

ПЕТЕРБУРГСКИЙ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФОРУМ
20—22 июня 2013

Цикл встреч с лидерами: беседы, меняющие мир
НА ПЕРЕДНЕМ КРАЕ ИНВЕСТИЦИЙ

21 июня 2013

09:45—10:30, Павильон 8, Конференц-зал 8.3

Санкт-Петербург, Россия

2013

Модератор:

Чарльз Робертсон, Главный экономист, Renaissance Capital

Выступающие:

Назем Фавваз Аль Кудси, Главный исполнительный директор, Invest AD

Стивен Пил, Управляющий партнер, глава по азиатскому региону, TPG
Capital

Ч. Робертсон:

Дамы и господа! Начинаем нашу сессию. Мы пригласили двух человек, которые много знают о частных инвестициях: Назема Аль Кудси (компания Invest AD) и Стивена Пила (компания TPG Capital). Я попросил бы каждого из вас представиться, а затем рассказать о своей компании и о том, чем вы занимаетесь.

Н. Ф. Аль Кудси:

Доброе утро, дамы и господа! Меня зовут Назем Аль Кудси. Я главный исполнительный директор инвестиционной компании Invest AD из Абу-Даби. Наша компания является полугосударственным фондом, целенаправленно инвестирующим в страны Ближнего Востока и Северной Африки, а также в страны Африки южнее Сахары. Мы вкладываем деньги в частные акционерные компании и прочие компании, котирующиеся на бирже. Invest AD — своего рода гибрид. Мы отличаемся от остальных государственных фондов тем, что управляем и государственным, и частным капиталом. Вот что вкратце можно сказать о нас.

С. Пил:

Доброе утро! Меня зовут Стивен Пил. Я управляющий партнер фонда прямых инвестиций TPG. В этой компании я работаю уже 17 лет, а инвестициями занимаюсь около 25 лет. Я организовывал деятельность TPG на развивающихся рынках и привел эту компанию на рынок Европы. Всего я работал более чем с десятком стран и рынков. В последние шесть-семь лет это были в основном развивающиеся рынки. Для справки: TPG — международная инвестиционная компания. Мы управляем капиталом стоимостью около 50 миллиардов долларов. У нас имеется 16 офисов по всему миру. Большая их часть расположена в развивающихся странах, особенно в странах Азии. Думаю, мы — единственная крупная инвестиционная компания, имеющая отделение в России. За последние

четыре года мы инвестировали здесь чуть менее миллиарда долларов в рамках четырех крупных сделок, общая сумма которых достигает нескольких миллиардов долларов. Мы инвестируем в развивающиеся рынки. Общая сумма таких инвестиций за последние 10—12 лет приближается к 10 миллиардам долларов. Мы принадлежим к числу ведущих инвесторов в Китае, Индии и Индонезии и когда-то осуществили одну из первых инвестиционных сделок в истории Турции. Как я уже сказал, мы инвестируем в России с 2002 года. Мы работаем и в Латинской Америке. Пожалуй, единственное место, где мы сегодня не занимаемся инвестициями, — это Африка, которая, вероятно, является пограничным рынком. Но мы еще поговорим об этом. Спасибо, Чарльз!

Ч. Робертсон:

Давайте начнем с Вас, Стивен. Незадолго до этой сессии мы говорили об инвестициях, которые делает Ваша компания. Вы приглядываетесь к пограничным рынкам? Попадут ли они в поле вашего зрения? Ведь активы развивающихся рынков становятся полноценными активами.

С. Пил:

Думаю, это вопрос определения. Моя карьера начиналась в середине 1990-х годов, когда Германия была пограничным рынком для частных инвестиций. Очевидно, что с тех пор этот рынок проделал большой путь. С рынками России и Китая происходит то же самое. Частные инвестиции направляются в Китай уже на протяжении десяти лет. Вероятно, лишь в последние пять-шесть лет рынок достаточно созрел, так что риск для частных инвесторов стал оправданным. Я бы сказал, что в России сложилась такая же ситуация. Вероятно, лишь в последние пять-шесть лет рынок конституировался и стал привлекательным для частных инвесторов. Мы — институциональные, а не венчурные инвесторы. Мы стараемся соизмерять риск и выгоду, сводить к минимуму вероятность потери капитала, располагать относительно узким или

предсказуемым диапазоном прибыли. Думаю, что рынок — неважно, развивающийся или нет, — должен достичь зрелости, прежде чем станет действительно интересным для нас. Еще один показатель, определяющий наш интерес к инвестициям на том или ином рынке, — это его масштаб. Мы скептически относимся к модели, при которой инвестор вкладывает деньги на каком-либо рынке, не интересуясь им всерьез. Люди, занимающиеся этим, как правило, имеют лишь небольшой опыт: они склонны к пассивному извлечению прибыли из капитала. Наш опыт показывает, что такая модель не дает положительных результатов. Если работать на рынке всерьез, следует инвестировать в инфраструктуру и в людей, потратить пару лет, чтобы понять, кто, что и для кого делает, выстроить отношения с местными институтами и государством. Вот тогда рынок становится интересным для инвестирования. Чтобы мы могли получить результат, рынок должен иметь определенный масштаб. Вот почему Россия интересна для нас, как и Китай, и Индия — потенциально огромные рынки. Такие рынки, как турецкий, достаточно велики, но Восточная Европа — слишком фрагментированное пространство для размещения там офисов и инфраструктуры, с учетом объема инвестиций. С подобной же проблемой мы столкнулись в Африке. Это по-прежнему фрагментированный рынок, он не является единым. А отдельные страны не предоставляют достаточных возможностей, чтобы вложение ресурсов было оправданным.

Ч. Робертсон:

Интересные наблюдения. Вам интересны Индия и Россия с ВВП в размере один—два триллиона долларов или Китай с его восемью триллионами. Однако Invest AD интересуется и странами Африки южнее Сахары, а также Ближним Востоком и Северной Африкой. Сегодня ВВП Нигерии, по официальным данным, составляет около 280 миллиардов долларов. Думаю, что после пересмотра он составит 400 миллиардов. ВВП ЮАР составляет около 400 миллиардов долларов, Египта — 350 миллиардов или около того.

Поэтому мне интересно, какие возможности вы найдете на этих рынках. Возможно, вы действуете в несколько иных временных рамках?

Н. Ф. Аль Кудси:

Пожалуй, я начну с воспоминаний. В конце 1980-х годов я спорил с Бартоном Биггсом из Morgan Stanley: я отстаивал преимущества частного капитала, он — публичного. Подобные идеологические споры могут продолжаться до бесконечности. Дожив до седых волос и испытав немало ударов судьбы, начинаешь вспоминать эти разговоры. Я хотел начать с этого, потому что уже много лет отстаиваю преимущества частного капитала, в том числе с учетом его отношений с экономикой и рынками публичного капитала. Естественно, пограничные рынки менее развиты: это касается организационно-правовой структуры, управления и так далее. Китай и Россия, несмотря на все свои трудности, по-прежнему являются намного более продвинутыми рынками, чем ряд других. При этом зачастую оценки, вероятно, не учитывают процессов трансформации. Время все расставляет по местам. Я думаю, что отрасль развивается в структурном плане. Очень интересно было бы услышать мнение моего коллеги о «правиле 2/20»: остается ли оно столь же священным, как прежде?

С. Пил:

Я не могу вспомнить, когда нам в последний раз платили согласно «правилу 2/20». Это было давно. Я согласен с тем, что отрасль быстро меняется, и давление на менеджеров с целью уменьшить их вознаграждение — часть этого процесса.

Н. Ф. Аль Кудси:

Да, отрасль быстро меняется. Пограничные рынки, на которых сосредоточено наше внимание, находятся на Ближнем Востоке и в Африке южнее Сахары; они не являются однородными. Здесь нужен дифференцированный подход.

Сравним рынок ОАЭ (имеющий признаки развивающегося и даже развитого рынка, если говорить об экономическом аспекте) с Египтом, который несколько отстает, или с Ираком, где мы недавно работали. Этот регион кажется очень неоднородным, и отсутствие конкуренции вполне объяснимо. Очень трудно работать в отсутствие массы, то есть крупного рынка, когда невозможна экономия от масштаба, если говорить о привлечении аналитиков и консультантов, по сравнению с искусственно созданными рынками. С другой стороны, если вы умеете настойчиво идти к своей цели, возможно, именно такие рынки будут для вас перспективными.

Ч. Робертсон:

Я получаю множество вопросов. Вам нравится работать с менее крупными экономиками? Предоставляют ли они возможности для вас?

Н. Ф. Аль Кудси:

Пограничные рынки, если вы сможете на них обосноваться, предоставляют немало возможностей. Они своеобразны, там многое завязано на взаимоотношения. Возможности есть, но следует быть очень осторожным и дисциплинированным: поскользнуться легко, и при этом у вас не будет того запаса прочности, которым вы располагали бы на крупном рынке.

Ч. Робертсон:

Меня также интересует проблема волатильности рынков, о которой Вы упомянули. Вспомним о манифестациях, которые проходят сейчас в Бразилии и которые уже несколько недель идут в Турции; вспомним о митингах в России в декабре 2011 года. Я всегда говорю, что развивающиеся рынки сильно изменились с начала 1990-х годов. Еще в 1993 году Ельцин посылал танки обстреливать Белый дом, а в 1997 году турецкая армия вывела танки на улицы Анкары и свергла правительство. Это были не классические государственные перевороты, а так называемые «тихие» перевороты. Никто

больше не предполагает всерьез, что в странах с развивающимися рынками произойдут подобные события. Но на пограничных рынках эти угрозы не исчезли. Мы не можем быть совершенно уверены, что, например, в египетские события не вмешается армия. Пограничные рынки характеризуются неустойчивостью, которая, на мой взгляд, была присуща развивающимся рынкам в 1990-е годы. Поэтому я бы рассматривал частные инвестиции как менее волатильные. На Вашем месте я бы сказал Бартону Биггсу 20—30 лет назад, что, на мой взгляд, частные инвестиции — это страховка от волатильности, если вы инвестируете на пограничном рынке или, скажем, в России. Или Ваш опыт подсказывает иное?

Н. Ф. Аль Кудси:

Я кратко прокомментирую ситуацию в Турции. Уверен, что тогда коллега лучше поймет мою позицию. Турция — интересный пример. Возьмем весь этот регион с его политической нестабильностью: традиционно считалось, что свойственные ему экономические и структурные проблемы подобны бомбе замедленного действия. По этому поводу существовал консенсус. Турция — страна, где премьер-министр находится в зените своей карьеры. Турция — страна, чьей экономике может позавидовать Европа: хорошая промышленная база, низкая зависимость от сферы финансовых услуг и так далее. Мнения по поводу происходящего в Турции разнятся, однако я могу сказать, что правящая партия уже не в состоянии справиться с проблемами. Следовательно, должна существовать премия за риск. У нас есть капиталовложения в Турции. Турецкая модель развития сейчас пересматривается. В каждой зарубежной поездке премьер-министра сопровождают 20 человек из его штаба и кабинета. Остальные 777, или около того, человек в составе делегации — крупные бизнесмены. Неважно, сколько избирателей не голосовали за него — 50% или 45%: он смягчал недовольство этих людей, прекрасно лоббируя их интересы, создавая для них деловые и карьерные возможности. Это было краеугольным камнем турецкой модели.

Теперь те, кто относится к этим 50% или 45%, постепенно выходят на улицу и начинают дестабилизировать экономику. Я не прогнозирую дестабилизации, а лишь хочу сказать, что не очень доволен тем, как повели себя власти: проповедуя демократию в регионе, они одновременно выдвигают против своих демонстрантов те же обвинения, что и их соседи. И вот вам небольшой геополитический анализ. Именно тогда, когда вы думаете, что движетесь на крейсерской высоте и дела идут отлично, вы забываете о том, что происходит вне поля вашего зрения, — и вся модель рушится.

Ч. Робертсон:

Думаю, есть смысл в утверждении, что работать на рынках публичного капитала намного легче: если случается что-то неожиданное, можно бежать. Но при работе с частным капиталом вы принимаете долгосрочное решение, делаете ставку на данную страну на ближайшие пять-семь лет.

С. Пил:

Назем сделал интересный комментарий — относительно Бартона Биггса, который отстаивал преимущества публичного капитала по сравнению с частным. Посмотрим на конкретные рынки. В Турции сейчас, наверное, лучше инвестировать в публичный капитал: вы можете уйти с рынка в любой момент. Частные инвесторы должны переносить все неприятности и верить, что когда-нибудь экономические трудности, дефицит, структурные проблемы исчезнут, что государственное управление наладится, рынки успокоятся и в Турции снова можно будет инвестировать. Но ближайшее время будет очень трудным для частных инвесторов, рассчитывающих на ликвидность активов. Это один из существенных недостатков частного капитала по сравнению с публичным. Вы задаетесь вопросом: получаю ли я достаточную премию за неликвидность? Еще один хороший пример — Китай, где на рынке публичного капитала еще 15 лет назад наблюдалась крайне низкая активность. Поэтому было невозможно инвестировать в этот рынок и получать выгоду от роста китайской экономики.

Отчасти это было связано с неразумным уровнем котировок, которые шли вниз, даже когда экономика росла, а отчасти — с отсутствием прозрачности в публичных компаниях и у публичных инвесторов. У нас есть преимущество: мы производим тщательное исследование, прежде чем вкладывать средства. У публичного инвестора такого преимущества нет, и ему достаются неликвидные активы. Поэтому частные инвесторы добиваются в Китае куда больших успехов, чем публичные, благодаря умению различать плюсы и минусы, возможности проводить комплексную оценку и затем улучшать управление компанией. Это важнейший инструмент в руках частного инвестора, если говорить о китайском рынке.

Ч. Робертсон:

Не могли бы Вы вновь рассказать нам о том, о чем говорили мне на днях: как вывести инвестиции? Я считаю Ваши замечания совершенно верными. Удивительно, что в некоторых странах инвестировать в частный капитал невыгодно. Иногда нужно продать вложения торговым инвесторам и заработать таким образом деньги. Итак, как вывести инвестиции?

С. Пил:

Как правило, частные инвесторы занимают такую позицию: они инвестируют в компанию до IPO, предоставляя ей капитал на стадии роста, пока она не становится публичной. Мы считаем эту модель крайне неустойчивой. На всех рынках окна IPO открываются и закрываются, показатели отличаются волатильностью и могут сделать ситуацию непредсказуемой. Это особенно свойственно многим развивающимся рынкам. Получается что-то вроде азартной игры: сделать инвестиции, когда котировки акций на рынке низки, и надеяться, что через два года котировки поползут вверх. По нашим данным, 80% прибыли на развивающихся рынках получено нами не за счет продаж на публичных рынках, а за счет продаж стратегическим инвесторам. Вот наша базовая модель: найти компанию, в которую можно вложить капитал, получить

возможность влиять на управление и общий курс этой компании, развивать ее, укреплять, приводить в порядок, чтобы она стала привлекательной для стратегического инвестора. Это наш обычный план действий на развивающихся рынках: мы применяем его не всегда, но очень часто.

Н. Ф. Аль Кудси:

Согласен. Думаю, что стратегический инвестор, зная ситуацию, проведет более тщательную комплексную оценку, но это избавит вас от многих трудностей. Соглашусь и с тем, что сказано о модели «инвестирования до IPO». Порой вы получаете лакомый кусок, но поскольку у вас есть обширный портфель, а не одна-две компании, в работе со стратегическим инвестором больше смысла. Я высказываюсь за этот вариант.

Ч. Робертсон:

А Ваши основные покупатели — стратегические инвесторы?

Н. Ф. Аль Кудси:

Позвольте разделить Ваш вопрос на две части. Хотел бы я, чтобы моими основными покупателями были стратегические инвесторы? Конечно: в этом случае можно крупно сэкономить. Пограничные рынки имеют особую природу, и сегодня, по причине, которую я бы назвал «финансовым эго», на них выделяется больше тестостерона, чем на других рынках, поэтому есть проблемы с контролем и так далее. Эти проблемы существуют не всегда, но на небольших рынках, организованных стандартным образом, они есть, и следует принимать это во внимание. Не все наши покупатели являются стратегическими инвесторами, но мы стремимся к этому.

С. Пил:

Я думаю, это связано с другим интересным аспектом инвестирования на развивающихся и пограничных рынках — с наличием или отсутствием

контроля. Если говорить о частных инвестициях на развитых рынках, здесь наблюдается сильный уклон в сторону контроля. Мы полагаем, что с помощью контроля можем воздействовать на некоторые стороны деятельности компаний, связанные с приходом частного инвестора: более четкая сосредоточенность на операциях одного вида, ясная стратегия, и в конце — выход. На развивающихся и пограничных рынках вы сталкиваетесь с рядом проблем. Так, например, на быстрорастущих рынках люди редко уступают контроль над благополучными компаниями: это данность. Они создали компанию и теперь хотят, чтобы она развивалась, и стремятся сохранить свое участие в ней. Поэтому, если вы получаете контроль над быстрорастущей компанией на таком рынке, нужно спросить себя, почему это произошло. Почему кто-то готов продать мне свой бизнес? Что я упустил? Таким образом, часто вы не получаете прямого контроля над компанией, а лишь предоставляете ей капитал для развития. На какой уровень влияния вы готовы согласиться, насколько пассивно вы готовы себя вести, как вы структурируете свои инвестиции? Я считаю, что это скорее искусство, чем наука. Здесь нет жестких правил, но очевидно, что лучше заполучить как можно больше контроля и влияния. Более структурированная и затратная защита компенсирует недостаток контроля. Поэтому, занимая ключевую должность в структуре управления капиталом, вы получите свои деньги раньше инвестора-предпринимателя, и это, несомненно, является вашим преимуществом. Самые сложные ситуации на развивающихся рынках у нас возникали, когда мы играли пассивную роль и тратили бóльшую часть времени, пытаясь повлиять на совет директоров, реализовать свои намерения, направить компанию на верный путь. Если же у нас есть возможность действовать и влиять, когда дела идут неважно, мы, как правило, отыскиваем выход и делаем выгодные инвестиции даже в трудных ситуациях. Играя пассивную роль, мы зависим от рынков, от личных качеств предпринимателей и так далее.

Ч. Робертсон:

Хочу задать вопрос, относящийся к управлению компанией. Если я вижу, что инвестиционная компания делает вложения на пять-семь лет, означает ли это, что объект вложений непременно будет продан другой зарубежной компании? Или вы продаете и местным компаниям? Бывает так, что вы инвестируете в китайскую компанию и через пять лет продаете ее китайскому инвестору? Кому именно вы продаете компании: иностранцам или и местным игрокам тоже?

С. Пил:

И тем, и другим. Мы вложили значительные средства в безнадежно разорившийся китайский банк — Shenzhen Development Bank. Создав высокоэффективный и устойчивый региональный банк, мы продали его Ping An, крупной китайской страховой компании, что было хорошо принято и китайским правительством, и рынком.

Ч. Робертсон:

А ваша прибыль их не беспокоила? Мы видели это в Корее, в аналогичной ситуации.

С. Пил:

Нет. Мы получили одиннадцатикратный возврат от инвестиций, мы взяли эти деньги. Это было выгодное вложение: образцовая сделка с частными инвестициями на китайском рынке. Мы продали много компаний. Как только мы их покупали и приводили в порядок, они становились привлекательными активами. Покупка их была для зарубежных компаний простым способом получить доступ к рынку. Как правило, мы продаем объекты вложений на аукционах, в которых участвуют зарубежные компании, и зачастую именно они становятся покупателями. Мы продали наш банковский бизнес в Корее банку Standard Chartered.

Н. Ф. Аль Кудси:

Наше внимание сосредоточено на странах, где ситуация намного сложнее. Приведу в качестве примера Египет, страну, которая пережила так называемую революцию. Египет — весьма проблемная страна: многие ранее действующие нормы сейчас приостановлены, а судебная власть неустойчива. Причиной тому — большое влияние «Братьев-мусульман», проникающих в органы государственной власти и вытесняющих оттуда светские политические силы. На первый план выходят проблемы, которые раньше казались не столь важными: они связаны со стратегией компании, с трудовыми отношениями и так далее. Одной из основных характеристик пограничных рынков я назвал бы политическую нестабильность. Некоторые из них, пройдя через суровые испытания, стали более стабильными и надежными. Для нас это что-то вроде движущейся мишени. Более развитые рынки, такие как Южная Корея и Китай, — это стационарная мишень. Мне интересно услышать Ваше мнение о России, поскольку она, по моим предположениям, сочетает признаки обоих рынков.

С. Пил:

Наш опыт в России до сих пор был положительным. Мы осторожно играем на рынке, выбираем хороших партнеров. Есть несколько тщательно отобранных секторов, куда нам интересно инвестировать. Наш опыт показывает, что частный инвестор вполне может вести здесь обычный бизнес. Результаты деятельности компаний, в которых мы участвуем, как правило, выше средних по рынку. Эти компании конкурентоспособны. Мы считаем, что наш бизнес в России очень полезен для нас. Часто ситуацию в России интерпретируют неправильно. Среди крупных частных инвестиционных компаний мы — единственная, которая инвестирует в России и создала здесь подразделение. Другие смотрят и наблюдают за тем, что мы делаем. Но никто, за немногими исключениями, не готов с уверенностью сказать, что хочет вести здесь бизнес.

За пределами России очень распространено мнение о том, что в этой стране трудно вести дела. И это действительно так. Насколько труднее вести бизнес в Индии, Китае или Индонезии? Можно спорить об этом: везде есть свои плюсы и минусы. Но в России высок уровень бюрократизации и коррупции, как и на многих развивающихся рынках, что препятствует деятельности зарубежных частных инвесторов. Институциональные же условия, созданные для иностранного капитала, в общем, являются подходящими. Налоговый режим стал гораздо лучше, прозрачнее и понятнее. Можно относительно свободно вводить и выводить капитал. Насколько независимы суды — вопрос спорный, но это касается многих развивающихся рынков. Не думаю, что в конфликтной ситуации кто-то захочет полностью полагаться на российские суды, как и на китайские или индийские. Это, безусловно, является препятствием для притока частных инвестиций, которые могли бы увеличить стоимость капитала в России. Но наш опыт до сих пор был положительным. Думаю, большинство конкурентов удивились бы, узнав, как высоко мы оцениваем потенциал России в плане получения здесь прибыли.

Ч. Робертсон:

Я хотел бы, чтобы люди имели возможность задать вопросы. Нас не так много, поэтому не стесняйтесь: мы здесь похожи на небольшую семью. Я разговаривал с одним человеком об инвестициях в Африку и узнал, что в начале этого года МФК (Международная финансовая корпорация) провела конференцию, посвященную частным инвестициям. Конференция вызвала огромный интерес к Африке. Частные инвестиции рассматриваются в качестве простого способа получить доступ к рынку, так как возможностей инвестировать в публичные компании немного. Мне часто приходилось слышать, что благодаря частным инвестициям можно получить выгоду от экономического роста в Африке. Однако мы видим, что в последние несколько недель на развивающихся рынках происходит распродажа. Как, по Вашему мнению, распродажа на развивающихся рынках может повлиять на

инвесторов, вкладывающих средства в Ваши фонды? Считаете ли Вы, что она окажет влияние на пограничные рынки? У меня есть еще один вопрос, связанный с предыдущим. Я знаю, что у вас есть инвестиции в Китае. Снижение темпов роста в Китае с начала года, особенно в последние месяцы, стало одной из причин массовой продажи акций на развивающихся рынках в течение последних недель. Есть ли понимание того, как это отразится на ваших инвестициях в Китае? Итак, вопросов несколько. Много ли частных инвесторов соперничают между собой в Африке? Много ли у вас конкурентов в данной сфере? Как распродажа на развивающихся рынках повлияет на деятельность Вашей компании?

Н. Ф. Аль Кудси:

Около полутора лет назад мы заказали компании Economist Intelligence Unit исследование с целью понять намерения институциональных инвесторов касательно Африки. А около десяти лет назад *The Economist* разместил на своей обложке заголовок “Africa, the Lost Continent, Africa the Lost Decade” («Африка: потерянный континент. Африка: потерянное десятилетие»). Мы были приятно удивлены, узнав, что инвесторы намерены продолжать свою деятельность в Африке и вкладывать новые средства в публичные компании и в те, акции которых котируются на бирже. Замечу, что я доверяю различным показателям, которые публикуют журнал *Time* и другие издания, и поэтому должен принимать их во внимание. Мы ожидаем, что доходы на таком развитом рынке, как США, будут очень нестабильными в течение ближайших 12 месяцев. Мы ожидаем высокой волатильности. Неизвестно, что будут делать Бернанке и компания. Прекратят ли они печатать деньги, уйдет ли часть ликвидности с рынка? По этому поводу ведутся споры. Но мы ставим именно на этот сценарий. Волатильность окажет негативное воздействие на развивающиеся и пограничные рынки. Это один сценарий. Другой сценарий заключается в том, что мы продолжаем вечеринку, и все продолжают наслаждаться продукцией печатного станка, у нас есть еще несколько лет.

Посмотрим. Теперь — собственно об Африке. В Африке есть несколько солидных старых инвестиционных фондов с большими достижениями, которым мы уделяем самое пристальное внимание. Я считаю, что некоторые наиболее привлекательные компании уже притянули к себе слишком много инвесторов. Страны «получили высшее образование», как я часто говорю. Поэтому нужно быть осторожными. Но мы должны обращать внимание на доходность, ведь именно в этом заключается проблема развитых рынков.

Ч. Робертсон:

Вы говорите о 3% по государственным ценным бумагам США? Очевидно, 5% дадут убийственный эффект.

Н. Ф. Аль Кудси:

Я просто хочу сказать, что мой совет таков: надо примириться с волатильностью.

С. Пил:

Позвольте мне поставить вопрос иначе. Всех партнеров частных инвестиционных компаний, если сильно упростить, можно разбить на три группы. Первая группа, самая незначительная по размеру капитала, — это фонды фондов и семейные компании. Они стремятся обеспечить дифференциальную доходность, пытаются компенсировать дополнительные издержки при помощи выбора конкретных стран и стратегий. Вследствие этого они оказались в числе первых инвесторов на развивающихся рынках и продолжают идти на риск, пользуясь своим опытом. Подозреваю, что именно представители этих компаний заполняют ваши залы на конференциях по частным инвестициям в Африке. Так или иначе, это самая небольшая группа. В следующую группу, сложившуюся за последнее десятилетие и довольно многочисленную, входят государственные инвестиционные фонды. Я бы отнес их к числу международных инвесторов. Они очень быстро стали весьма

опытными инвесторами в частный акционерный капитал. По своей природе это глобальные игроки с глобальным подходом. Они размещают активы на рынках, исходя из собственных взглядов на соотношение риска и доходности. Эти фонды являются крупными инвесторами, если говорить об институциональных частных инвестициях на развивающихся рынках. Они обычно действуют через такие компании, как наша, но все чаще выходят напрямую на эти рынки, чувствуя себя там все более комфортно. У них много опыта. Они понимают, что, несмотря на временную слабость Китая, эта страна в перспективе предоставит им большие возможности. Поэтому они не станут бежать с этого рынка под влиянием кратковременных импульсов. Эти игроки всерьез присматриваются к таким рынкам, как Россия. Третья группа, крупнейшая по размеру капитала, включает традиционных игроков: государственные пенсионные фонды США и, в определенной мере, другие международные пенсионные фонды. Они обладают огромным капиталом, давно занимаются частными инвестициями, всегда предпочитали концентрироваться на внутреннем рынке. Для них работа на зарубежных рынках — способ диверсифицировать вложения и повысить их доходность благодаря премии за риск. Помимо Северной Америки, они инвестируют большие средства в Европе, однако очень неохотно выходят за пределы развитых рынков. Они недооценивали развивающиеся рынки и возможность диверсификации вложений благодаря этим рынкам, но в последние несколько лет стали пересматривать свои прежние взгляды. Вероятно, инвесторов из этой группы больше всех беспокоит распродажа на развивающихся рынках, после того как они наблюдали постоянную гонку, постоянное взвинчивание цен. Они говорили себе: «Мы должны увеличить норму прибыли, мы не заметили, что в последние десять лет многие компании успешно работали на развивающихся рынках, мы упустили это». И они расположились удобно, начав размещать капитал на этих рынках, чтобы удовлетворить своих директоров. В таких фондах внутренняя бюрократия работает очень медленно. Теперь, когда на рынках происходит распродажа, а в Китае

наблюдается спад, когда вокруг происходящего на этих рынках поднялась шумиха, фонды этой группы снова пересматривают стратегию и уходят с рынков. Они стали более осторожными. Я думаю, что это не принципиально для ситуации с частными инвестициями на развивающихся рынках. Однако такие инвесторы, которые только-только стали проявлять инициативу, сейчас уходят.

Ч. Робертсон:

А Китай?

С. Пил:

Мы работаем в Китае уже 15 или 16 лет. Я наблюдал там и взлеты, и падения. Пожалуй, мы пришли туда на десять лет раньше, чем было нужно. Если вы хотите почитать что-нибудь об инвестировании на пограничных рынках, возьмите книгу “Mr. China” («Господин Китай»). Это история о том, как американец и британец примерно 15 лет назад создали инвестиционный фонд в Китае и были обмануты и обворованы так, что и представить сложно. Но в последние пять-шесть лет Китай стал хорошим рынком для нас и для ряда других частных инвесторов. Действуя на этом рынке, мы получаем интересные сведения из первых рук о том, что происходит в китайской экономике. В последние шесть лет наша стратегия строилась исключительно на росте внутреннего потребления в Китае. Китайский экспорт достиг максимально возможных значений. Экспортные отрасли дают 45% или 50% ВВП. В них сосредоточены в основном неликвидные активы, стоимость которых будет снижаться и часто колебаться. Однако внутреннее потребление, вероятно, будет быстро расти, хотя государственная политика и препятствует этому. Поиск отраслей, с которыми будет связан этот рост, — вот достойная среднесрочная стратегия. Мы видим, что в последние 12 месяцев экономика США находилась в неважном состоянии: это касается и внутреннего потребления, и других областей. В прошлом году положение дел, как

представляется, было намного хуже в сравнении с тем, что говорила официальная статистика. В конце года наметился небольшой подъем, но статистика за этот год по-прежнему слабая. В экономике есть большие структурные проблемы, хорошо известные правительственным аналитикам и чиновникам. Правительство, несомненно, намерено отказаться от дальнейшего количественного стимулирования. В течение ближайших нескольких лет ему придется иметь дело со структурными проблемами при катастрофически низком росте экономики. В последние три-четыре года наблюдался реальный рост в 9% или 10% при инфляции в 6—7%. Теперь же нас ждет рост в 6—7%, по официальным данным, и нулевая инфляция. Когда предприниматели осознают эту разницу, поймут, что ветер переменился, — стратегии, потребности и поведение компаний резко изменятся. Издержки компаний часто оказываются раздутыми. Сейчас компании проводят серьезную реструктуризацию издержек, которая требуется в данной ситуации, и их руководство обращает внимание скорее на темпы роста, чем на объем производства. Таким образом, потребности компаний, включая компании из нашего портфеля, сильно меняются. Сейчас мы по-прежнему исходим из того, что в течение следующего цикла внутреннее потребление будет расти быстрее экономики в целом. Экономический рост составит 6—7% в этом году и 3—4% через три-четыре года. Темпы роста явно снижаются. Инвестировать в акции американских компаний по-прежнему стоит, стоимость их рекордно низка, и вложение в них нового капитала открывает интересные перспективы. Однако многие наши конкуренты сейчас выжидают, не зная, что делать. Испытывая трудности со своими портфелями, они ждут от правительства большей определенности относительно будущей политики.

Ч. Робертсон:

Несколько лет назад, перед тем как сменить работу, я находился в оплачиваемом отпуске. Я проводил много времени в библиотеке Лондонской школы экономики, пытаюсь сравнивать Японию 1970-х годов с современным

Китаем. В результате я сумел убедить руководство Renaissance Capital в том, что рост Китая замедлится и составит примерно 4% к концу текущего десятилетия. Именно это произошло в Японии в 1970-х годах. И все же в долларовом выражении японская экономика продолжала расти и расти, так что вложения в нее, вероятно, обеспечивали хорошую прибыль в долларах.

С. Пил:

Думаю, это правильно. Вполне вероятно, что курс китайского юаня в ближайшие четыре-пять лет останется довольно высоким.

Ч. Робертсон:

У нас практически закончилось время. Есть еще вопросы? У Вас есть вопрос?

М. Осинцев:

Меня зовут Максим Осинцев, я представляю Сбербанк. Мой вопрос обращен к Назему Аль Кудси. Это вопрос довольно общего свойства: что инвесторы из ближневосточных государственных фондов и европейских семейных компаний думают о России? Видят ли они в ней потенциальный объект для инвестиций, или какие-то соображения удерживают их от того, чтобы здесь инвестировать? Каково Ваше мнение?

Н. Ф. Аль Кудси:

Я думаю, что в России, по сравнению со многими развивающимися рынками, хорошо представлены фонды фондов и подобные им компании. Это, как правило, американские и частично — европейские фонды. Я хотел бы заглянуть глубже и рассказать об отдельных трудностях, с которыми мы сталкиваемся на других рынках. Если говорить о пограничных рынках, то эти трудности часто обусловлены несовершенством государственного управления и произвольным изменением правил. Я хорошо знаю ближневосточный регион и могу за стаканом чего-нибудь рассказать немало историй о резких

изменениях законодательства. В России были проведены различные реформы, и это, возможно, помогло зарубежным инвесторам лучше понять ее. И все же Россия, на мой взгляд, остается во многом непонятой: здесь высоки и риски, и доходы, — как на рынке акций, так и в более фундаментальных отраслях экономики. Я бы сказал, что если вы располагаете сколь-нибудь значительным капиталом и хотите работать в России, вам нужно иметь здесь партнеров, друзей, родственников. Так мы оцениваем ситуацию. Работать в одиночку в России очень опасно: погода иногда меняется довольно быстро. Не знаю, есть ли в этом смысл.

Ч. Робертсон:

Есть. Кто-нибудь хочет сказать напоследок пару слов?

С. Пил:

Думаю, что соображения, которые мы услышали сегодня, вполне согласуются друг с другом. Занимаясь частными инвестициями на пограничных рынках, подходите к этому всерьез, создавайте подразделения на местах. Это очевидно. Именно такова наша стратегия в Африке и на Ближнем Востоке. Есть рынки, где лучше инвестировать в частные, а не в публичные компании, и есть рынки, где издержки, связанные с неликвидностью, слишком велики: там инвестировать в частный капитал очень трудно. Мы поговорили о политической нестабильности, которая приводит к политической непрозрачности на некоторых из этих рынков. Мы обсудили и другие важные вопросы. Что вы предпочтете — тотальный контроль или отсутствие контроля? В какой мере вы влияете на результаты деятельности компании? Как решается проблема вывода инвестиций? Работа на таких рынках — скорее искусство, чем наука: вы идете на трудные, но необходимые компромиссы.

Н. Ф. Аль Кудси:

Я хотел бы сказать, что частные инвестиции в развивающиеся, в частности пограничные, рынки — это серьезный бизнес. Вы не сумеете как следует лавировать, если у вашей компании нет должного опыта, если ее управленцы и аналитики не обладают достаточной широтой взглядов. Даже если эти рынки кажутся привлекательными в краткосрочной перспективе, вы будете разочарованы. Вам нужны люди, которые знают свое дело и занимаются тем, в чем разбираются лучше всего.

Ч. Робертсон:

Огромное спасибо вам обоим! Я узнал много нового, как и присутствующие в зале. Те, кто будет смотреть видеозапись сессии, также узнают много нового. Спасибо!