





Управление — дело местное

Жан–Паскаль Дювьесар

Майкл Калви, соуправляющий партнер Baring Vostok Capital Partners, рассказывает в своем интервью о международных и российских тенденциях в сфере прямых инвестиций, о преимуществах этой модели управления и о факторах успеха фонда прямых инвестиций в России.

Возглавляемый Майклом Калви фонд существует с 1994 г. Он стал одним из первых классических фондов прямых инвестиций в России и по праву вошел в число сильнейших. Baring Vostok Capital Partners преимущественно работает с компаниями новых для России отраслей. Чтобы найти и вырастить такие компании, фонду зачастую приходится проявлять большую прозорливость, чем оперирующим в традиционных отраслях крупным конгломератам. Кроме того, здесь нужно быть готовыми идти на больший риск, чем привыкли примаать на себя международные компании, работающие в менее динамичной и более предсказуемой среде, чем предлагает Россия. И при этом фонд добивается очень высокой рентабельности инвестиций, на его счету немало значимых проектов. Мы попросили Майкла сравнить российский и международный рынки прямых инвестиций, рассказать, в чем он видит преимущества этой модели и как его фонду удастся уже больше десяти лет оставаться в лидерах.

Жан–Паскаль Дювьесар (Jean–Pascal Duvieusart) — старший партнер McKinsey, директор McKinsey по Восточной Европе



**Майкл
Калви**

- Родился 3 октября 1967 г. в штате Висконсин, США.

Образование:

- Лондонская школа экономики — степень магистра финансов
- Университет Оклахомы — диплом бакалавра по бизнесу

Профессиональный опыт:

- 1994 г. — настоящее время — соуправляющий партнер Baring Vostok Capital Partners (BVCP), директор и член совета директоров Baring Vostok Private Equity International
- до 1994 г. работал в ЕБРР (Лондон), где отвечал за инвестиционные проекты в нефтегазовом секторе России
- до ЕБРР был сотрудником инвестиционной компании Salomon Brothers Inc в Нью-Йорке; в команде, специализирующейся на нефтегазовом секторе, выполнял различные проекты в сфере корпоративных финансов, слияний и поглощений

Некоторые факты:

- член наблюдательного комитета Международной школы бизнеса Кембриджского университета

McKinsey: *Каковы, на ваш взгляд, основные тенденции в российской сфере прямых инвестиций?*

Насколько, по вашему мнению, они соответствуют тому, что происходит в мире, где модель прямых инвестиций приобретает все больший вес?

Майкл Калви: Российский рынок прямых инвестиций сильно отличается от международного — там фонды четко специализируются либо на выкупе компаний (buyout funds), либо на рискованных вложениях (венчурные фонды). На развитых рынках основная масса капитала направляется именно в фонды по выкупу компаний. В условиях относительно медленно растущей экономики их доходность обеспечивается в основном за счет финансового инжиниринга.

Последние пять лет они

демонстрировали феноменальную прибыльность, но это было связано главным образом с возможностью привлекать дешевые кредиты, скупать компании, увеличивать их кредитное плечо и затем изымать финансовые средства в виде дивидендов. Сохранять такую же модель в будущем им будет непросто: кредитный цикл вошел в другую фазу. Поэтому я думаю, что все вернется на круги своя — фонды будут стараться увеличивать доходность и денежные потоки принадлежащих им компаний.

В отличие от развитых рынков, в России происходит феноменальный органический рост — не только в экономике в целом, но и на уровне компаний. Например, крупнейшие десять компаний, которыми мы владеем, в 2006 г. увеличили свой оборот на 60% в долларовом выражении. Такие же темпы роста, по нашему прогнозу, сохранятся и в 2007–м. Мы предполагаем, что рост замедлится, но ждем этого уже пять лет!

McKinsey: *Повлияет ли нынешний международный финансовый кризис на возможность финансировать сделки в России?*

Майкл Калви: Кризис окажет влияние на Россию, но в основном он приведет к удорожанию заемного капитала, хотя общие объемы



доступных средств не уменьшатся. Вероятно, кризис затронет цены первичных размещений акций, потому что происходящее в США может больно ударить по некоторым хедж-фондам — тем, которые были особенно агрессивными покупателями.

Однако, на мой взгляд, Россия защищена от подобных потрясений лучше, чем другие большие развивающиеся рынки, поскольку долговое финансирование здесь всегда было меньше в ходу. У российских компаний в целом более низкое соотношение заемных и собственных средств, чем у похожих компаний остального мира. Золотовалютные резервы страны сегодня столь велики, что Центральный банк может решить серьезные проблемы почти всех банков только за счет внутренних средств. Поэтому я не думаю, что мировой кризис сильно и надолго затронет Россию, хотя банки наверняка воспользуются им как предлогом, чтобы поднять ставки, из-за этого кредитные ресурсы могут подорожать — но незначительно, на 1—2%.

McKinsey: *Когда говорят о модели прямых инвестиций в России, часто упоминают российские бизнес-группы. Насколько, на ваш взгляд, правомерно сравнивать их с фондами прямых инвестиций в западном понимании?*

Майкл Калви: Я тоже считаю, что многие российские группы, по сути, и есть фонды прямых инвестиций. У них нет институциональных инвесторов и, вероятно, нет формализованных процессов, но они работают именно как фонды прямых инвестиций: «Альфа», «Система», «Ренова» и другие, не говоря уже о небольших фондах, которые они выделяют в отдельные структуры. То, как владельцы этих групп смотрят на свои инвестиции, их жесткая нацеленность на финансовые результаты, модель активного управления — это очень похоже на наш подход, хотя у них масштаб деятельности значительно больше.

McKinsey: *А что вы думаете о появлении на российском рынке международных игроков вроде Texas Pacific Group?*

Майкл Калви: Такие фонды не могли здесь не появиться, и постепенно их будет все больше и больше. Это хороший признак для России, это означает, что в стране уже есть компании, которыми могут заинтересоваться глобальные фонды.

Тем не менее я думаю, что в реальности инвестиции этих фондов будут меньше, чем они планируют сейчас. При близком рассмотрении российские компании зачастую оказываются не столь безупречными, как видится со стороны, особенно с точки зрения западных фондов. Краткий трехстраничный обзор может выглядеть великолепно, но когда

начинаешь читать двухсотстраничный отчет по результатам *due diligence*, то обнаруживаешь, например, что из 85 необходимых разрешений у компании есть только 46, а это грозит потерей 40% ее доходов. С такой или аналогичной ситуацией можно столкнуться почти в любой российской компании. Но по западным меркам она абсолютно неприемлема. Думаю, новых крупных игроков будут интересовать одни и те же проекты и факторами конкуренции будут только цена и готовность довести сделку до конца. При этом явное преимущество будет у российских покупателей, обычно быстро принимающих решение.

Кроме того, большинство российских компаний, интересных западным фондам, либо уже провели IPO, либо намерены сделать это в ближайшее время. Владельцы этих компаний могут предпочесть IPO продаже фонду, потому что бизнес растет, основатели еще полны сил и энтузиазма, а IPO позволяет им продать часть компании и дальше развивать ее. Поэтому, если у нас есть готовая к IPO компания, мы почти всегда предпочитаем продать часть акций, чем продать ее целиком инвестору — стратегическому или финансовому. Потому что, когда компании растут по 50% в год, это самый привлекательный вариант!

McKinsey: *Каким вам представляется соотношение прямых инвестиций и IPO в будущем?*

Майкл Калви: Не каждая компания подходит для IPO, и, думаю, со временем рынок станет более разборчивым. Поначалу будет увеличиваться количество IPO, но в конце концов сформируется сбалансированный рынок, на нем будут и покупки отраслевыми игроками, и прямые инвестиции, и IPO.

О КОМПАНИИ: Управляющая компания Baring Vostok Capital Partners (BVCP) входит в международную группу Baring Private Equity International. BVCP управляет активами пяти фондов прямых инвестиций в СНГ общим объемом более 2,2 млрд долл.

С 1994 г. фонды под управлением BVCP инвестировали более 600 млн долл. в 50 компаний. В портфеле BVCP: банк «Каспийский», «Европлан», «Центр финансовых технологий», «Баррен Энерджи», «Вымпелком», «Голден телеком», Сыктывкарский ЛПК, «Сладко», «Боржоми», «Яндекс» и «Озон». Инвесторы — международные финансовые институты, пенсионные фонды и др.



McKinsey: *На Западе активно обсуждается, какая модель собственности обеспечивает более высокие результаты бизнеса — прямые инвестиции или публичные компании. Что вы думаете об этом?*

Майкл Калви: По моему мнению, не столь важна форма собственности, сколько сами владельцы компании, их нацеленность на результат. При этом модель прямых инвестиций определенно имеет свои преимущества.

Во-первых, возможность планировать не на три месяца вперед, а на больший период. В отличие от публичных компаний, мы не должны ежеквартально отчитываться о результатах, а когда на вас лежит эта обязанность, трудно делать инвестиции стратегического характера, те, которые обещают взрывной рост стоимости не сразу, а спустя долгое время. Семейные компании, кстати, тоже планируют на годы вперед, но, на мой взгляд, они менее эффективны, чем фонды прямых инвестиций, поскольку обычно более осторожно проводят радикальные изменения, которые иногда необходимы. К тому же обычно второе или третье поколение владельцев семейного бизнеса далеко не столь талантливо, как первое.

Во-вторых, у фондов прямых инвестиций и частных компаний больше свободы в плане мотивирования менеджмента. У нас заведено, что руководители приобретаемых нами компаний вкладывают в бизнес свои средства вместе с нами. Мы можем субсидировать их, но все равно это их деньги, и поэтому они по-другому смотрят на свою работу, чем менеджеры публичных компаний, имеющие опционы, — у них совершенно иная мотивация. Если руководители компании достигают поставленных результатов, мы рады разделить с ними прибыль — и всегда это делаем. Топ-менеджеры публичных компаний не могут зарабатывать столько же, потому что это грозит скандалом, а в результате у них нет такой же заинтересованности в успехе дела и здоровой готовности рисковать.

В-третьих, фонды прямых инвестиций и владельцы частных компаний, вкладывающие свои средства, уделяют гораздо больше внимания результатам и качеству управления, чем среднестатистические неисполнительные члены совета директоров публичной компании, у которых нет кровного интереса в бизнесе.

McKinsey: *Ваш фонд работает в России уже больше десяти лет. Что, на ваш взгляд, определяет успех подобных фондов в России?*

Майкл Калви: Думаю, главный фактор нашего успеха в том, что мы с самого начала были российской компанией. Кроме того, мы искали

толковых предпринимателей и менеджеров, разбирающихся в местной специфике. Из семи инвестиционных партнеров фонда пять до этого руководили бизнесом. Наверняка, если посмотреть на лучшие компании в Китае или Индии, все они делают ставку на местные кадры. Потому что на таких рынках очень многое зависит от знания конкретных реалий.

McKinsey: *Обычно говорят о том, как важны на развивающихся рынках международные знания и навыки. Или вы намекаете на то, что для успеха бизнеса нужны связи?*

Майкл Калви: Нет, местные менеджеры нужны не для связей. Действительно, многие компании пять или десять лет назад вполне успешно работали просто потому, что у них были хорошие связи. Но это время прошло. Теперь для успеха нужно ясно видеть свою бизнес-модель в глобальном контексте. По моему мнению, многие компании в России уже это видят. Но тем не менее всегда есть что совершенствовать.

Когда фонды прямых инвестиций покупают компании в Европе или США, то из них уже выжаты почти все соки, и, чтобы выдавить еще

несколько капель, нужно сделать что-то из ряда вон выходящее.

Я не думаю, что мировой кризис сильно затронет Россию, хотя банки наверняка воспользуются им как предлогом, чтобы поднять ставки

В России можно приобрести полные сил компании, а значит, легко выжать из них много сока и не нужно применять обычные для Запада методы и кардинально перекаивать бизнес.

По большому счету, все, что

нужно, — повысить качество управления: скорректировать стратегию и внутреннюю организацию, улучшить процессы, бизнес-планирование, мотивацию, привязать стимулы к конкретным результатам. Главное — добиться качественного исполнения, а это, по сути, дело сугубо местное.

McKinsey: *Насколько оправдался ваш подход?*

Майкл Калви: За прошедшие 13 лет мы сделали, если не ошибаюсь, порядка 50 инвестиций. На пяти из них мы потеряли все или почти все вложенные средства. Потерять деньги на пяти из 50 инвестиций — это очень низкий показатель, даже по американским или европейским меркам. Типичный фонд прямых инвестиций в США или Европе теряет деньги примерно на 20% своих инвестиций. По 20% своих инвестиций мы получили немного меньше того, что вложили, на пяти инвестициях



просто вернули деньги. Но 15 или 20 были просто исключительные — 25—50-кратный возврат. А такая рентабельность на Западе больше характерна для венчурных фондов.

McKinsey: *Каким вы видите свой фонд через десять лет и какими, по вашему мнению, будут основные проблемы его роста?*

Майкл Калви: Я надеюсь, что мы останемся ведущим игроком в сфере прямых инвестиций на российском рынке. Мы по-прежнему будем увеличивать размер фондов, чтобы занимать первые позиции в отраслях, в которых уже присутствуем, потому что они растут очень быстро и нам важно не отстать. Кроме того, мы все активнее работаем в девелоперском бизнесе — у нас есть для этого отдельная команда и отдельный пул капитала. Это очень привлекательный бизнес, и я не удивлюсь, если через десять лет Baring Vostok будет вкладывать больше средств в девелопмент, чем в прямые инвестиции.

Если говорить в целом, то последние пять-семь лет были периодом феноменального роста, наши компании росли многократно. В будущем сохранять такие темпы будет сложнее — и по причине дефицита профессионалов (а это острее проблема, поскольку битва за таланты ожесточается), а также потому, что рост в будущем станет более капиталоемким. Вполне вероятно, что рентабельность будущих инвестиций будет ниже, поэтому для поддержания того же уровня роста потребуется гораздо больше капитала. Но, несмотря на необходимость увеличивать размеры фондов, мы хотим со временем довести долю своих средств до 30, а то и до 50%. Это очень высокий показатель, но наш бизнес чрезвычайно прибыльный, и мы разбираемся в нем намного лучше, чем другие, поэтому хотим сами инвестировать в него. У нас отличная бизнес-модель, у нас крепкая команда партнеров, притершаяся за десятилетие совместной работы. Полученные нами за это бурное время уроки — безусловно, ценнейший актив фирмы. Я надеюсь, он пригодится нам и в будущем. *B*