

ЛИЦА



Алексей Калинин:

«Люди считают, что наши сегодняшние оценки несправедливы»

Деятельность Baring Vostok Capital Partners всегда была ориентиром для других российских фондов прямых инвестиций. Соуправляющий партнер BVCP уверяет, что и сейчас у них все хорошо. Нужно лишь подождать, пока вендоры умерят свои запросы.

Алексей, как бы вы охарактеризовали текущее состояние рынка private equity в России? И что изменилось с началом кризиса?

- Вначале надо уточнить, о чем именно мы говорим, поскольку в России есть одна особенность. Она связана с источником денег для прямых инвестиций. Если во всем остальном мире, включая развивающиеся рынки, основа таких сделок - это средства институциональных инвесторов (пенсионных фондов, хедж-фондов, страховых компаний и т.д.), то в России в докризисный период, по нашим оценкам, 90-95% денег на рынке были деньгами российских ФПГ. Соответственно, на фонды, «поднятые» нами, Russia Partners, Delta [Private Equity Partners] и др., приходилось 5-10% от общего объема рынка. Эту особенность надо иметь в виду, когда мы говорим о private equity в нашей стране. Имея большой объем «неинституционализированных» денег, рынок однозначно был перегрет, недооцененных компаний просто не было, и возможность заработать фонду private equity какой-то нормальный доход имела только в каких-то быстрорастущих сегментах. И все искали такие сегменты, где рост составлял не менее 20-30% в год. Сейчас природа рынка совершенно другая. Многие российские инвесторы имеют проблемы с долгами – им не до активных вложений. Не в лучшем положении и компании-объекты инвестиций: одним нужно решать проблемы с долгами, другим - искать источники для развития бизнеса. В такой ситуации активными игроками на этом рынке становятся банки.

А по какой причине фонды до кризиса почти не использовали заемное финансирование для совершения сделок?

- Опять же надо уточнять, какие именно фонды. Классические фонды прямых инвестиций действительно мало использовали кредитный рычаг. У нас, например, было только две таких сделки, хотя и имелся выход на дешевое западное кредитование. Но дело в том, что природа выкупа компании с кредитным рычагом в России отличалась от таких сделок в Штатах или Европе. Было две проблемы с привлечением долгового финансирования для традиционных проектов private equity. Во-первых, в большинстве случаев мы

имеем дело с компаниями малоструктурированными, непрозрачными. Под их баланс трудно привлечь финансирование под залог акций. А во-вторых, мы работали с компаниями с огромным потенциалом роста, как органического, так и консолидационного. В этом случае обременение бизнеса долгами, связанными с его поглощением, сужало бы возможности финансирования его роста. Мы имели возможность и без рычага получать неплохую доходность, инвестируя в быстрорастущие сегменты. А в Америке и на других развитых рынках такой возможности нет уже давно, поэтому фонды использовали рычаг, чтобы повысить уровень доходности, которая без этого рычага оказалась бы более чем скромной. Никто не стал бы заниматься private equity с такой доходностью.

Но на самом деле, сделок с leverage (*кредитным рычагом - «Ф.»*) в России было много. Все олигархи так работали. Все, кто активно занимался поглощениями, использовали большой финансовый рычаг. Чем и обусловлено обилие margin calls сегодня.

Сейчас рычаг всё менее и менее доступен. Хотя, наверное, банки найдут какую-то форму, как снова этот рычаг использовать - у них нет другого выхода. Сегодня банки, особенно государственные, Сбербанк и ВТБ, которые активно кредитовали реальный сектор, оказались в ситуации, когда у них качество обеспечения либо акции, либо активы компаний, не справляющихся с долговой нагрузкой. И здесь находится новый источник интересных сделок для фондов, поскольку заменять долг на акции - все-таки не основная работа банков, они настроены на другое, на кредитование. И несмотря на то, что созданы «Сбербанк Капитал» и т.д., я считаю, что без специализированных управляющих компаний не обойтись. Возможно, возникнут какие-то новые формы взаимодействия банков и фондов private equity, которые в сложившейся ситуации являются естественными партнерами. Думаю, это тот интересный тренд, который мы увидим в ближайшее время. И там будет использоваться рычаг, безусловно, потому что это соответствует природе банков.

Но у управляющих компаний сейчас много своих проблем. Кто-то просто не смог поднять новые фонды...

- В сегодняшних условиях новые деньги поднять очень сложно, это понятно. До кризиса успели собрать мы и Russia Partners... Ну, так повезло...

Но если, опять же, уточнить, о чем речь, то вы собрали не деньги, а commitments (обязательства инвесторов фонда предоставить средства в момент заключения сделки в пределах заранее оговоренных сумм - «Ф.»). Вы уверены, что инвесторы их выполнят?

- У нас пока не было таких проблем. Мы проводим регулярные встречи с инвесторами, объясняем, откровенно рассказываем о текущей ситуации. И у наших инвесторов пока нет каких-то негативных настроений, они в целом нам доверяют. Единственное, о чем нас иногда просят, - инвестировать не слишком динамично, а постараться растянуть этот процесс по времени. Но это не противоречит нашей стратегии, потому что сегодня инвестировать не очень-то просто.

Вы сказали, что инвестировать сегодня не очень просто. Почему?

- В силу ряда объективных причин. Первая причина: те бизнес-планы, которые нам сегодня приносят, они, как правило, писались год-полтора назад, когда рынок рос, цены росли и все прогнозы и допущения делались на основе этого. Но базироваться на прошлогодних оценках - вообще нереально.

Вторая причина - она психологическая, я считаю. Владельцы частных бизнесов еще не скорректировали свои ожидания. У них в голове остались какие-то старые мультипликаторы и оценки. Ведь люди всегда исходят от достигнутого. Как это? В прошлом году моя копания стоила 10 EBITDA, почему сегодня она должна стоить 5?! Люди считают, что те предложения, которые мы им сегодня делаем, несправедливы.

А почему вы изменили оценки? Кризис, конечно, мог повлиять на финансовые показатели компании, но необходимость уменьшения мультипликаторов неочевидна.

- Я объясню. Мультипликатор - это отражение рисков, которые видит инвестор. Они связаны как с экономикой в целом (перспективы роста, инфляция, валютный курс), так и с конкретной компанией (прогнозируемость, реалистичность ее бизнес-планов, их чувствительность к изменению базовых предположений, доступность источников финансирования). Скорее всего, этот кризис - часть какого-то более долгосрочного цикла. И такого «горячего» рынка, который был в 2007-2008 годах, не будет, наверное, ещё лет десять.

Более того, российский рынок в нынешнем состоянии (июль 2009 года) выглядит переоцененным по сравнению с другими развивающимися рынками. Многие думают, что вот пройдет 2-3 года и рынок восстановится. У нас на этот счёт другие мысли. Мы думаем, что произошла какая-то глобальная корректировка. И если рынок восстановится, то лишь в какой-то более долгосрочной перспективе, потому что он действительно был серьезно перегрет. И разговор о том, что вот в 2008 году был мультипликатор 10, к 2012 году мы сделаем IPO, где ожидаем такой же мультипликатор, - это очень лукавое рассуждение. Никто не знает, какие будут мультипликаторы через три года.

Если подытожить, то сегодня компании, у которых нет острой нужды продаваться, проявляют некую несговорчивость, подобно продавцам на рынке недвижимости, неготовым признать, что их ожидания по цене завышены. Из-за этого рынок замер, так?

- Да, наверное, так. И это правильно. А почему, собственно, люди должны вести себя по-другому? У кого есть возможность пережить этот кризис, тот будет тянуть до конца. Поэтому для сделок private equity сейчас есть, в основном, две возможности. Первая - это компании, как их называют, distressed, испытывающие серьезные трудности. А вторая - это компании, которые увидят потенциал консолидации, потенциал роста во время кризиса, потому что более сильные игроки могут сегодня занять более крупную нишу, поглотив мелких игроков в том или ином секторе. Для этого, наверное, наши деньги более подходящие.

А можете проиллюстрировать это на примере ваших переговоров с 1С?

- Мы пока не комментируем эти переговоры. Но давайте я пару слов скажу о нашем текущем портфеле проектов. Мы смотрим на наши традиционные сектора, в которые мы инвестировали всегда, - это телекоммуникации, интернет-технологии, масс-медиа, нефть и газ. Мы продолжаем на это все активно смотреть, и наш pipeline (*портфель новых проектов* - «Ф.») не меньше, чем он был год назад.

Хотя особенность текущего момента для всех управляющих компаний заключается в том, что сегодня намного больше приходится заниматься портфелем. Все пострадали от этого кризиса. Ни у кого нет идеальной ситуации, чтобы можно было сказать: «Я спокоен». У кого-то дела лучше, у кого-то хуже, но

всем компаниям приходится уделять намного больше внимания. У нас 20 портфельных компаний, и мы вынуждены работать с ними каждый день.

А что может сделать фонд, чтобы помочь портфельной компании?

- Прежде всего, понять и оценить положение вещей и спрогнозировать возможное развитие событий на ближайшие год-полтора. Это первое, что нужно сделать. Определить какие-то реальные перспективы. Когда кризис только начинался, многие компании не осознавали, насколько этот кризис будет глубоким, и продолжали рассуждать теми же категориями, что и год назад. Ну, этот этап мы вроде прошли.

Второе. У любой компании есть кредиты, при этом банки сегодня ужесточают условия, поэтому приходится вести много переговоров в этом направлении. Как правило, мы помогаем и участвуем во всех этих процессах, так как у нас больше опыта.

Как часто вам приходится отчитываться перед инвесторами?

- У нас квартальные проверки. Раз в квартал собирается оценочный комитет, чтобы дать текущую оценку ситуации и портфельным компаниям. А раз в год мы собираем большой meeting, куда приезжают все инвесторы. Очередной ожидаем в сентябре.

Я к чему спрашиваю. Допустим, вы вложили в компанию сто миллионов, а сейчас эта доля стоит пятьдесят миллионов. Что делать?

- И что из этого? Мы не обязаны продавать эту компанию сейчас. Это вовсе не означает, что через год-другой она не будет стоить триста-пятьсот. Мы просто корректируем оценку, портфель проседает, отражая ситуацию на рынке.

А как реагируют инвесторы? Может быть, вам ставится задача найти какие-то сверхприбыльные сделки, чтобы компенсировать потери?

- Ну, эта задача стоит всегда. Конечно, мы сделали несколько инвестиций до кризиса по высоким оценкам, и эти компании сейчас объективно стоят дешевле. И, конечно, мы рассчитываем найти сейчас сделки с более высокой доходностью. Все на это рассчитывают.

А что важнее? Искать новые сверхприбыльные сделки или работать с портфелем?

- Сохранить портфель - это главное. Хотя я считаю, что мы сделали в целом хорошие инвестиции, по достаточно консервативным оценкам. Каких-то совсем кризисных явлений у нас пока нет.

Даже в «Каспийском» и в «Европлане» все хорошо? Казахстанский банк и лизинговая компания не кажутся сегодня примерами удачных инвестиций...

- Можно согласиться с этим, только если вы не верите, что экономике требуются банки и лизинговые компании, или считаете, что Россия и Казахстан настолько уникальны, что смогут обойтись без сферы финансовых услуг. Весь вопрос в горизонте ваших инвестиций: мы уверены, что модели бизнеса и «Каспийского», и «Европлана», реализованные самыми сильными командами в отрасли, на основе лучшей мировой практики, будут успешными.

Банк «Каспийский», например, продолжает увеличивать количество своих клиентов, потому что нынешняя ситуация напоминает анекдот. В палатку к двум туристам забирается медведь. Один из туристов быстро надевает кроссовки, а другой спрашивает:

- Зачем?

- В кроссовках бежать быстрее.

- Ты же все равно не сможешь бежать быстрее медведя.

- А мне не надо бежать быстрее медведя, мне надо бежать быстрее тебя.

Вот и здесь то же самое. Нам не надо бежать быстрее медведя. В Казахстане кризис начался раньше, банковский сектор серьезно пострадал, но, несмотря на все эти явления, «Каспийский» смог увеличить клиентскую базу, как это ни парадоксально. У кого-то деньги забирают, но все равно их надо где-то держать. Поэтому в кризис можно неплохо заработать на существующих активах. Я считаю, это одна из наших задач сегодня - поймать правильное время, правильное направление и проинвестировать дополнительные деньги. Это тоже тенденция на рынке private equity - дополнительные инвестиции в портфельные компании.

До конца года вы планируете закрыть какие-то новые сделки?

- Да, безусловно. У нас есть несколько хороших проектов сейчас. Закрыть две-три сделки в этом году реально. А наш средний темп - три-четыре новых инвестиции в год. Так обычно получалось.

Если вернуться к отношениям с инвесторами. Есть мнение, что, когда фонды отчитаются по итогам 2009 года, их количество в нашей стране может сократиться в два-три раза. А как вы считаете?

- Это будет очень обидно и очень плохо для страны. Прямые инвестиции очень полезны для экономики. Посмотрите, как быстро может убежать из страны ликвидный капитал. А private equity - основа стабильности. Фонды вкладывают деньги надолго и поднимают реальный сектор. Так что если то, о чем вы говорите, случится, это будет очень печально.

Комментировать то, что происходит у наших коллег, я принципиально не хочу, потому что это настолько узкий круг, мы все друг друга знаем, это, скорее, дружеские отношения. И мы вовсе не ощущали конкуренции между собой - между классическими фондами private equity. Скорее, конкуренция ощущалась со стороны российских ФПГ.

- Классические, как вы говорите, фонды, имели в своем распоряжении порядка \$10 млрд в совокупности. Примерно так?

- Да, примерно так. Мы собрали \$1,5 млрд, Russia Partners чуть меньше \$1 млрд, ну и далее по нисходящей.

А почему так мало денег было в наших фондах даже в тот период, когда российские рынки демонстрировали впечатляющий рост?

- Интересный вопрос. Но, во-первых, впечатляющий рост демонстрировал ликвидный рынок, накачиваемый «горячими» деньгами как из России, так и из-за рубежа. Параллельно раздулся пузырь цен на недвижимость и земельных спекуляций. Соответственно, РЕ-фонды должны были конкурировать по доходности с портфельными фондами, что очень непросто при горизонте 3-5 лет. Еще одна причина - наличие русских денег в большом объеме. Наверное, есть другие, более субъективные причины.

Нужно, чтобы была управляющая компания, которой инвесторы могли бы доверять. Таких компаний, с историей успешных вложений денег, все-таки еще немного. Прямые инвестиции - это долгосрочный бизнес. Нельзя поднять

миллиардный фонд, не имея за спиной инвестиционной истории. А чтобы к этому прийти, нужны годы. Сначала вам дадут \$100-200 млн, и ваша задача - создать хеджированный портфель из, скажем, 15 инвестиций. Второй фонд вы сможете поднять только года через четыре после первого. А для того, чтобы инвесторы вам поверили и дали миллиард, нужно как минимум показать хорошие результаты пары фондов. Это 10 лет. А сколько у нас команд, которые работали на рынке так долго, показывая устойчивые результаты? Вот почему нет [западных] денег.

А с другой стороны, есть русские ФПГ, которые тоже охотились за профессиональными командами менеджеров. И эти ФПГ работали с использованием еще и административного ресурса, поэтому многие их инвестиции могли быть даже более успешными, чем у классических фондов прямых инвестиций. Вот в этом особенность, наверное.

Но, судя по нашей беседе, ничего драматичного на российском рынке private equity вы не видите?

- Да, я считаю, что ничего такого кардинального и драматичного на рынке не произойдет. Да, сейчас такое время, бросает. Но выберемся. Самое важное для экономики сейчас - это пробудить спрос. Сейчас многие сравнивают этот кризис с 1998 годом. Но тогда кризис был сугубо российским, а точки роста были абсолютно понятны. Когда произошла девальвация рубля, мы оказались очень конкурентоспособны в экспортных отраслях, и эти отрасли стали локомотивом подъема российской экономики. Сейчас этого не происходит, потому что кризис - мировой. И спрос на сырье в целом упал. Что будет источником выздоровления? Внутренний спрос, поэтому задача правительства - как-то стимулировать потребление, стимулировав тем самым и производство.

А фондам private equity в этой ситуации нужно просто изменить свои стратегии. О двух из них я уже сказал - это работа с портфельными компаниями и с банками, с их залогами. Время для второй идеи еще только наступает - как вы знаете, у нас очень сложная процедура изъятия залогов, но процесс идет. Пик наступит, наверное, осенью. И намечается еще третья тенденция.

Мы говорили, что частные владельцы пока не скорректировали свои ожидания в плане справедливой оценки бизнеса. Однако есть компании, которые недавно прошли процедуры публичного размещения. Здесь нет проблемы справедливой оценки, поскольку рынок их уже оценил. И, как правило, молодые компании просели более глубоко, чем индекс РТС. И теоретически интересным источником сделок для фондов private equity может оказаться именно фондовый рынок.

Вы говорите о выкупе компаний с рынка?

- Да. Мы видели несколько проектов в этой области с начала года. Значит, это уже тенденция. И довольно интересная.

Беседовал Александр Головин

Обзор "Прямые инвестиции при смерти" читайте в журнале "Финанс." 27 июля 2009 года.

Алексей Калинин

Родился 22 августа 1959 года в Москве.

Образование: Московский энергетический институт (1982). Кандидат технических наук.

Опыт работы:

1999 - н. в. - соуправляющий партнер Baring Vostok Capital Partners.

1997 - 1999 - директор департамента долгосрочных инвестиций Альфа-банка.

1993 - 1997 - директор департамента прямых инвестиций «Альфа-Капитал».

1982 - 1993 - научно-исследовательская и преподавательская деятельность.

Семейное положение: женат.

27.07.2009