

ВЕНЕСУЭЛА: КРИЗИС ЭКОНОМИКИ, РАЗРУШЕНИЕ ГОСУДАРСТВА И СЦЕНАРИИ ВЫХОДА

Алексей Голубович, Сергей Фундобный

ОБЩАЯ СИТУАЦИЯ В СТРАНЕ

В период нефтяного бума 1960-1980 годов Венесуэла на время стала богатейшей страной Южной Америки. В тот же период, что и арабские нефтяные монархии и на десятилетие раньше, чем СССР, страна вошла в число крупнейших экспортёров нефти. Для освоения открытых американцами нефтяных месторождений, создания инфраструктуры и промышленности в некогда полностью аграрной стране, в Венесуэлу приглашались десятки тысяч профессионалов – инженеров, врачей, менеджеров и бизнесменов. Большинство мигрантов прибывало из Испании, Португалии, стран Латинской Америки, Германии. По контрактам постоянно работали тысячи специалистов из США и Европы.

Нефтяной экспорт в 1960-1980-х гг. дал этой стране больше, чем другие экономики континента получили от полезных ископаемых (Бразилия, Чили). Венесуэла мало пострадала от революционных идей, которые «экспортировались» Кубой на советские деньги и которые вынудили модернизироваться Латинскую Америку. Но, созданное на базе экспорта нефти и «импорта» квалифицированной рабочей силы богатство концентрировалось в руках местной белой элиты и иностранцев-экспатов. Из них же состоял и многочисленный по латиноамериканским меркам средний класс.

До Чавеса власти тоже инвестировали в повышение уровня образования, потребления и культуры основной массы малограмотного крестьянского населения, в большинстве своем индейского. Но, видимо, недостаточно. Несмотря на рост экспорта, по уровню неравенства страна в 1980-е стала выходить в «лидеры» континента, а по уровням образования и потребления основной массы населения – скатываться к беднейшим странам (вроде Боливии, Гондураса или Сальвадора). В этом был просчёт тогдашней элиты страны, не понявшей того, что поняли даже в нефтяных монархиях Ближнего Востока.

Рано или поздно должна была появиться идея устранения экономического неравенства. Она была реализована полковником Чавесом после его победы на президентских выборах в 1998 г. Он и его сторонники пробилась в белую военную элиту во многом потому, что для цветного населения страны армия была единственным социальным лифтом и именно туда шли активные представители «коренного населения». Чавизм построили на примитивных идеях экономического национализма («долой иностранный капитал») и фрагментах марксизма («распределение благ поровну»). Перераспределение доходов от белой элиты и иностранцев – к «цветному» населению, составляющему уже 80% общего числа граждан, стало основой политики и её электоральной поддержки. За время своего правления Чавес действительно добился некоторых результатов, в т.ч. сокращения уровня бедности (формально, с 50% до 27% за 1999-2011 гг.), снижения уровня детской смертности, улучшения водоснабжения. Часть населения (в действительности лишь несколько процентов) получила жильё, миллионы – социальные пособия, а в последние годы большинство получало пайки бесплатно. Деньги изымали сначала только у экспортёров, а затем – вообще из любого

бизнеса, полностью лишая его стимулов.

Уже в 1990-х годах чависты национализировали иностранные нефтяные компании, а затем – почти всю добычу полезных ископаемых, и стали переходить от «национального капитализма» к распределительному социализму, хотя и с сохранением прав частной собственности на землю и бизнес. В результате безграмотного перераспределения (даже не через завышенные налоги, а через прямые конфискации), уровень потребления в стране в среднем упал многократно, а бедность стала всеобщей.

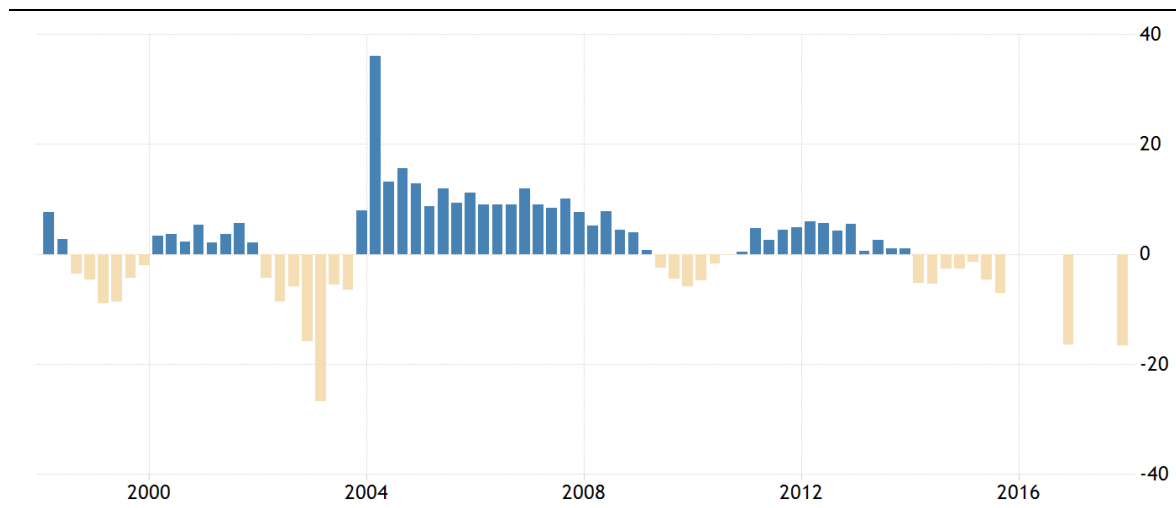
Государственные расходы в 1990-2000-х гг. росли, а доходы падали. Ещё при Чавесе наступила экономическая катастрофа. После этого большинство массовых товаров и услуг стало закупаться за счёт или под контролем государства, через близкие к власти компании. Расчёты при этом всё больше велись вне рамок обычных международных банковских платежей – за наличные, получаемые в т.ч. путем обмена золота на доллары в дружественных странах, а также от наркобизнеса, контролируемого, «по слухам», отдельными лояльными властями генералами.

Падение производства, а в последние 3-5 лет – и нефтяного экспорта усугубилось стремительным разгоном инфляции. По оценке МВФ, по итогам 2018 г. темп инфляции в Венесуэле составил 1 370 000%, что ставит эту страну в один ряд с хрестоматийными примерами гиперинфляции, такими как Германия в 1923 г. и Зимбабве в конце 2000-х гг. Из-за этого перед страной стоит проблема гуманитарной катастрофы. Для оплаты поставок еды и лекарств населению задействован золотой запас (не очень большой, но всё же составляющий до 140 т на 2018 г., из которых менее 10% заблокировано в Лондоне, а остальное находится в стране). Количество беженцев из Венесуэлы достигло к октябрю 2018 г. 3 млн. из 31 млн. жителей (большинство - в страны Латинской Америки). Уехали, в первую очередь, представители среднего класса, большинство специалистов нефтяной и других ключевых отраслей.

ВВП И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАТИСТИКА

В Венесуэле доступная статистика говорит о положении в стране еще меньше, чем в любой другой экономике мира. Если смотреть на официальные сайты отвечающих за экономическую статистику ведомств (центральный банк, министерство финансов, государственный институт статистики), то складывается впечатление, что статистический учет в стране последние 3-4 года не ведется в принципе. Динамика многих индикаторов обрывается в 2013 г., отдельные важные показатели можно проследить до середины-конца 2015 г. Представители МВФ и Всемирного Банка открыто говорят о том, что последние несколько лет Венесуэла не предоставляет запрашиваемые у нее данные. Поэтому практически все цифры за 2016-2018 гг., которые можно найти, являются всего лишь оценками, так что в действительности экономическая ситуация в стране может быть еще хуже.

График 1. Темпы роста ВВП, % годовых, квартальные данные

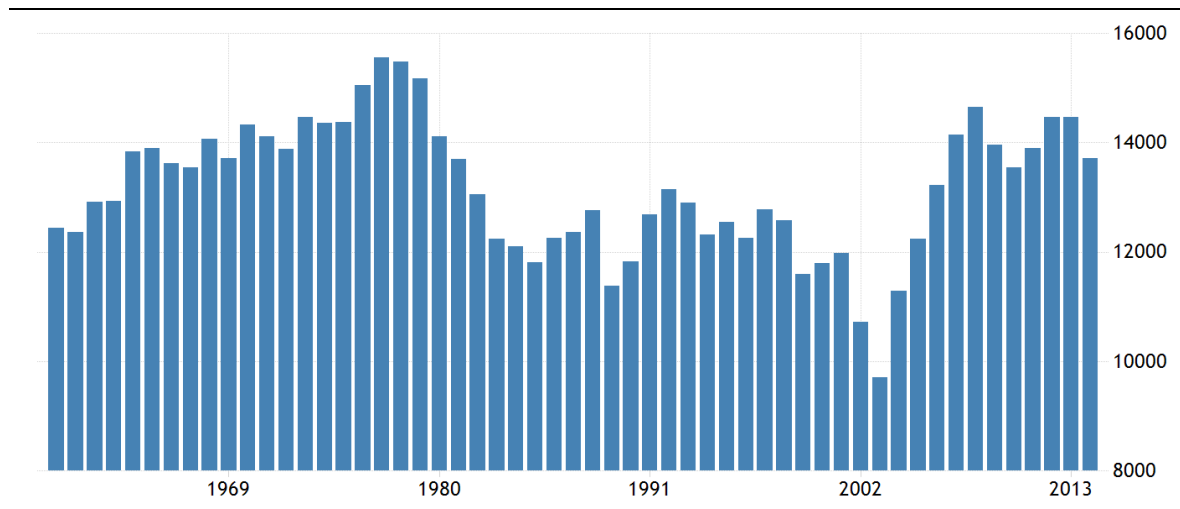


Source: Tradingeconomics.com | Banco Central de Venezuela

По оценке МВФ, экономика Венесуэлы непрерывно сокращается, начиная с 2014 г., причем годовые темпы падения в 2016-2018 гг. находятся в диапазоне 15-20%. В долларовом выражении ВВП страны сократился с \$331 млрд. в 2012 г. до \$96 млрд. в 2018 г., т.е. почти в 3.5 раза. До коллапса экономики в 2016-2018 гг. динамика темпов роста ВВП Венесуэлы была сильно коррелирована с динамикой цен на нефть на мировом рынке.

Данные Всемирного Банка показывают, что реальный ВВП на душу населения тяготел к снижению на протяжении всех 1980-х и 1990-х гг. Лишь кратный рост цен на нефть в 2000-х вернул его на уровни порядка \$14 тыс., где он и стабилизировался вплоть до 2014 г. Если исходить из приведенных выше оценок МВФ, то в 2018 г. ВВП на душу населения в Венесуэле составил менее \$3.5 тыс., что ставит ее по данному показателю в худший квартиль в рейтинге Всемирного Банка в один ряд с такими странами как Бангладеш и Кения.

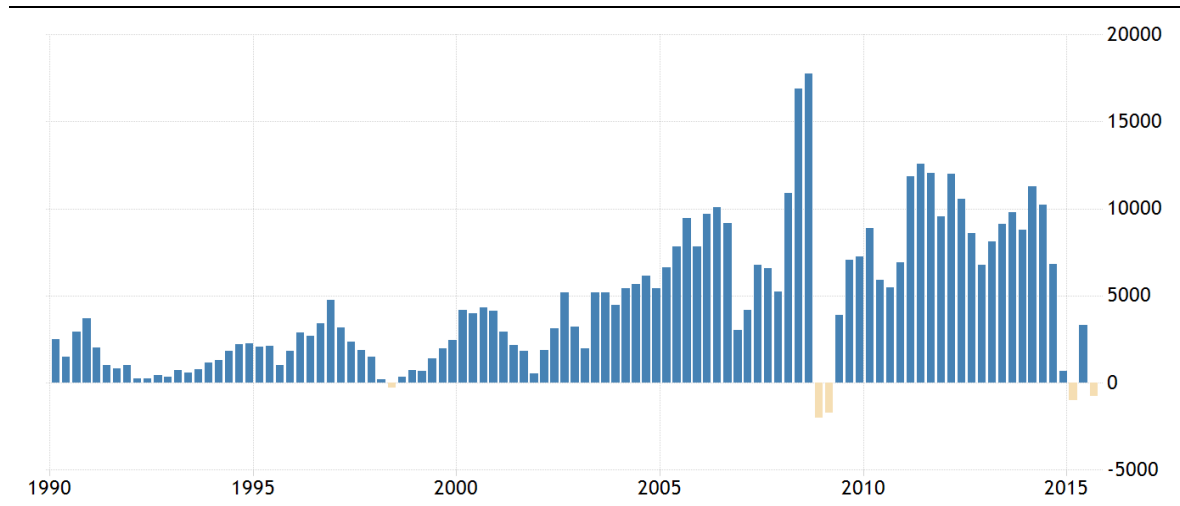
График 2. ВВП на душу населения, долл. США, годовые данные



Source: Tradingeconomics.com | World Bank

Торговый баланс Венесуэлы был профицитным на протяжении почти 40 лет (кроме кризиса 2008-2009 гг.), но в 2013 г. резко сократился из-за начавшегося падения экспорта. Официальные данные по торговому балансу на сайте ЦБ Венесуэлы заканчиваются III кварталом 2015 г. (средняя цена нефти Brent за тот период была \$51). Данные по торговому балансу за последующие периоды, даже если они существуют, вряд ли достоверно отражают реальную картину внешней торговли.

График 3. Торговый баланс, млн. долл. США, квартальные данные



Source: Tradingeconomics.com | Banco Central de Venezuela

Официальная статистика внешней торговли в настоящее время должна быть совершенно недостоверна, поскольку:

- очень большая часть импорта идет контрабандой в обход таможи;
- часть экспорта также идет в обход таможи, в т.ч. для получения наличных для оплаты "черного" импорта;
- существует огромная разница между официальным курсом боливара и курсом черного рынка.

Поэтому оценить реально торговый баланс Венесуэлы сегодня уже не возможно, т.к.

официальные показатели, скорее всего, сопоставимы, а то и уже стали меньше, чем объёмы всех видов нелегальной торговли.

Структура импорта после 2013 г. официально не публиковалась. До полного краха экономики в 2017-2018 гг., его основными статьями были машины и оборудование, включая большую долю энергетического и нефтяного (около 30%), продовольствие и скот (до 10%), лекарства (до 7%), чёрные металлы (до 7%). Значительную долю импорта ранее составляло оружие. При этом главными торговыми партнёрами по импорту были и остаются США (20-25%), Китай (15-20%) и Бразилия (10-15%). Значительный объём импорта в Венесуэлу идет также из Мексики, Колумбии и Аргентины (примерно по 5%).

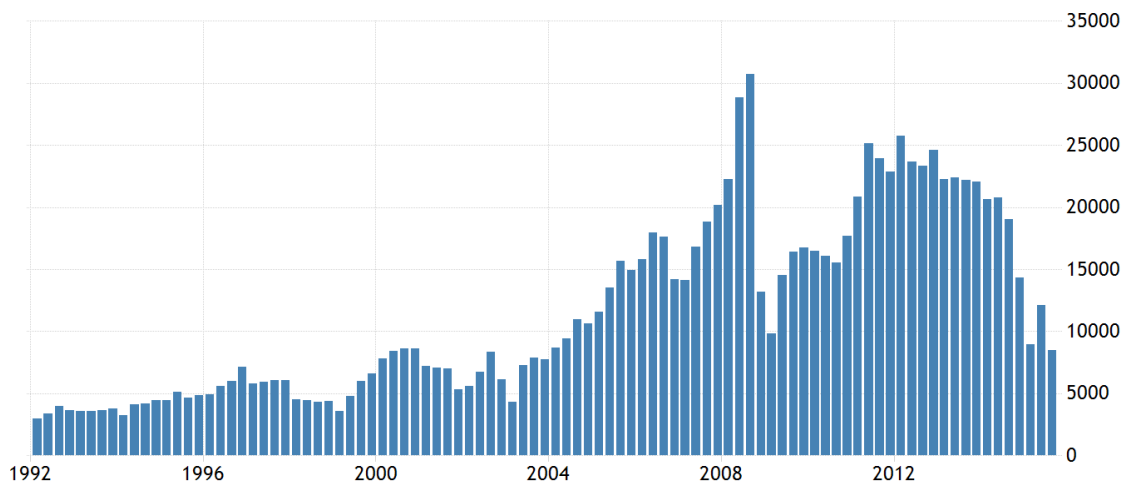
Для оценки масштабов сокращения импорта можно воспользоваться рассчитываемым агентством Bloomberg индексом импорта в Венесуэлу из 6 стран – основных торговых партнеров. На протяжении 2006-2014 гг. объем импорта из 6 крупнейших торговых партнеров колебался в диапазоне \$25-35 млрд. в год, после чего рухнул до менее чем \$10 млрд. в год.

График 4. Импорт в Венесуэлу из 6 стран - основных торговых партнеров, млн. долл. США, ежемесячные данные



Source: Bloomberg

График 5. Экспорт из Венесуэлы, млн. долл. США, квартальные данные

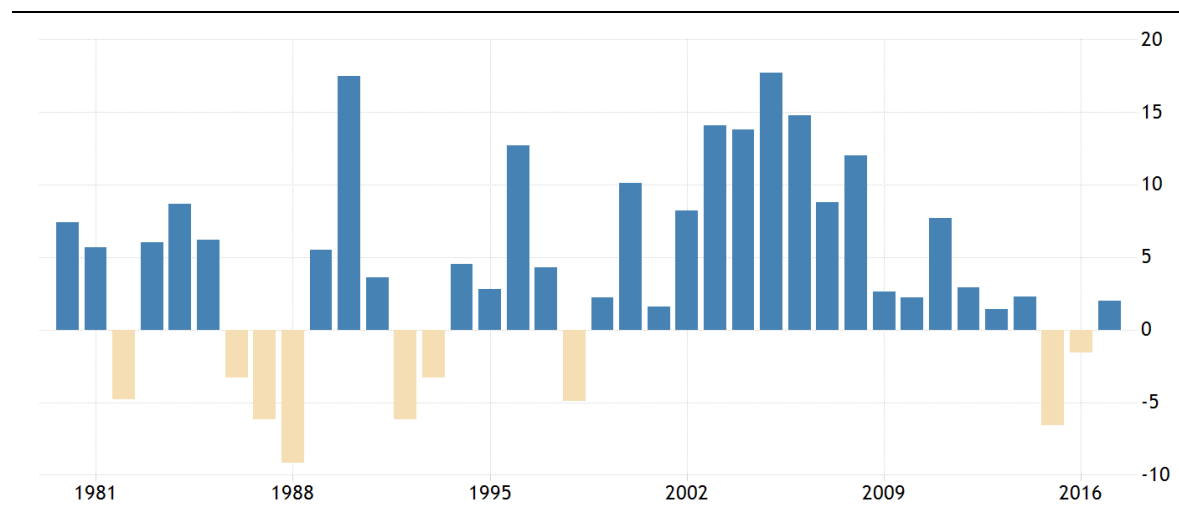


Source: Tradingeconomics.com | Banco Central de Venezuela

Пик экспорта из Венесуэлы пришелся на II квартал 2008 г., когда он составил около 30 млрд. долл. При цене на нефть выше \$100 в 2011-2013 гг. объем экспорта составлял порядка \$90 млрд. в год, однако затем рухнул в 3 раза до \$30 млрд. в год по состоянию на 2015 г. Основным торговым партнером Венесуэлы по экспорту до введения санкций были США (примерно 25-30%). Вслед за ними шли Китай (10-15%), Колумбия (10%), Нидерланды (10%) и Бразилия (7-8%).

Платёжный баланс Венесуэлы драматически сократился по сравнению с благополучными 2000-ми, когда благодаря росту цен на нефть до \$100 и выше положительное сальдо счета текущих операций составляло порядка 10-15% ВВП. В дальнейшем же, несмотря на кратное сокращение импорта, сальдо счета текущих операций сократилось до нуля и даже ушло в минус.

График 6. Счет текущих операций, % ВВП, годовые данные

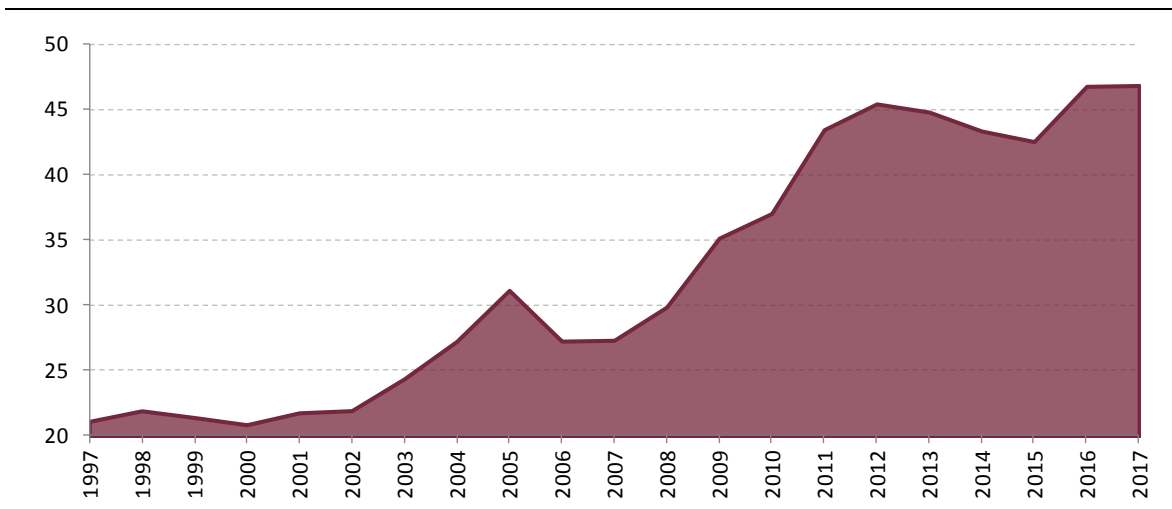


Source: Tradingeconomics.com | IMF

Внешний долг Венесуэлы при Чавесе и Мадуро вырос втрое. В последнее время он стабилизировался на уровне около 50 млрд. долл. США, но отсутствие его дальнейшего роста объясняется очень просто – никто, кроме стран-покупателей нефти не хочет давать Венесуэле в кредит иначе, чем под поставки нефти. По отношению к ВВП государственный долг вырос до уровня выше 50% (до Чавеса и Мадуро было вдвое меньше). При этом возможности выплаты и даже обслуживания госдолга находятся под большим сомнением. Еврооблигации Венесуэлы сроком погашения более 2-х лет уже с 2017 г. торгуются на уровне порядка 30% от номинала, а проценты по ним не выплачиваются уже более года.

Внутренний государственный долг Венесуэлы в период правления чавистов вырос примерно в 10 раз (по состоянию на 2017 г.), однако при таком уровне инфляции он перестал быть проблемой для государства.

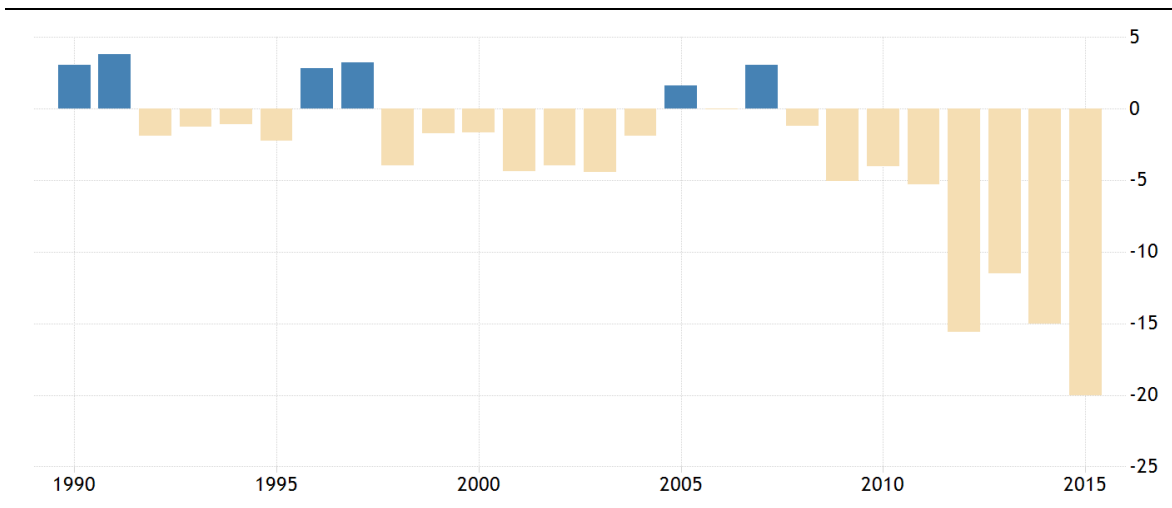
График 7. Суверенный внешний долг, млрд. долл. США



Source: Bloomberg | Ministerio de Finanzas de Venezuela

Государственные финансы страны, находятся, возможно, в худшем состоянии среди всех неблагополучных стран мира. С начала 1990-х гг. бюджет страны был профицитным всего 6 раз, а с 2012 г. дефицит бюджета постоянно держался на уровне более 10% и покрывался уже не заимствованиями на мировых рынках капитала, а кредитами от КНР и РФ, обеспеченными поставкой нефти. В 2017 г. дефицит бюджета достиг 50% – ещё один «мировой рекорд».

График 8. Баланс государственного бюджета, % ВВП, годовые данные с



Source: Tradingeconomics.com | Ministry of Planning and Finance, Government of Venezuela

Опора на армию подразумевала необходимость расходов на покупку её лояльности (расходы на оборону официально держатся на уровне 1% ВВП). Но, т.к. нефтедолларов всё меньше, армия вынуждена зарабатывать сама и не только «охраняя бизнес». Если верить, что генералы сейчас получают основные деньги от наркоторговли, то высшее военное руководство должно быть одной из самых обеспеченных социальных групп в стране.

Из-за нехватки инвестиционных средств не развивается инфраструктура. Не ведется разработка запасов природного газа (доказанные запасы – около 5.7 трлн. кубометров – 7-е место в мире). Энергетика не эффективна. Страна производит в год

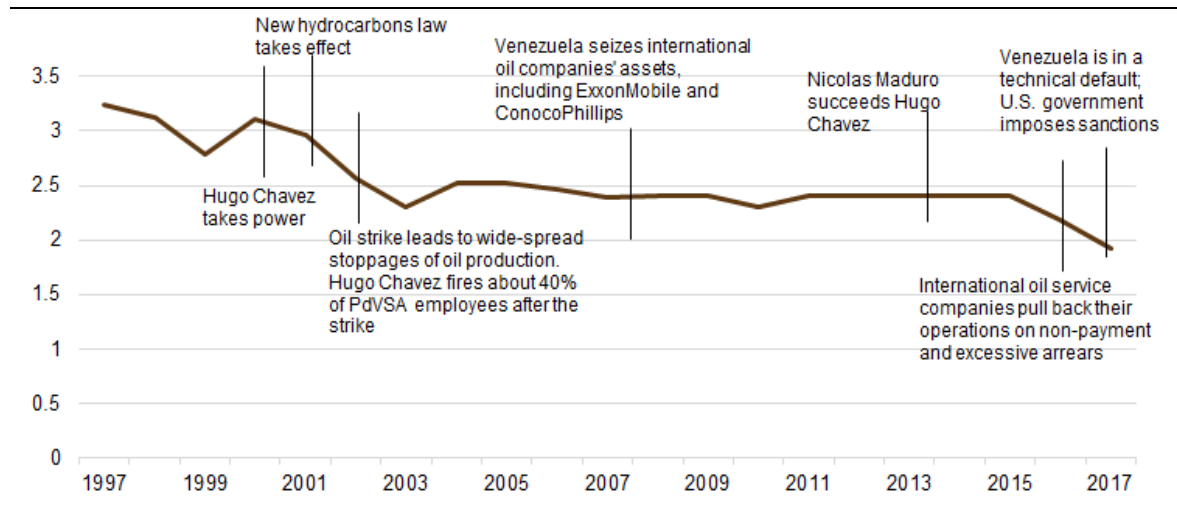
более 120 млрд. кВтч энергии (31-е место в мире), а в городах электричество отключают на несколько часов ежедневно. Промышленность и АПК не могут получить энергию для производства.

Очевидно, что главная причина затянувшегося экономического кризиса – бездарное руководство и коррупционное вмешательство властей в финансовую, ценовую, тарифную политику, подрывающее оставшиеся местные производства.

ДОБЫЧА И ЭКСПОРТ УГЛЕВОДОРОДОВ

Производство нефти при Чавесе более 12 лет держалось на уровне около 2.5 млн. баррелей в день (10-е место в мире), а выручка от продажи нефти составляла 20% от номинального ВВП. Однако введение США санкции против режима Мадуро и сворачивание международными нефтесервисными компаниями своей операционной деятельности в Венесуэле привели к быстрому падению добычи нефти до 1.5 млн. баррелей в 2017 г. и до 1.2 млн. баррелей в 2018 г.

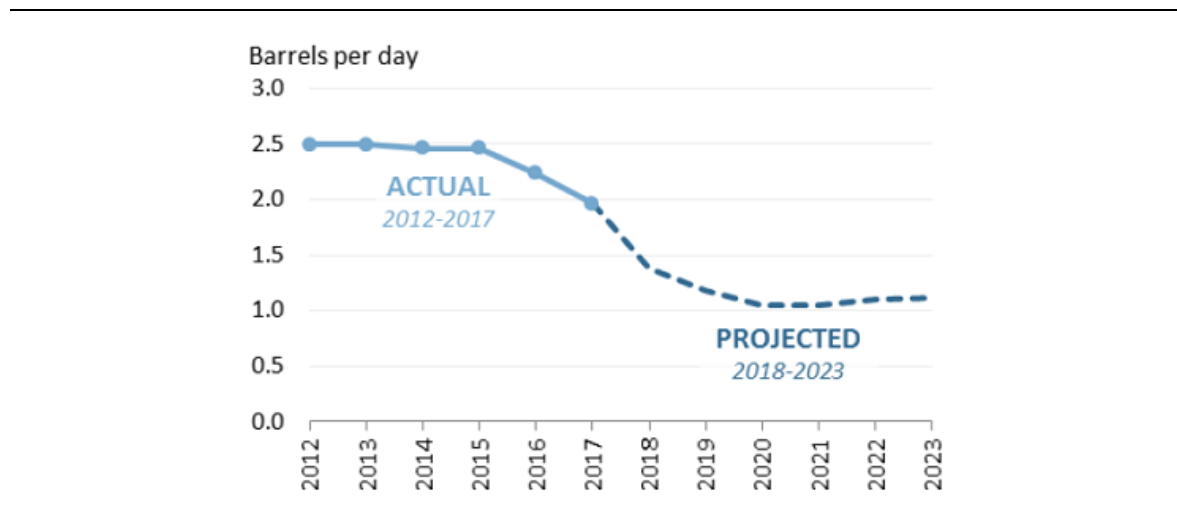
График 9. Объем добычи нефти, млн. бар. в день



Source: EIA

По прогнозу Международного Энергетического Агентства (IEA), объем нефтедобычи в Венесуэле в 2019-2020 гг. сократится еще на 20% до 1.0 млн. баррелей в день, после чего стабилизируется примерно на этом уровне.

График 10. Прогноз объема добычи нефти, млн. бар. в день



Source: EIA

Характерно, что государственная нефтяная компания PDVSA ещё в октябре 2017 г. предложила держателям своих Евробондов на \$2.8. млрд. с погашением в 2017 г. обменять их на бонды на сумму \$3.36 млрд. с погашением в 2020 г. До 40% держателей этих облигаций тогда приняли предложение, чего было не достаточно для обмена (нужно более 50%). Сегодня, скорее всего, на это согласились бы все, т.к.

выручка от экспорта в США не покрывает обязательств, а надежды на смену режима и благоприятную реструктуризацию обязательств при «новой власти» становятся всё выше (судя по росту котировок бондов).

Сегодня государству необходимо получать от PDVSA хотя бы \$23 млрд. в год на оплату критического минимального объёма продовольствия. И это достижимо при цене в \$40 за баррель венесуэльской нефти. Однако падение выручки происходит уже не из-за негативной динамики цен, а из-за сокращения производства. PDVSA и государству нечего инвестировать, а частный бизнес не спешит заводить капиталы в страну. Кроме китайских и, в незначительной степени, российских компаний, финансирующих нефтедобычу, у властей страны не осталось партнёров для поддержания её уровня. Российские компании в действительности не осуществляли значительных капиталовложения в обмен на поставки нефти, причем большая часть вложенных средств уже была возвращена нефтью.

Производство нефти в Венесуэле уже сократилось в три раза за время правления чавистов, составив в 2018 г., по данным ОПЕК, 1.25 млн. баррелей в день. В ближайшие пару лет оно может упасть ещё сильнее из-за сокращения даже тех незначительных иностранных инвестиций, которые имели место ранее. Трудно представить, в частности, что компании КНР или РФ, даже вернув основную часть предоставленного ранее финансирования, будут снова его наращивать до восстановления порядка и элементарной безопасности.

Сегодня из производимых Венесуэлой примерно 1.25 млн. баррелей в день около 500 тыс. направляется на НПЗ в США. Остальная нефть распределяется между Китаем и Россией в счет обслуживания долга. При этом каждый день примерно 120 тыс. баррелей специальной нефти и нефтепродуктов направлялось из США в Венесуэлу для разбавления местной вязкой нефти до предпродажного состояния (сейчас эти поставки, по-видимому, уже прекращены, так что их нужно чем-то замещать).

Продажи в США являются основным источником получения денежных средств для режима. С этой точки зрения попытка заставить НПЗ направлять оплату на специальный счет выглядит самым эффективным, хотя и незаконным методом поддержки оппозиции.

Возможны варианты, при которых Венесуэла поспешила воспользоваться услугами посредников или сделок-свопов, возможно сильно теряя в выручке, но сохранив поток нефтедолларов из США. С другой стороны, поставки в США могут резко сократиться в любой день. По сдержанной реакции нефтяного рынка на санкции против Венесуэлы можно подумать, что ситуация быстро разрешится, либо и сейчас действительно существуют способы обойти ограничения на закупки венесуэльской нефти. Однако даже временное снижение добычи нефти ниже 1 млн. баррелей в день может стать проблемой для восстановления уровня добычи до прежнего уровня в будущем, т.к. консервация скважин потребует последующих инвестиций. Это тяжелая нефть, требующая подготовки (а не легкая ливийская нефть, которая полилась на рынок сразу после прекращения гражданской войны). При этом быстро заменить нефть Венесуэлы на рынке сложно, так как в Колумбии и Мексике нет свободных мощностей, а в Канаде – другом производителе тяжелой нефти – есть дефицит вывозных мощностей.

Складывается ощущение, что на рынке недооценивают риски противостояния в Венесуэле. Возможно, сказывается скорое начало не столь загруженного для нефтепереработки периода времени между зимним и летним сезоном. При этом к

лету ещё могут закончиться послабления для американских санкций против Ирана. Потеря порядка 1 млн. б./д. совокупных поставок из Венесуэлы и Ирана для рынка гораздо более чувствительна, чем ожидаемый Министерством Энергетики рост американской сланцевой добычи также примерно на 1 млн. б./д. в 2019 г. В мире существует недостаток именно тяжелых сортов нефти.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

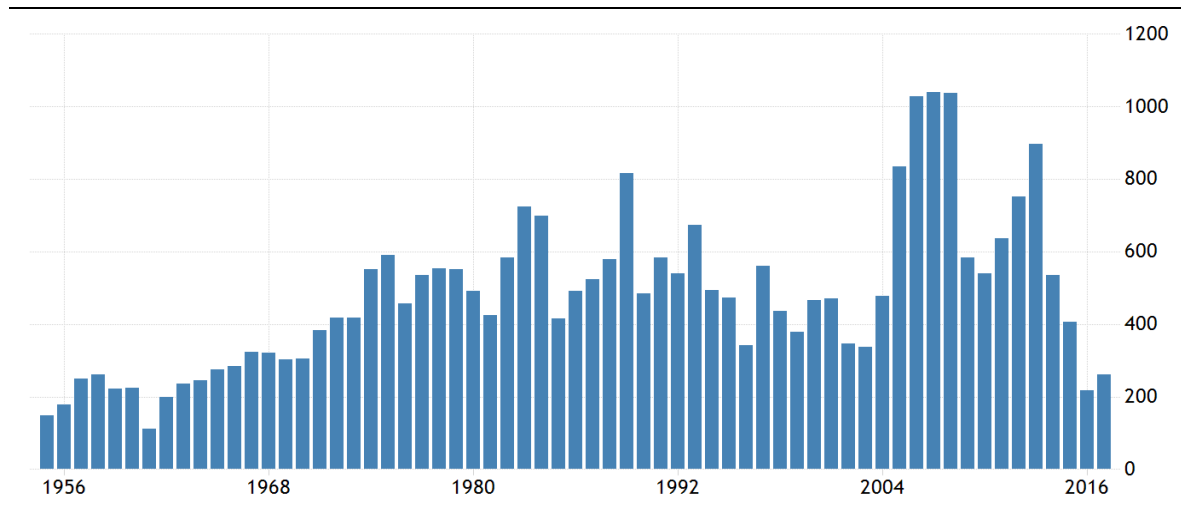
По мнению журналистов New York Times, режим Мадуро, который сам не является военным, тем не менее, основан на поддержке почти 2 тыс. "генералов", из которых около 800 он назначил сам, чтобы обеспечить себе их поддержку, дав за это «поругать» экономическими ресурсами.

Но лидером, вокруг которого консолидирована венесуэльская власть сегодня, является, по слухам, не Мадуро, а глава правящей партии, давний соратник Чавеса и один из лидеров первого (неудачного) чавесовского переворота 1992 г. Диосдадо Кабельо. Власти США и оппозиционеры считают его также одним из лидеров наркокартеля «Лос Солес». Кабельо, как лидер правящей верхушки, строит отношения с представителями элит, в том числе с генералами, как «последней опорой» режима Мадуро-Кабельо.

В своё время Чавес оправдывал поддержку наркокартелей «войной с США на территории Колумбии». После его смерти некоторые генералы Венесуэлы взяли на себя прямые функции по поддержке наркотрафика. Именно связь высшего генералитета Венесуэлы с наркобизнесом добавляет прочности режиму – для этих людей нет места в политике в случае прихода к власти президента от другой партии.

Опора на армию подразумевала необходимость расходов на покупку её лояльности (расходы на оборону официально держатся на уровне 1% ВВП). Но, т.к. нефтедолларов всё меньше, армия вынуждена зарабатывать сама и не только «охраняя бизнес». Если верить, что генералы сейчас получают основные деньги от наркоторговли, то высшее военное руководство должно быть одной из самых обеспеченных социальных групп в стране. В настоящее время расходы на оборону сокращаются и близки к минимуму за 50-60 лет (в млн. долл. США).

График 11. Расходы на оборону, млн. долл. США, годовые данные



Source: Tradingeconomics.com | SIPRI

Характерно, что в США не смогли найти венесуэльских военных высокого уровня, даже минимально пригодных для замены нынешней власти – на всех имеются досье службы по борьбе с наркотиками. И военные, видимо, это понимают, помня также о судьбе никарагуанского президента Норьега, поддержанного американцами в борьбе за власть, но после отставки осужденного за наркоторговлю.

Фактически, называя вещи своими именами, можно сказать, что за власть в стране

борются две группы: «лево-криминальная партия» в союзе с военными и наркобизнесом против «буржуазно-проамериканской партии». Очевидно, что победа второй лучше для страны, заведённой в тупик одним из самых глупых режимов Латинской Америки. Однако смена режима быстро не решит проблемы миллионы беженцев, эмиграции профессиональной части общества, наркотрафика, контрабанды, чёрного рынка. Это настолько укоренилось за 20 лет власти «чавистов», что, кто бы ни победил, проблемы страны быстро не решатся, а будут отложены, благодаря «иностранный помощи», возвращению бизнеса, устранению преступников из правительства и т.п. Но сегодняшняя «оппозиция» не сможет сформировать устойчивое эффективное правительство, принимаемое почти половиной нищего и безработного населения, привыкшего к раздаче еды чавистами. И сохранение власти чавистов также вряд ли позволит им рассчитывать на политическое долголетие. Если улучшение и наступит, то это произойдёт не сегодня, а только в перспективе нескольких лет, с приходом к власти нового поколения, очевидно – правых политиков, которым нужно провести не «либеральные экономические реформы» от МВФ, а сначала вернуть в страну капитал и людей, способных с ним работать.

В нынешней ситуации иностранные инвесторы выступают, скорее, больше как заложники, чем как деловые партнёры. Судя по резкому сокращению контактов и фиксации убытков на венесуэльском направлении, в КНР это хорошо понимают. Для того чтобы Венесуэла вновь стала интересным партнёром, нужно сначала остановить гиперинфляцию (возможно, привязать валюту к доллару США), восстановить функции государства, в т.ч. по борьбе с преступностью и наркоторговлей. Вряд ли извне это профинансирует кто-либо, кроме США.

P.S.: Скоро может настать время, когда российские нефтяные инвестиции в этой стране будут возможны только совместно с партнёром, способным играть с США на одном правовом поле (без санкций). Причём в ТЭК такое возможно, как правило, только при грамотном «обмене запасами» между партнёрами из разных стран (отдать китайцам или европейцам доли в выделенных нам «местных» и в российских месторождениях в обмен на капиталовложения и доступ к сбытовой системе).

В этой связи можно привести маленький пример 20-летней давности, когда крупнейшая российская нефтяная компания покупала у небольшой американской крупное месторождение в Сибири. Американцы, наблюдая наш кризис, считали бесперспективным работать в РФ и, завершив сделку, рассказали, что полученную за сибирские активы выручку (60 млн. долл.) они вложат в Венесуэлу, где иностранные инвесторы «лучше защищены». Чавес уже пришёл к власти, но ещё не успел «показать лицо». Через несколько лет венесуэльские активы были американцами потеряны, а сибирское месторождение – перепродано за миллиард долларов...

Но президент Мадуро уверен, что с экономическим ростом все будет хорошо – по крайней мере, об этом говорит заглавная картинка на сайте МинФина Венесуэлы.



ARBAT CAPITAL

RESEARCH

Sergey Fundobny

Head of Research, Strategy
(495) 780 01 11 (ext. 90-23)

Fundobny@arbatcapital.com

Mikhail Zavaraev, CFA

Senior Analyst, Finance
(495) 780 01 11 (ext. 90-54)

Zavaraev@arbatcapital.com

CONTACTS

ARBAT INVESTMENT SERVICES LTD

123001, Moscow
Sadovaya-Kudrinskaya Str. 32 bldg.1

Tel.: (499) 702 30 04

Fax: (499) 702 30 34

e-mail: research@arbatcapital.com

Internet

www.arbatcapital.com

DISCLAIMER

The information and opinions contained in this publication has been prepared by Arbat Capital Group (hereinafter - "Arbat Capital") and are intended solely for the information of its customers.

This information is not intended to provide advice and make decisions in specific cases. Please consult with the experts in the relevant fields, before making any decisions.

This material is neither an offer to sell nor a solicitation of any offer to buy any securities, assets, investment product advisory services or any other binding offer to carry out any kind of business.

No guarantees are provided, direct or indirect, including any those were imposed by law, in connection with this information.

Arbat Capital does not guarantee the accuracy, adequacy, reproduction of any information by the third parties in this material and in the unconditional form disclaims liability for any errors and omissions made by the third parties that had reproduced such information.

The above information does neither include a financial analysis nor investment research nor an investment recommendation nor an investment advice relating to Arbat Capital. This document contains information which has been taken from a number of sources. While the information herein is believed to be reliable, no representation is made as to the accuracy or completeness of such information.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. This document contains forward-looking statements that depend upon or refer to future events or conditions. Thus these statements involve known and unknown risks, uncertainties and other factors that may cause the actual results and performance of Arbat Capital to be materially different from any future results or performance expressed or implied by these forward-looking statements.