Давайте вернемся к сделке с Gett: в чем особенность структуры, которую вы в итоге нашли для финансирования этого бизнеса?

– Мы предоставили головной компании Gett заем на семь лет. К нему привязаны варранты, то есть право купить акции Gett и продать их. Зафиксирована цена, по которой мы их приобретаем, в случае наступления событий ликвидности мы покупаем акции и сразу же имеем право продать их. Разница между ценой покупки и продажи собственно и является тем дополнительным доходом для банка, который покрывает его риски. Это довольно простая классическая структура. При этом Сбербанк является единственным кредитором компании.

– Возможно ли в будущих сделках применение структур с использованием облигаций, например?

– Конвертируемые облигации — это традиционный инструмент, однако в России он не так популярен и развит, у нас в портфеле его пока тоже нет. По сути, это разные оболочки со схожей экономикой. Это могут быть акции с правом на погашение/выкуп или кредит с правом конвертации в equity, но суть примерно одна и та же.

– Есть ли у вас сейчас в работе какие-то новые сделки, связанные с венчурным финансированием, и в каких именно секторах?

– У нас есть внутренняя задача сделать две-три сделки до конца года. Мы смотрим практически на все сектора, за исключением электронной коммерции.

– Почему не рассматриваете e-commerce?

– Это сравнительно высококапиталоемкий и низкомаржинальный бизнес. Зато мы внимательно смотрим на IT, на все, что связано с программированием, мы хотели бы поучаствовать в компаниях, связанных с Internet of Things. Мы с интересом смотрим на сектор healthcare. В принципе, наша задача на данном этапе сводится к тому, чтобы правильно выстроить отношения с венчурными и private equity фондами, которые инвестируют в венчурный сектор. У нас нет цели проанализировать все компании, которым может быть интересен наш продукт. Это большие объемы информации и разные отраслевые компетенции, для этого нужны значительные ресурсы. Гораздо эффективнее работать в связке с венчурными фондами, которые проводят собственную экспертизу проектов. В этом случае мы видим ту работу, которую фонды провели по анализу рынка, бизнес-модели, построению финансовых прогнозов и так далее. И самое главное, мы предоставляем финансирование венчурной компании, у которой есть акционерная поддержка и «подушка» из акционерного капитала. Кроме того, если фонды большие, у них есть средства, чтобы впоследствии поддержать еще один раунд финансирования. Потому что основной риск для венчурной компании заключается в том, что она не сможет привлечь средства на следующий раунд: либо идея не реализовалась, либо просто рынок неудачный, и владелец бизнеса не может найти инвестора. В этой ситуации, если у венчурного проекта есть текущая крепкая акционерная база, то этот риск значительно меньше.

– Фонды тоже заинтересованы в сотрудничестве с вами?

– Конечно, фонды заинтересованы в том, чтобы банки участвовали в подобных сделках, потому что долговое финансирование приводит к отсутствию или меньшему размытию акционерных долей. Балансирующим фактором является старшинство обязательств компании перед банком по отношению к требованиям акционеров. Фонды готовы делиться результатами своего анализа и при необходимости даже поддержать компании для того, чтобы те рассчитались с банком. Это такая «экосистема»: если у фондов хорошая история работы с банком, они понимают, что могут в следующий раз с новыми проектами обратиться в банк и так далее. Найти правильный баланс интересов — это очень важно.

Посмотрите на опыт Силиконовой долины, где существует Silicon Valley Bank: это один из самых крупных банков, которые предоставляют венчурное кредитование. Доля non performing loans у него меньше 1%, хотя он активно финансирует венчурную индустрию. Таких показателей банку удалось добиться в основном потому, что он кредитует те компании, у которых проверенный состав акционеров, готовых оказать поддержку венчурному проекту, чтобы рассчитаться с кредитором.

ОТСУТСТВИЕ ГЛУБИНЫ РЫНКА – ОСНОВНОЙ РИСК ДЛЯ ВЕНЧУРНЫХ КОМПАНИЙ, ПРИВЛЕКАЮЩИХ ФИНАНСИРОВАНИЕ В РОССИИ

– Какая статистика по NPL в венчурном кредитовании в России?

– У нас в стране такой статистики нет. Но мы понимаем, что венчурный кредит в ситуации, когда у компании дела идут плохо, быстро превращается в акционерный капитал. То есть по своей экономической сути этот инструмент близок к акционерному финансированию.

– Какой объем портфеля таких проектов вы планируете сформировать на горизонте пяти лет?

– На данном этапе мы ставим довольно скромные задачи — размещать порядка $100 млн в год. При этом оптимальный объем сделки, на мой взгляд, составляет $20–30 млн. Наша идеология такова: мы хотели бы, чтобы в компаниях, в которые мы инвестируем, доля банка в общем объеме привлеченных средств составляла от 10% до 20%. Если вы возьмете пример Gett, общий объем средств, который они привлекли, составляет порядка $640 млн, мы предоставили $100 млн из этой суммы. Это классическое разделение рисков. Накануне нашей сделки в Gett инвестировал Volkswagen, это помогло и нам, потому что мы увидели крупного партнера, который обладает условно неограниченными ресурсами и которому стратегически важно развивать направление Mobility, частью которого стал Gett. Мы рассчитываем, что $300 млн, которые предоставил Volkswagen, и $100 млн, которые выделил Сбербанк, компании должно хватить, чтобы выйти на безубыточность. Это ключевой тезис. Риск дофинансирования необходимо снять. Если компания становится безубыточной, она может существовать самостоятельно и уже в меньшей степени зависит от средств акционеров.

– Какую доходность по портфелю венчурных проектов вы хотели бы видеть?

– Доходность должна соответствовать риску. У нас нет никакого потолка, но мы полагаем, что эта цифра должна находиться на уровне 20%+.

– В России государство играет весьма активную роль на рынке венчура. Хорошо это или плохо? Какой должна быть роль государства на рынке венчурного финансирования?

– Я думаю, что государство играет большую роль на ранних этапах развития рынка, и не только в России. Посмотрите на Калифорнию: она развивается как передовой регион во многом именно благодаря тому, что в этом штате принимают регулирование, которое стимулирует развитие новых отраслей, гораздо раньше и быстрее, чем в других штатах. Через регулирование государство обязательно должно в рынке участвовать. Но регулировать без финансовой поддержки тоже невозможно. Поэтому в той же Калифорнии законодательные инициативы обязательно сопровождаются определенными дотационными мероприятиями для производителей и венчурных компаний, чтобы делать их конкурентоспособными.

У нас в стране есть «Сколково», Российская венчурная компания, есть Фонд Развития Интернет-Инициатив, другие институты, которые занимаются поддержкой венчурных компаний. Это, наверное, очень правильно, потому что альтернативных источников финансирования проектов на ранней стадии не так много. У нас еще нет развитого «ангельского» сообщества, которое финансирует проекты на ранней стадии. В отсутствие коммерческой инфраструктуры государство, конечно, должно в этом рынке участвовать.

– Тот самый баланс интересов, о котором вы говорили, в этом случае сохраняется?

– Мне кажется, что да. Я не берусь судить об эффективности, но само присутствие государства на этом рынке играет позитивную роль. Мы, конечно, смотрим на более поздние стадии роста, поэтому только рады, что в лице государства есть поддержка, которая позволяет венчурным компаниям дорастать до размера наших интересов.

– На проекты из Долины вы смотрите, анализируете их? Повлияли ли как-то санкции на этот процесс?

– Свой пик мировой рынок венчурных инвестиций прошел в 2015 году, но он до сих пор очень разогрет с точки зрения объема денег, которые гоняются за инвестиционными возможностями. Сделки происходят крайне быстро: по статистике, в Долине средний срок закрытия сделки составляет менее двух месяцев. На этом рынке все строится в гораздо большей степени на отношениях, на идее. Если брать традиционные кредитные отношения, то уложиться, вписаться в эти потоки, ритмы достаточно сложно. Именно по этой причине нам важно иметь среди ключевых партнеров крупные фонды: они просеивают через себя этот поток идей, информации, возможных сделок. Мы можем использовать их работу, для того чтобы концентрироваться на том, что позволит добежать до финиша. По этой самой причине в Долине мы не активный участник, но если оттуда будут приходить проекты, мы с удовольствием будем с ними работать.

Санкции, конечно, влияют на интерес со стороны иностранных контрагентов к сотрудничеству с российскими институтами, но это не определяющий фактор. Знаете, говорят, товар всегда ограничен количественно, а идея ничем не ограничена и может служить всем одинаково хорошо и долго, вне зависимости от политической или экономической конъюнктуры.

– Видите ли вы потенциал роста у рынка венчурного финансирования в России? Вернутся ли высокие темпы роста?

– Это естественная функция развития экономики: если мы выйдем из кризиса и перейдем к росту, конечно, деньги появятся. У нас в стране есть хорошая математическая и IT-база, есть интеллектуальный потенциал. В этих условиях очень важны зрелость рынка и наличие правильных инструментов. Если у тебя есть идея, найти деньги, по крайней мере сейчас, можно, и не только в России. По этой причине многие венчурные проекты не спешат брать финансирование в России, потому что в дальнейшем им будет сложно привлекать дополнительные раунды. Гораздо проще поехать в Штаты или Европу, найти акселератора, который выделит начальный капитал и поможет в организации и продвижении бизнеса за 5-10% долевого участия в компании. Российские инвесторы часто сразу требуют 51-процентный пакет и полный контроль над всем. Наш рынок более агрессивный: мало статистики и нет установившейся системы взаимоотношений. Это определенный тормоз для развития, но ситуация будет постепенно меняться.

– В каких отраслях, направлениях вы видите наибольший потенциал в ближайшем будущем для венчурных инвесторов: где наибольший рост, профит и возможности?

– Таких направлений много: это AI, роботизация, blockchain, healthcare, virtual assistants, Internet of Things (IoT), о котором много говорят последние годы — когда все ко всему подключено. Наверное, скоро эти технологии действительно приведут к тому, что ваш холодильник будет сам заказывать молоко, как сейчас шутят многие. Но ведь уже сейчас вы, к примеру, можете легко с помощью смартфона контролировать, как работает система отопления в доме. Количество пользователей таких сервисов будет колоссальными темпами расти. IoT, поставляя данные для систем искусственного интеллекта, создаст вокруг человека систему, которая будет постоянно развиваться, переходя от поиска корреляции к объяснению и предсказанию причин тех или иных действий и событий. Как говорят футурологи, понятие «компьютер» в конце концов исчезнет. Он будет везде, так же, как электричество, которое сегодня уже не воспринимается как что-то особенное. Вокруг вас будет некая система, и она будет жить самостоятельно, будем надеяться, на пользу человеку. Это большое направление для венчурных инвестиций.

E-commerce тоже продолжит расти. Мы видим, насколько сильно он влияет на ритейл, особенно на развитых рынках, в частности в Северной Америке, где сети гипермаркетов, аутлетов переживают тяжелые времена. Главное, что дает e-commerce — это удобство приобретения и прозрачность ценообразования. Пользователь получает возможность, посмотреть весь ассортимент, сравнить цены, выбрать и тут же получить товар, не сходя с дивана. Это, конечно, будет востребовано и приведет к переделу на рынке. В России будет происходить то же самое.

Очень серьезные преобразования грядут в сфере транспорта. Аналитики прогнозируют, что в 2025 году до 50% продаж автомобилей будет приходиться на машины с автономным управлением. Это серьезно поменяет ситуацию в отрасли. И не только: поменяется демография и планировка городов, то, как люди живут.

Жизнь так быстро меняется, что оставаться за бортом, игнорировать эти изменения невозможно. Мы понимаем, что это направление необходимо для развития нашего бизнеса. Кроме того, мы хорошо понимаем, что эти технологии потенциально являются большими disruptors: они могут очень быстро поменять любую индустрию. Традиционно приводят пример Kodak, который был лидером в своей индустрии, изобрел цифровую фотографию, но сознательно отказался от этой технологии и пал жертвой этого решения. Где Kodak сейчас? В этом плане мы как банк должны понимать, какие основные тренды характерны для ключевых индустрий, потому что у Сбербанка как у крупнейшего финансового института огромная экспозиция на заемщиков из всех секторов экономики, и если не все компании сами эффективно отслеживают тренды в своих отраслях, то мы должны делать это за них, так как являемся большими стейкхолдерами в их бизнесах.

Ну и в конце концов, как я уже говорил, нужно найти правильные инструменты, которые позволят нам стать участником в этом бизнесе.

– Одной из горячих тем на рынке венчуров является финтех-индустрия. Вы верите в то, что эти компании способны изменить всю архитектуру индустрии финансов?

– Я согласен с тем, что эта тема несколько перегрета, достаточно посмотреть на то, как сейчас оцениваются финтех-компании в мире. В чем их преимущество? В том, что они очень мобильные и быстрые. Они гораздо быстрее, чем такие крупные институты, как банки. При этом они не регулируются так, как банки и предоставляют часто какую-то одну конкретную услугу. Если это, к примеру, платежи, то они могут сделать более эффективную систему платежей. Но предоставить комплекс банковских услуг они не в состоянии. Как только такие компании начинают свою модель менять, становиться универсальными, то тут же подпадают под регулирование и теряют свои основные конкурентные преимущества в скорости и эффективности. Конечно, традиционные банки будут терять часть своей рыночной доли. Но конкуренция — это хорошо. В полное вырождение банков в ближайшей перспективе я не верю. Да, банковские услуги станут еще дешевле и доступнее. Банки будут преображаться, но деньги-то никуда не денутся, посредники на финансовом рынке по-прежнему будут нужны.

Беседовала **Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА**

НА ДАННОМ ЭТАПЕ МЫ СТАВИМ ДОВОЛЬНО СКРОМНЫЕ ЗАДАЧИ – РАЗМЕЩАТЬ ПОРЯДКА $100 МЛН В ГОД. ПРИ ЭТОМ ОПТИМАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ СДЕЛКИ – $20–30 МЛН